12,50 EUR

BONDGUDE Die Plattform für Unternehmensanleihen



Mai 2017

In Kooperation mit GoingPublic Magazin Special Anleihen 2017 Chancen & Risiken investierbar machen

powered by

7. Jg.

















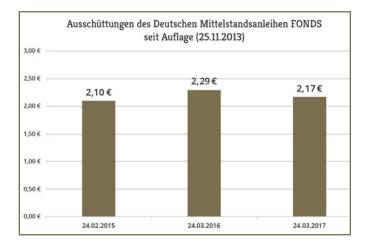
WKN: A1W5T2, ISIN: LU0974225590



Ein gutes Stück Rendite – 3 Jahre in Folge über 4 %

- Bewertung durch "Morningstar" mit5 von 5 möglichen Sternen (Stand Mai 2017)
- Spitzenplatz bei "Lipper Leaders" hinsichtlich "Gesamtertrag" und "Konsistenter Ertrag" (Stand Februar 2017)

Rendite • Sicherheit • Transparenz



Starke Rendite Made in Germany

Am 24.03.2017 schüttete der Deutsche Mittelstandsanleihen FONDS für das Jahr 2016 je Fondsanteil 2,17 Euro aus. Bezogen auf den Ausgabepreis von 51,90 Euro je Anteilsschein zu Jahresbeginn 2016 errechnet sich eine Ausschüttungs-Rendite von 4,18% für den Anleger.



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 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 (FINEXIS S.A., 25A, boulevard Royal L-2449 Luxemburg) sowie bei den Zahl- und Informationsstellen (Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG Niederlassung Luxemburg, 46, Place Guillaume II, L-1648 Luxemburg oder bei der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien) und über die Homepage des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS (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

Andockklammern gelöst – oder porös

Liebe Leserinnen und Leser,

es ist einmal mehr angerichtet: Vor Ihnen liegt unser jährliches Nachschlagewerk mit ausgewählten Fachbeiträgen und Gesprächen mit interessanten Interviewpartnern.

Kein Jahr, keine Ausgabe, keine Perspektive ist jemals gleich. Das Markante an der diesjährigen Ausgabe würde ich am Chart auf S. 48 links unten festmachen: Die Kurse unserer vielgescholtenen KMU-Anleihen steigen und steigen und steigen – seit ca. Ende November 2016.

Stell dir vor, die Kurse klettern auf Allzeithöchststände, und niemand merkt es.

So begibt es sich, dass das Ende des leidprüfenden Jahrgangs 2016 zeitlich trefflichst mit der Havarie des GEWA-Towers Mitte November, und zwar im wahrsten Sinne des Wortes, "zusammenfällt". Seines Zeichens übrigens der letzte Skandal innerhalb des Segments. Was man so Skandal nennt.

Seither: ein halbes Jahr lang steigende Kurse (= fallende Renditen) mit einem Chartverlauf wie auf einer Schiene von links unten nach rechts oben. Gesund finde ich persönlich diese Entwicklung auch nicht zwangsläufig – ich kann aber nicht die Augen davor verschließen, dass es sich schlicht so verhält.

Das Andenken an die Havarien des Jahres 2016 seien in dieser Beziehung natürlich keinesfalls vergessen oder ausgeblendet. German Pellets, Steilmann, KTG Agrar, KTG Energie, Enterprise Holdings. Jede einzelne eine zu viel. Für viele Anleger: zu viele zu viel.

2017 sieht es bis dato wie beschrieben mehr als ordentlich aus: Wie Sie unserer zweiwöchentlichen Bestandsaufnahme im Rahmen der regulären Bond*Guide*-Newsletter-Ausgaben entnehmen, dominieren inzwischen vorzeitige und reguläre Rückzahlungen gegenüber Pleiten / ausgefallenem Volumen. Das allein mag noch kein Gütesiegel darstellen – aber erwähnt werden sollte es ruhig mal.

Bond *Guide* wünscht Ihnen auskömmlichen Lesegenuss, neue u/o interessante Perspektiven für Anlageentscheidungen sowie teils humoristisch angelegte Interviews mit einer winzigen Prise Galgenhumor bzw. der uns zugeschriebenen Selbstironie – oder sind sie doch allesamt ernst gemeint? Nun, das liegt wie gewohnt im Auge des Betrachters.

Viel Spaß beim Lesen wünscht Ihnen





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



- Kapitalmarktberatung
- Eigenkapitalbeschaffung
- Langfristiges Fremdkapital über Anleihen
- Dual Track
- Incentivierungsprogramme für Führungskräfte
- Individuell
- Unabhängig
- Diskret

ANSPRECHPARTNER

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

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

T + 49 (0) 71 52.61 01 94.0 **F** + 49 (0) 71 52.61 01 94.9

@ info@blaettchen-fa.de

www.blaettchen-fa.de

3 Editorial Andockklammern gelöst – oder porös

Grundlagen & Einführung

6 Marktüberblick

Non-Financial-Emittenten im 1. Quartal 2017

Uwe Nespethal, Prof. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory

10 Keine Fluchtgefahr

Wichtige Entscheidungen der letzten Jahre im Überblick Christina Gündel, Dr. Matthias Gündel, Gündel & Katzorke

14 "Letztlich ist immer der Emittent verantwortlich" Interview mit Dr. Michael Munsch, Vorstand, Creditreform-Rating

18 Fehler im System

Woran Mittelstandsanleihen wirklich gescheitert sind Peter Thilo Hasler, Sphene Capital

22 Die Welt ist eine Scheibe

Und die Mittelstandsanleihe tot?

Hans-Jürgen Friedrich, KFM Deutsche Mittelstand

24 "Solvente und solvent bleibende Unternehmen herausfiltern" Interview mit Gerhard Mayer, Vorstand, und Norbert Schmidt, Leiter Unternehmensanalyse, KFM Deutsche Mittelstand



26 Neue Anforderungen beim Insiderrecht

Vorsicht vor den Fallstricken! Manuel Rekittke, EQS Group

38 "Jahrelange Odyssee mit Banken"

Interview mit Klaus Helffenstein, Vorstand, Valora Effekten Handel

Restrukturierung

30 Refinanzierung von Mittelstandsanleihen

Auf dem Weg zwischen Skylla und Charybdis

Frank Günther, Markus Held, Benjamin Bischoff, One Square Advisors

34 Anleiherestrukturierung im Jahr 2017

Aktuelle Trends und Entwicklungen

Dr. Christian Becker, Lutz Pospiech,

GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten

36 Anleiherestrukturierung in der Praxis

Die Kombination aus Restrukturierung und Beteiligung eines strategischen Investors

Dr. Mirko Sickinger, LL.M., Lena Pfeufer, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Legal

38 Das neue Prospektrecht

Erweiterte Ausnahmen, EU-Wachstumsprospekt und vereinfachte Offenlegungsregelung für Sekundäremissionen

Ingo Wegerich, René Krümpelmann, Luther Rechtsanwaltgesellschaft

40 Die APVO

Neue Regeln für den Beschlussvorschlag zur Wahl des Abschlussprüfers Dr. Sebastian Schwalme, Morrison & Foerster, Bernhard Orlik, Link Market Services



Peter Thilo Hasler, Sphene Capital S. 18

Gerhard Mayer, KFM Deutsche Mittelstand AG S. 24



Dieter Pape, Pape Consulting S. 42



Madelein Zipperle, Heuking Kühn Lüer Wojtek S. 46



Christian Weber, Karlsberg Brauerei KG S. 50



Nicola Facciorusso, Rosland GmbH S. 66

42 Eigenkapital verleiht Flügel

Börsennotierte Genussscheine und Genussrechte Dieter Pape, Pape Consulting, Thomas Mayrhofer, Pinsent Masons

46 Narrenfreiheit?

Persönliche Haftung der Geschäftsleitung bei Anleiheemissionen Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Investment

48 Künftig auch mit Wandelanleihen

GBC Mittelstandsanleihen Index GBC MAX mit erfolgreicher Entwicklung Marcel Goldmann, Manuel Hölzle, GBC

50 "Verfolgen eine klar auf Ertragswachstum ausgerichtete Unternehmensstrategie"

Interview mit Christian Weber, Generalbevollmächtigter, Karlsberg Brauerei

52 **High-Yield-Bonds gewinnen an Bedeutung in Anleiheportfolios**Fokus auf Vermeidung von Kreditverlusten / Rising Stars als wichtige
Performancetreiber

Peter Jeggli, Fisch Asset Management

54 Standpunkt

Eurobonds? Wohl kaum!

Dr. Wolfgang Bauer, M&G Investments

56 "Natürlich bleibt Behrens dem Kapitalmarkt erhalten!"

Interview mit Tobias Fischer-Zernin, Vorstandsvorsitzender, Joh. Friedrich Behrens

58 Ohne Gewährleistung

Eigentümergeführte Unternehmen sind auch keine Garantie Ralf Meinerzag, Steubing German Mittelstand Fonds

60 Schwellenländeranleihen

Bessere Fundamentaldaten, geringere externe Risiken Marcelo Assalin, NN Investment Partners

62 Wachstum mit Airbag

Der Wolf im Fixed-Income-Mantel

Stefan Schauer, Marc-Alexander Knieß, Lupus Alpha

64 "Die nächste Weltwirtschaftskrise wird kommen"

Interview mit Marc Friedrich und Matthias Weik, Friedrich & Weik Vermögenssicherung, und Götz W. Werner, Initiative "Unternimm die Zukunft"

Gold wird viel zu häufig und zu Unrecht als Risikoanlage dargestellt – das Gegenteil ist der Fall"

Interview mit Nicola Facciorusso, Geschäftsführer, Rosland

Service

- 68 Partner der Ausgabe im Portrait
- 72 Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick
- 78 Impressum
- 79 Übersicht der Rating-Systematik, Rendite-Rating-Matrix Mittelstandsanleihen
- KMU-Anleihetilgungen ab 2013, Ausgelaufene KMU-Anleihen im Überblick
- 81 Insolvente KMU-Anleiheemittenten im Überblick, League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt seit 2009
- 82 Glossar



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

von Uwe Nespethal, Senior Advisor und Partner, Prof. Wolfgang Blättchen, geschäftsführender Gesellschafter Blättchen Financial Advisory

Marktüberblick

Non-Financial-Emittenten im 1. Quartal 2017

Mit diesem Report setzen wir den quartalsmäßigen Überblick über den Primärmarkt deutscher Industrieunternehmen im Segment institutioneller Anleihen¹ fort (zuletzt im Bond*Guide* 01/2017 erschienen).

Im 1. Quartal 2017 fanden insgesamt 58 Anleiheplatzierungen von 16 Emittenten mit einem Gesamtvolumen von 44,2 Mrd. EUR an institutionelle Investoren statt. Gegenüber dem Vorjahresquartal bedeutet dies einen Anstieg um 138%. Damit wurden bereits im ersten Quartal 2017 rund 61% des gesamten Vorjahresvolumens platziert. 53 Emissionen bzw. 41,9 Mrd. EUR stammen von "Investmentgrade-Status"-² und fünf Anleihen mit einem Volumen von 2,3 Mrd. EUR von High-Yield-Emittenten. Unter den Emittenten findet sich nach fast eineinhalbjähriger Pause der VW-Konzern mit einem beeindruckenden Comeback am Anleihemarkt: In weniger als drei Stunden konnten 8,0 Mrd. EUR platziert werden.

Euro-Anleihen dominieren

62% des Emissionsvolumens bzw. 27,3 Mrd. EUR wurden in der Währung EUR ausgegeben: insgesamt 33 Anleihen. Von den 25 Fremdwährungsanleihen mit einem umgerechneten Volumen von 16,9 Mrd. EUR sind 20 Emissionen bzw. 15,3 Mrd. EUR in USD platziert worden. Es scheint, dass sich die Emittenten vor steigenden Zinsen im US-Dollar-Raum schützen wollen.

Die mittleren Laufzeiten der Euro-Anleihen im 1. Quartal 2017 (33 Emissionen) haben sich gegenüber dem Vorquartal Q4/2016 von 8,0 auf 6,3 Jahre verringert. Bei den Medianwerten ist die

1) In die genannte Kategorie fallen sämtliche Emittenten, die keine Banken, Versicherungen oder sonstige Finanzdienstleister sind und ihren operativen Muttersitz in Deutschland haben. "Mittelstandsanleihen" werden nicht berücksichtigt. Basisquelle ist Thomson Reuters.
2) Emittenten werden besser als "BB+" bzw. "BA1" von den Ratingagenturen (Standard& Poor's, Moody's, Fitch) bewertet oder das "Shadow Rating" der institutionellen Investoren stuft sie als "Investmentgrade" ein

Abb. 1: Institutionelle Corporate-Bond-Emissionen deutscher Emittenten (Non Financials)¹



Emissionen (Q1 2017)

| Emittent | | Volumen (in Mio EUR) | Rating Status ²⁾ |
|------------------|----|-------------------------|--------------------------------|
| VW | 4 | 8.000 | IG |
| Siemens | 7 | 7.113 | IG |
| Dt.Telekom | 7 | 6.800 | IG |
| BMW | 12 | 6.347 | IG |
| Daimler | 10 | 5.934 | IG |
| Fresenius | 4 | 2.600 | IG |
| HeidelbergCement | 2 | 1.750 | IG |
| ThyssenKrupp | 1 | 1.250 | HY |
| Linde | 1 | 1.000 | IG |
| Vonovia | 2 | 1.000 | IG |
| BASF | 2 | 653 | IG |
| LEG Immo | 1 | 500 | IG |
| Hapag Lloyd | 2 | 450 | HY |
| K+S AG | 1 | 400 | HY |
| Sixt | 1 | 250 | IG |
| Progroup | 1 | 150 | HY |
| Summe | 58 | 44.197 | |

Quelle: Thomson Reuters

¹⁾ Ohne Mittelstandsanleihen; 2) IG: Investment Grade HY: High-Yield



*) Das Bond *Guide* Special "Anleihen 2017" entstand mit freundlicher Unterstützung von:







HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK







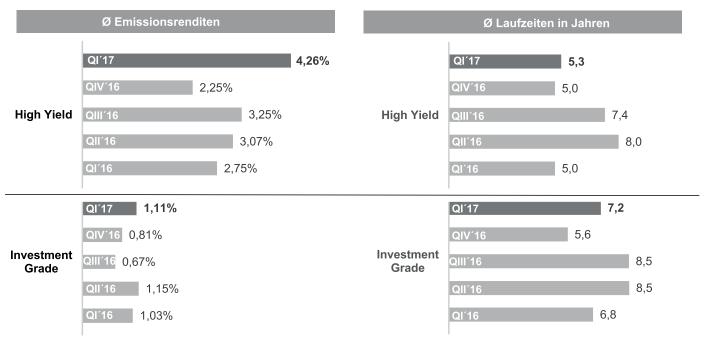


Abb. 2: Mittlere Emissionsrenditen und Laufzeiten der Euro-Anleihen (Non-Financials)

Quelle: Thomson Reuters, Blättchen Financial Advisory

Laufzeit in beiden Perioden mit 5,0 Jahren konstant geblieben. Im Nicht-Euro-Segment findet im letzten Quartal hingegen eine Ausweitung der Laufzeiten statt: Die durchschnittliche Laufzeit der 25 Emissionen beträgt 6,1 Jahre bzw. 5,0 Jahre im Median. In den drei Monaten zuvor lagen die Fristigkeiten noch bei 4,0 Jahren (Mittelwert) bzw. bei 3,0 Jahren (Median).

Von den 33 emittierten Euro-Anleihen im 1. Quartal 2017 erfolgten fünf Platzierungen als Floater in einem Gesamtvolumen von 3,3 Mrd. EUR. Unter den verbleibenden 28 Euro-Fixed-Kupon-Anleihen sind 24 Investment-Grade- und vier High-Yield-Emissionen zu finden.

Die mittlere Emissionsrendite der 24 Anleihen im Investment-Grade liegt bei 1,11% (Median 0,94%) und damit um 30 Basispunkte höher als noch im Vorquartal mit 0,81% (Median 0,86%). Die durchschnittliche Laufzeit ist zugleich von 5,6 Jahren (Q4/2016) auf 7,2 Jahre gestiegen. Eine negative Emissionsrendite konnte die Nullkupon-Anleihe der Daimler Intl. Finance BV (DE000A19EJE0) mit minus 0,06% erzielen. Im letzten Jahr erzielten auch die Deutsche Bahn (XS1451539487) und Henkel (XS1488370740) negative Renditen bei ihrer Emission.

High-Yield Anleihen

Im Segment der High-Yield Anleihen gab es in den ersten drei Monaten des Jahres fünf Euro-Platzierungen. Der Wellpappenhersteller Progroup AG platzierte als einziger einen Floater mit einem Volumen von 150 Mio. EUR, der eine Laufzeit von 7 Jahren hat. Die Fix-Kupon-HY-Emittenten sind Hapag Lloyd mit zwei Anleihentranchen von 250 Mio. EUR und 200 Mio. EUR (TAP) mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 6,75%.

Betrug die Emissionsrendite für die erste Tranche im Januar noch 6,75%, so konnte sie für den TAP wenige Wochen später auf 6,19% reduziert werden.

Thyssen Krupp gelang es, eine vergleichsweise günstige Anleihe mit einem Kupon von 1,375% und einer Rendite von 1,46% in Höhe von 1,25 Mrd. mit einer 5-jährigen Laufzeit zu platzieren. Ebenfalls gelang es der K+S AG, eine 400 Mio. EUR-Anleihe (Laufzeit 6 Jahre) mit einem Kupon in Höhe von 2,625% bei gleich hoher Rendite am Markt unterzubringen. Insgesamt erreichten die HY-Emittenten ein Volumen von 2,3 Mrd. EUR in einem stabilen Zinsumfeld. Der mittlere Renditespread des iTraxx Crossover Indexes mit einer fünfjährigen Laufzeit betrug im 4. Quartal 2016 noch 3,25%, und reduzierte sich im 1. Quartal 2017 auf 2,91%. Die mittlere Emissionsrendite der vier HY-Anleihen liegt mit 4,26% (Median 4,41%) deutlich über denen der Vorquartale. Die durchschnittliche Laufzeit blieb mit 5,3 Jahren nahezu unverändert zum 4. Quartal 2016.

VW meldet sich zurück

Nach einer ca. 18 Monate andauernden Pause feierte Volkswagen am 23.03.2017 ein fulminantes Comeback am Anleihemarkt. Insgesamt konnte ein Volumen von 8,0 Mrd. EUR mit vier Anleihen innerhalb von nur drei Stunden platziert werden. Laut Medien erreichte das Orderbuch rund 25 Mrd. EUR. Die vier Anleihen wurden mit unterschiedlichen Laufzeiten (2-10 Jahre) sowie Verzinsungen (ein Floater und drei Fixkupon-Anleihen) ausgestaltet. Die Fixkupon-Anleihen weisen im Einzelnen eine Emissionsrendite von 0,6% (4 Jahre), 1,26% (6,5 Jahre) und 2,0% (10 Jahre) auf. Das Unternehmen wurde zum Zeitpunkt der Platzierung von Moody's mit A3 und von S&P mit BBB+ innerhalb des Investmentgrade-Status bewertet. VW zählt im letzten

Abb. 3: Anleiheemissionen ab 1.000 Mio. EUR in QI 2017

| Emittent | Emissions- datum | Volumen in Mio. EUR | Währung | Kupon | Ausgabe- preis | Fälligkeit | Rendite | Rating |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|---------|---------|-------------------|------------|---------|--------------------------|
| Volkswagen Intl Finance NV | 23.03.17 | 2.500 | EURO | Floater | 100,10% | 30.03.19 | Floater | Moody's: A3; S&P: BBB+ |
| Volkswagen Intl Finance NV | 23.03.17 | 2.500 | EURO | 1,88% | 98,91% | 30.03.27 | 2,00% | Moody's: A3; S&P: BBB+ |
| Volkswagen Intl Finance NV | 23.03.17 | 1.500 | EURO | 0,50% | 99,61% | 30.03.21 | 0,60% | Moody's: A3; S&P: BBB+ |
| Volkswagen Intl Finance NV | 23.03.17 | 1.500 | EURO | 1,13% | 99,17% | 02.10.23 | 1,26% | Moody's: A3; S&P: BBB+ |
| Siemens NV | 07.03.17 | 1.410 | USD | 4,20% | 99,65% | 16.03.47 | 4,22% | Moody's: A1; S&P:A+ |
| BMW Finance NV | 04.01.17 | 1.250 | EURO | 0,13% | 99,74% | 12.01.21 | 0,19% | Moody's: A2; S&P:A+ |
| Deutsche Telekom International | 23.01.17 | 1.250 | EURO | 1,38% | 99,17% | 30.01.27 | 1,47% | Moody's: Baa1; S&P: BBB+ |
| Deutsche Telekom International | 23.01.17 | 1.250 | EURO | 0,88% | 99,84% | 30.01.24 | 0,90% | Moody's: Baa1; S&P: BBB+ |
| Daimler AG | 21.02.17 | 1.250 | EURO | 0,85% | 99,92% | 28.02.25 | 0,86% | Moody's: A2; S&P:A |
| ThyssenKrupp AG | 27.02.17 | 1.250 | EURO | 1,38% | 99,59% | 03.03.22 | 1,46% | Moody's: Ba2; S&P: BB |
| Siemens NV | 07.03.17 | 1.178 | USD | 3,40% | 99,90% | 16.03.27 | 3,41% | Moody's: A1; S&P:A+ |
| Deutsche Telekom International | 09.01.17 | 1.178 | USD | 3,60% | 99,88% | 19.01.27 | 3,62% | Moody's: Baa1; S&P: BBB+ |
| Siemens NV | 07.03.17 | 1.038 | USD | 2,20% | 99,98% | 16.03.20 | 2,21% | Moody's: A1; S&P:A+ |
| Linde Finance BV | 11.01.17 | 1.000 | EURO | 0,25% | 99,71% | 18.01.22 | 0,31% | Moody's: A2; S&P:A+ |
| Deutsche Telekom International | 23.01.17 | 1.000 | EURO | 0,38% | 99,78% | 30.01.21 | 0,42% | Moody's: Baa1; S&P: BBB+ |
| BMW FINANCE NV | 27.03.17 | 1.000 | EURO | 0,13% | 99,83% | 03.07.20 | 0,18% | Moody's: A1; S&P:A+ |
| HeidelbergCement Lux. SA | 27.03.17 | 1.000 | EURO | 1,63% | 99,63% | 07.04.26 | 1,67% | Moody's: Baa3; S&P: BBB- |

Quelle: Thomson Reuters

Quartal zu den größten Einzelemittenten. Die beiden Automobilhersteller BMW und Daimler erreichten die Plätze vier und fünf mit Emissionsvolumina von 6,3 Mrd. EUR und 5,9 Mrd. EUR. Inklusive VW erreichten die Automobilhersteller einen Marktanteil von 46%. An zweiter Stelle steht Siemens mit 7,1 Mrd. EUR und

Abb. 4: TOP 20 Emissionsbanken QI 2017

| Institut | Begleitetes Volu- men in Mrd. EUR | Anzahl beteiligte Emissionen |
|------------------|--------------------------------------|---------------------------------|
| Deutsche Bank | 22,6 | 31 |
| BNP | 22 | 19 |
| Citi | 16 | 13 |
| Société Générale | 12,6 | 14 |
| JP Morgan | 12,5 | 18 |
| UniCredit | 12 | 9 |
| Mizuho | 11,3 | 10 |
| Barclays | 9,4 | 7 |
| HSBC | 8,7 | 11 |
| Credit Suisse | 7,6 | 9 |
| Santander | 7,3 | 8 |
| Goldman Sachs | 6,8 | 8 |
| Nat West | 6,3 | 8 |
| CITIC | 6,2 | 7 |
| Morgan Stanley | 6,2 | 8 |
| Commerzbank | 6,1 | 9 |
| Mitsubishi UFJ | 3,7 | 4 |
| RBC | 3,2 | 7 |
| ING | 2,8 | 5 |
| BBVA | 2,6 | 4 |

Quelle: Thomson Reuters

an dritter die Deutsche Telekom mit einem Emissionsvolumen von 6,8 Mrd. EUR. Im letzten Quartal traten 16 Emittenten am Bondmarkt auf.

Deutsche Bank führend

In den ersten drei Monaten 2017 wurden insgesamt rund 44 Mrd. EUR bzw. 58 "Non-Financial"-Anleihen von 35 Emissionsbanken in ihrer Funktion als Konsortialführer bzw. "Bookrunner" platziert. Im Mittel bildeten diese Institutionen untereinander ein Konsortium von vier Banken. Zu den Marktführern (Top 5) gehören die Deutsche Bank, BNP Paribas, Citi, Société Générale und JP Morgan. Unter den Top 20 sind die deutschen Bankenhäuser Deutsche Bank (#1) und die Commerzbank (#16) vertreten. Die LBBW steht auf Platz 22 (2,4 Mrd. EUR), Berenberg auf Rang 25 (1,7 Mrd. EUR), die Helaba auf Platz 27 (0,8 Mrd. EUR), MM Warburg auf Platz 31 (0,5 Mrd. EUR) und schließlich die Bayern LB auf Rang 34 mit einem begleiteten Volumen von 0,4 Mrd. EUR.

Fazit & Ausblick

Das erste Quartal 2017 zählt mit einem Volumen von 44 Mrd. EUR zu den emissionsstärksten Quartalen seit dem bisherigen Rekord Q1/2009 mit etwa 46 Mrd. EUR. Zu diesem Schub hat sicherlich das Debüt des VW-Konzerns beigetragen, der in der Vergangenheit zu den größten Daueremittenten mit über 20 Mrd. EUR jährlichem Emissionsvolumen zählte. Ebenfalls sind die größten politischen Unsicherheiten im Markt verdaut: Der große Anteil von USD-Emissionen deutet darauf hin, dass Emittenten sich vor einem kurzfristigen Zinsanstieg in den USA schützen wollen. Vielleicht strahlt dieser Effekt langsam auch auf die EUR-Emittenten ab, sich noch rechtzeitig mit günstigen Zinsen zu verschulden.



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

von Christina Gündel, Rechtsanwältin, Dr. Matthias Gündel, Rechtsanwalt und Geschäftsführer, Gündel & Katzorke

Keine Fluchtgefahr

Wichtige Entscheidungen der letzten Jahre im Überblick

Keine "Flucht" des Anlegers durch Kündigung

Im Dezember 2015 hat der Bundesgerichthof (BGH) in einer vielbeachteten Entscheidung zur Reichweite der Bindungswirkungen von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) Stellung genommen.

Der Sachverhalt: Die Klägerin hatte eine Anleihe einer in der Krise befindlichen Emittentin zu einem deutlich unter dem Nennwert liegenden Preis erworben. Kurze Zeit nach Erwerb kündigte die Anlegerin u.a. wegen der wesentlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse der Emittentin und begehrte Rückzahlung zum vollen Nennbetrag. In der Gläubigerversammlung nach dem SchVG wurde mehrheitlich wie folgt beschlossen: Der Umtausch der auf den Inhaber lautenden Schuldverschreibungen in Erwerbsrechte auf eine neue besicherte Anleihe mit reduziertem Nennwert und neue Aktien am Emittenten und – zeitlich befristet, jedoch nur für die Zukunft – der Verzicht auf die Kündigung.

Instanzenzug: Die Vorinstanzen gaben zunächst der Anlegerin weitgehend Recht. Dann hatte die Revision der Beklagten Erfolg.

Urteilsgründe: Die kollektive Bindung von Mehrheitsbeschlüssen der Anleihegläubiger erfasst auch bereits gekündigte Schuldverschreibungen. Das bedeutet, diese unterfielen dem beschlossenen Umtausch und Forderungserlass und die ausgesprochenen Kündigungen wurden gegenstandslos. Das Urteil stützt sich auf den Gesetzeswortlaut. Denn der Inhaber einer gekündigten Anleihe ist bis zur vollständigen Erfüllung des in der Anleihe verbrieften Zahlungsanspruchs weiterhin Gläubiger.

Fazit: Die Entscheidung ist zu begrüßen. Deutlich wird, dass alle Anleihegläubiger als Kollektiv gemeinsam den Regelungen des SchVG unterliegen und eine Bevorzugung einzelner Anleihegläubiger durch Flucht in die Kündigung nicht zulässig ist. In einer Krise des Unternehmens habe alle Gläubiger wie im Insolvenzrecht den gleichen Beitrag zu deren Bewältigung zu leisten. Anleger können sich deshalb nicht durch Kündigung der Wirkung von Beschlüssen der Gläubigerversammlung entziehen.



Bundesgerichtshof in Karlsruhe Foto: eyetronic – Fotolia.com

Zugänglichkeit des Prospekts

Eine wichtige Entscheidung des Europäischen Gerichtshofes (EuGH) in 2014 betraf die Anforderungen an die Zugänglichkeit eines Wertpapierprospekts, der sowohl physisch als auch im Internet zugänglich sein muss. Nicht erfüllt ist das Erfordernis der leichten Zugänglichkeit eines Wertpapierprospekts, wenn auf der Internetseite eine mit einer Haftungsausschlussklausel und der Pflicht zur Angabe einer E-Mail-Adresse verbundene kostenpflichtige Registrierung vorgesehen ist. Außerdem, so stellte der EuGH klar, muss der Prospekt bei einer Veröffentlichung im Internet auch am Sitz der Emittentin sowie bei den Vertrieben/Finanzintermediären zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten werden.



Sie suchen eine ganzheitliche Kommunikationslösung? Dann setzen Sie auf den richtigen Partner: Die EQS Group hat die passenden Services und Tools, um die Arbeit von IR-Managern zu automatisieren und zu vereinfachen.

Das EQS COCKPIT kommuniziert mit der Unternehmenswebsite und verbreitet Mitteilungen über eines der wichtigsten Financial Newswire – so erreichen Sie eine maximale Reichweite und stets den richtigen Ansprechpartner. Sie profitieren mit unserer Lösung von einem integrierten Workflow und können alle Prozesse sicher und effizient steuern.

EQS Group AG

Karlstr. 47 80333 München

Tel +49 (0) 89 21 02 98-0 Fax +49 (0) 89 21 02 98-49

germany@eqs.com germany.eqs.com

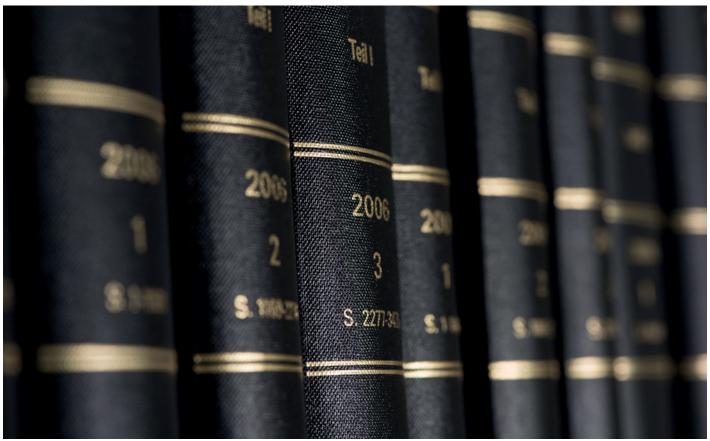


Foto: Sebastian Fiebak - Fotolia.com

>> Vorrang Kapitalmarktrecht oder Gesellschaftsrecht?

In einer weiteren Entscheidung zum Prospektrecht hat der EuGH zu der praxisrelevanten Frage nach dem Vorrang des Kapitalmarkt- oder des Gesellschaftsrechts bei kapitalmarktrechtlich begründeten Ansprüchen gegen den Emittenten Stellung genommen.

Der EuGH entschied, dass nationale Regelungen, die im Rahmen der Umsetzung der in der Wertpapierprospektrichtlinie 2003, der Transparenzrichtlinie 2004 und der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 ergangen sind und die Haftung einer Aktiengesellschaft als Emittentin wegen Verletzung von Informationspflichten gegenüber Erwerbern ihrer Aktien vorsehen, mit den Schutzvorschriften zur Kapitalerhaltung in der europäischen sog. Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie vereinbar sind. Das bedeutet, dass Schadensersatzansprüche der Aktionäre gegen ihre Gesellschaft wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformationen auch dann bestehen, wenn eigentlich der Anleger über den Schadensersatzanspruch so gestellt wird, als ob er seine Einlage zurückerhalten hat.

Faktisch ermöglicht dies ein Aushebeln der Kapitalaufbringungsund -erhaltungsregeln bei Kapitalgesellschaften und kann bei Unternehmen in der Krise zu einem wenig wünschenswerten Wettlauf der Anleger führen.

Zwangsversteigerung von Wertpapieren

Mit Urteil vom 17.09.2014 hat der EuGH in einem niederländischen Ausgangsfall entschieden, dass die Prospektpflicht nicht für eine Zwangsversteigerung von Wertpapieren gilt. Die Situation

der Anleger, die Wertpapiere im Zusammenhang mit Zwangsversteigerungen erwerben, sei nicht mit der Situation von Anlegern vergleichbar, die solche Papiere im Rahmen öffentlicher Angebote kaufen.

Anhand dieser Entscheidung wird deutlich, dass das Prospektrecht nur die Fälle von öffentlichen Angeboten abdeckt, die auf den Absatz von Wertpapieren zielen. Dagegen sind Verwertungsmaßnahmen, wie die Zwangsversteigerung, nicht Gegenstand des Prospektrechts.

Beschlussunfähigkeit Gläubigerversammlung

Mit einer Entscheidung aus Ende 2014 verneint der BGH zutreffenderweise einen Anspruch der Anleihegläubigerminderheit aus dem SchVG auf Einberufung einer zweiten Gläubigerversammlung, wenn die erste Versammlung beschlussunfähig war.

Dabei stellt sich der BGH gegen Meinungen in der rechtswissenschaftlichen Literatur, wonach eine Unterscheidung zwischen erster und zweiter Gläubigerversammlung nicht geboten ist. Dem kann uneingeschränkt zugestimmt werden. Denn der Minderheitenschutz würde andernfalls über die gesetzlichen Erfordernisse hinausgehen. Weder Aktiengesetz noch GmbH-Gesetz fordern zwingend die Einberufung einer zweiten Versammlung durch Minderheitsgesellschafter. In Anwendung dieses Rechtsgedankens ist ein Anleihegläubiger nicht schützenswerter als die vergleichsweise stärker geschützten Voll-Gesellschafter eines Unternehmens.



Als Marktführer der Befestigungstechnik in Europa sind wir in weit mehr Produkten als man sich vorstellt: in Oberklasse-Automobilen wie in Luxus-Kreuzfahrtschiffen, in italienischen Designer-Sofas wie in Fertigungshäusern, in Verpackungen, Paletten usw. Kein Wunder, dass seit über 100 Jahren unsere Produkte, wie Nägel, Schrauben und Klammern das tun, was sie am besten können: Zusammenhalten, was zusammengehört.



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

Interview mit
Dr. Michael Munsch, Vorstand,
Creditreform-Rating

"Letztlich ist immer der Emittent verantwortlich"

Bond*Guide* im Gespräch mit Dr. Michael Munsch, Creditreform Rating, über die aktuelle Situation am Mittelstandsmarkt, Verantwortlichkeiten sowie unbeauftragte Länder- und Corporate Ratings

BondGuide: Herr Dr. Munsch, zum Aufwärmen unsere gewohnte Einstiegs-Bestandsaufnahme: Wie beurteilen Sie aktuell den Zustand des Marktes für KMU-/Mittelstandsanleihen?

Munsch: Bei Emittenten und Investoren kann man eine Zurückhaltung feststellen. Der Markt bleibt geprägt von Unsicherheit hinsichtlich der bestehenden Emissionen. Man sieht vor allem Refinanzierungen existierender Anleihen, teilweise auch über Schuldscheine.

BondGuide: Wenn wir in die Zukunft schauen – wir versuchen dies ja auch schon wiederholt Jahr für Jahr –, was erwarten Sie als Verbesserungsmöglichkeiten am KMU-Anleihemarkt? Stichwort "Scale": Für Außenstehende sieht er wie eine schlichte Umbenennung aus.

Munsch: Ob das neue Marktsegment – Nachfolger des Entry Standards auch für KMU-Anleihen – einen Einfluss auf die Emissionstätigkeit haben wird, lässt sich aktuell noch nicht erkennen. Immerhin gibt es klare Commitments zu Finanzkennzahlen und anderen Mindestanforderungen, die Emittenten mitbringen müssen. Scale könnte dazu beitragen, aus Fehlern der Vergangenheit zu lernen.

BondGuide: Nun gab es doch allerdings vor zwei Jahren den Best Practice Leitfaden, wo im Prinzip all dies bereits beschrieben und zumindest empfohlen wurde. Effekt: null.

Munsch: Eben nur ein Leitfaden. Bei späteren Verstößen gegen zunächst bei der Emission eingehaltene Parameter standen weder Durchsetzungsmöglichkeiten noch Sanktionen im Raum.

Bond*Guide*: Sind die mit Scale verbundenen Einbeziehungsvoraussetzungen denn nachhaltige Hürden?

Munsch: Diese Frage haben wir untersucht. Dazu haben wir uns alle hiesigen Unternehmen mit mehr als 50 Mio. EUR Jahresumsatz angeschaut und auf die geforderten Kennzahlen hin geprüft. Ungefähr ein Drittel würde die Vorgaben erfüllen.

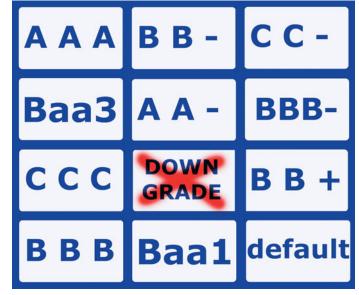


Illustration: Blackosaka - Fotolia.com

BondGuide: Immerhin oder nur?

Munsch: Sowohl als auch: "Immerhin" ein Drittel bedeutet, dass die Grundgesamtheit ausreichend groß ist; "nur" bedeutet, dass die Vorgaben für die Mehrheit eine ernst zu nehmende Hürde darstellen, eine im Scale börsennotierte Anleihe emittieren zu können.

BondGuide: Die Verbesserungen wirken in der Papierform durchaus prima, in der Praxis gab es allerdings jeden Punkt irgendwie schon. Speziell die vermeintliche Überwachung eines Emittenten durch seine Emissionsbegleiter hat sich als Wunschdenken erwiesen. Ändert sich hier absehbar mal etwas?

Munsch: Dazu muss man sagen, dass die letztliche Verantwortung beim emittierenden Unternehmen liegt.

Luther.

Informationen zum neuen Interessenverband für kapitalmarktorientierte kleine und mittlere Unternehmen erhalten Sie unter:

Interessenverband-KMU@ luther-lawfirm.com

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



Die Emissionserlöse wurden nicht immer so genutzt wie vorher angekündigt.

"

BondGuide: Dann wäre da noch die manchmal fragwürdige Verwendung von Emissionserlösen, nachdem man die Erlöse einmal drin hatte – bzw. sogar aufstockte.

Munsch: Dies ist ein Punkt, der häufig übersehen wird: Viele Unternehmen, auch diejenigen, die gleich zu Beginn des Mittelstandsanleihen-Marktes an die Börse kamen – auch die heute mitunter insolvent sind –, hätten zum Zeitpunkt ihrer Emission die geforderten Kennzahlen durchaus erreicht. Allerdings wurden die Emissionserlöse nicht immer so genutzt wie vorher angekündigt. Mit der Folge, dass sich operative- und Bilanzkennzahlen signifikant verschlechterten.

BondGuide: ... und mit der weiteren Folge, dass sich die ursprünglichen Ratings fast nirgends verbesserten, sondern im Gegenteil fast überall erodierten. Von außen betrachtet stand im Raum, Creditreform – als Marktführer mit teilweise 80% naturgemäß im Blickpunkt – wie auch andere Ratingagenturen hätten bei Emissionen Gefälligkeits-Ratings ausgestellt.

Munsch: Diese Sichtweise ist nur auf den ersten Blick naheliegend. Die Ratings unterliegen einem durchgängigen Monitoring. Bonitätsveränderungen wurden und werden im Monitoring durch Downgrades gewürdigt. Anders geartet sind die Fälle, die Ungereimtheiten aufweisen und bei der Staatsanwaltschaft liegen. Dagegen kann eine Ratingagentur nichts machen.

BondGuide: Wie bewertet eine Ratingagentur Konstellationen, wie wir sie zuletzt häufig beobachten konnten: Eine Folgeanleihe wird teilrefinanziert durch Schuldschein und Banklinien – im Gegenzug ist der neue Bond vollständig unbesichert/nachrangig. Beurteilt eine Ratingagentur das eher positiv oder negativ?

Munsch: Grundsätzlich ist es ein gutes Signal, dass diverse Unternehmen in der Lage sind, sich zu refinanzieren, ihre Passivseite variabler zu gestalten oder dergleichen. Aus Rating-Sicht ist die Frage, ob wir in der Folge das Unternehmen, den Schuldschein, den Bankkredit oder die Folgeanleihe bewerten. Das Rating für den Emittenten könnte sich verbessern, das Rating für die Folgeanleihe aufgrund von Emissionsmerkmalen und Rangigkeit indes verschlechtern.

BondGuide: Wenn man Ihre Website besucht, kann man feststellen, dass Creditreform nun auch Länderratings und unbeauftragte Ratings von Unternehmen durchführt.

Munsch: Das ist richtig: Seit 2016 fertigen wir auch Länderratings an. Bis dato haben wir rund 20 Staaten beurteilt, Ziel 2017 sind 25. Wir sehen dies als eine wichtige Ergänzung für vor allem institutionelle Investoren. Als Teil von Unternehmensratings haben wir uns natürlich ohnehin auch stets schon die Länder-

kennzahlen angesehen – allerdings wurde nunmehr von Investorenseite an Creditreform herangetragen, beurteilte Länderstrukturen explizit auszuweisen.

BondGuide: Derartige Einschätzungen dürften in aller Regel unbeauftragt sein.

Munsch: Die Länderratings erfolgen ohne erteilten Auftrag. Auch hat Creditreform Mitte 2016 begonnen, von großen europäischen Unternehmen unbeauftragte Bewertungen vorzunehmen.

BondGuide: Also, im Prinzip geht man sozusagen in Vorleistung in der Erwartung, dass später ggf. beauftragte Ratings generiert werden?

Munsch: Falls möglich: ja. Insgesamt möchten wir uns als Ratingagentur präsentieren und positionieren, die in verschiedenen Bereichen Expertise besitzt und für Investoren wichtige gewünschte Bewertungen leisten kann. Darüber hinaus ist es so, dass die EZB bei der Berücksichtigung ihrer Anerkennungsmaßstäbe für Ratingagenturen ein Auge darauf hat, ob eine Ratingagentur mehrere geforderte Fachbereiche abzudecken in der Lage ist.

BondGuide: Und: Funktioniert es?

Munsch: Wir sehen durchaus, dass wir praktisch überall in den jeweiligen europäischen Finanzministerien Termine bekommen haben und gute Gespräche führen konnten. Ziel ist, auch auf europäischer Ebene als wichtiger Markt-Player unter den Ratingagenturen wahrgenommen zu werden neben den großen amerikanischen S&P, Moody's und Fitch. Der aktuelle Stand stimmt uns recht zuversichtlich.

Ziel ist, auch auf europäischer Ebene als wichtiger Markt-Player unter den Ratingagenturen wahrgenommen zu werden neben den großen amerikanischen S&P, Moody's und Fitch.

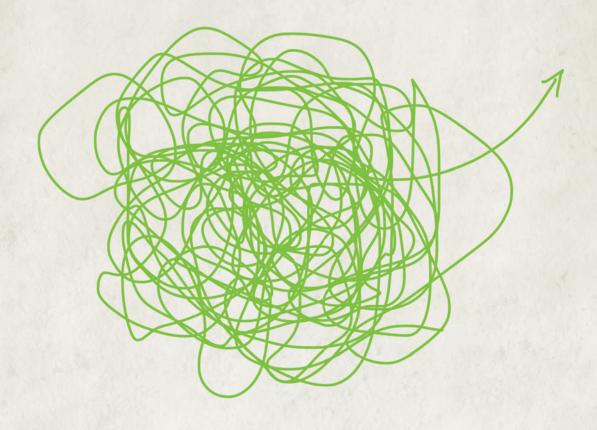


BondGuide: Ist unbeauftragtes Research bzw. Ratings nicht ein wenig wie die Frage nach der Henne und dem Ei?

Munsch: Unsere unsolicited Ratings dienen auch dazu, unseren Bekanntheitsgrad zu steigern und dem Markt zu zeigen, dass Creditreform Rating über eine breite Produktpallette verfügt. Wie bereits erwähnt, haben wir durchweg positive Reaktionen erzielen können. Das zeigt uns, dass wir auf dem richtigen Weg sind.

BondGuide: Herr Dr. Munsch, dann schauen wir einmal bis zur nächsten Bestandsaufnahme zu gegebener Zeit.

Das Interview führte Falko Bozicevic.



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





GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

von Peter Thilo Hasler, Gründer und Analyst, Sphene Capital GmbH

Fehler im System

Woran Mittelstandsanleihen wirklich gescheitert sind

Die Deutsche Börse feiert ihr neues Mittelstandsanleihesegment: Aus Entry Standard wurde Scale. Durch die Umfirmierung meint die Deutsche Börse, nicht nur einen Beitrag zur Vermeidung von Insolvenzen geleistet zu haben, sondern betrachtet das neue Freiverkehrssegment sogar als ganzheitliches, wachstumsstimulierendes Ökosystem. Angesichts so vieler Vorschusslorbeeren stellt sich die Frage, ob das angepasste Konzept tatsächlich dazu beiträgt, den Anlegerschutz zu verbessern.

Unterstellen wir vorab, dass weder Banken, Börsen oder Berater noch das Management zum Zeitpunkt der Emission von einer bevorstehenden Schieflage wissen. Diese Annahme mag manchen naiv erscheinen – was allerdings nur belegt, wie tief das Finanzierungskonzept Mittelstandsanleihe gesunken ist. Dass sich Vorstände in Einzelfällen – zu denken wäre etwa an Enterprise Holdings, getgoods oder MiFa – nicht zumindest einer Verletzung ihrer Ad-hoc-Pflichten schuldig gemacht haben, kann nicht ausgeschlossen werden. Legen wir jedoch die Nicht-Existenz einer solchen Verschwörungstheorie zugrunde, bliebe zumindest zu klären, wie es zu einer derartigen Häufung von Insolvenzen kommen konnte und ob diese durch eine alternative Konzeption des Börsensegments hätte verhindert werden können.

Großteil der ausgefallenen Emissionen nicht platziert worden wäre, hätte das Rating zum Zeitpunkt der Emission ein realistischeres Abbild der zukünftigen Unternehmensentwicklung widergespiegelt.



Foto: Deutsche Börse AG

Während bei Laufzeiten, Nominalverzinsungen oder Branchenzugehörigkeiten statistisch relevante Auffälligkeiten der ausgefallenen Mittelstandsanleihen nicht festgestellt werden können, gilt dies für die erteilten Emissionsratings nicht. Angesichts einer zum Teil massiven Fehleinschätzung der ausgefallenen Emittenten zum Zeitpunkt ihrer Notierungsaufnahme und nicht selten selbst kurz vor der ersten Insolvenzmeldung scheint naheliegend, dass ein Großteil der ausgefallenen Emissionen nicht platziert worden wäre, hätte das Rating zum Zeitpunkt der Emission ein realistischeres Abbild der zukünftigen Unternehmensentwicklung widergespiegelt. Dann nämlich hätten Emittenten risikoadäquate Nominalzinsen anbieten müssen, die deren Geschäftsmodelle von Vornherein nicht hergegeben hätten.

Systemfehler I, II und III

Doch diesen Systemfehler allein bei überforderten Ratingagenturen zu suchen, wäre verfehlt. Ein zweites strukturelles Defizit von Mittelstandsanleihen betrifft die Fristigkeit der Verantwortung:





EYEMAXX REAL ESTATE

www.eyemaxx.com

"Passion" und Begeisterung sind Basis unserer Motivation, Immobilien nachhaltig zu entwickeln und damit langfristig Werte für unsere Stakeholder zu schaffen. Seit 1996 ist die EYEMAXX Real Estate Gruppe als Experte für Fachmarktzentren, Retail und Logistik in Europa tätig, seit 2014 in Deutschland und Österreich auch sehr erfolgreich mit Wohn- und Pflegeimmobilien sowie Mixed-Use-Projekten am Markt vertreten. Neben der reinen Projektentwicklung werden auch gut rentierende Immobilien im eigenen Portfolio gehalten. So verbindet EYEMAXX Real Estate AG attraktive Entwicklerrenditen mit einem zusätzlichen Cashflow aus Bestandsimmobilien.

Bild: Medizinisches Versorgungszentrum Thomasium (Retail, Praxen, Büro, Wohnungen, Garage) Leipzig, Deutschland, www.thomasium.eyemaxx.com

Ein Privatkunde mag im Default-Fall seines Wertpapiers vielleicht seine Bank verklagen – seine Drohung, die Geschäftsbeziehungen zur Bank einzustellen, dürfte bei dieser jedoch nur ein müdes Lächeln auslösen.

Während Anwälte, Ratingagenturen, Kommunikations- und IR-Berater sowie die Börsenbetreiber in der Regel unabhängig vom Platzierungserfolg entlohnt werden, besteht das einzige Risiko, dem Banken, Listing-Partner und Zahlstellen im Emissionsprozess ausgesetzt sind, darin, dass sie infolge einer Nicht-Platzierung der Anleihe auf die erfolgsabhängige Vergütung ihrer Dienstleistungen verzichten müssen. Da bei Anleihestückelungen von lediglich 1.000 EUR eine Platzierung bei Privatkunden und semiprofessionellen Anlegern explizit Teil des Gesamtkonzeptes war, müssen sich die involvierten Parteien auch über ihre Kapitalmarktreputation wenig Gedanken machen. Ein Privatkunde mag im Default-Fall seines Wertpapiers vielleicht seine Bank verklagen - seine Drohung, die Geschäftsbeziehungen zur Bank einzustellen, dürfte bei dieser jedoch nur ein müdes Lächeln auslösen. Ganz anders bei institutionellen Großkunden: Doch die waren nicht primärer Adressat der Platzierungsbemühungen.

Dabei gibt es durchaus Möglichkeiten zur Lösung dieses Moral-Hazard-Problems: Banken könnten verpflichtet werden, eine Tranche der Anleihe dauerhaft auf ihr eigenes Buch zu nehmen – was in einer Zeit der ohnehin ausufernden Bankenregulierung keine besonders überraschende Maßnahme sein, sich jedoch als wenig praktikabel erweisen dürfte. Größeren Charme hätte es dagegen, wenn die erfolgsabhängigen Gebühren gestaffelt über die Anleihelaufzeit ausbezahlt werden würden. Durch diese



Foto: Deutsche Börse AG

Mithaftung würden Banken im Zweifel bereits aus Eigeninteresse von einem augenscheinlich wackeligen Deal Abstand nehmen. Schon wäre die gewünschte Übereinstimmung der Interessen der beteiligten Parteien – Anleger und Platzierungspartner – geschaffen.

Doch so weit wollten die Kapitalmarktexperten der Deutschen Börse nicht gehen. Stattdessen werden die sogenannten Capital Market Partner in die Pflicht genommen: Sie sollen zukünftig Emittenten anhand einer Legal und Financial Due Diligence prüfen und bestätigen, dass sie für das neue Börsensegment geeignet seien. Da stellt sich die Frage: Was haben die bisherigen Listing-Partner denn in der Vergangenheit anderes gemacht? Ungeklärt sind im Übrigen auch die Konsequenzen, die Capital-Markets-Partnern drohen, falls sie ihre Arbeit zukünftig fehlerhaft oder nachlässig betreiben. Als Teil eines "ganzheitlichen Ökosystems" dürften sie gravierende Nachteile indes (abermals) nicht zu befürchten haben.

Solange durch das von der Deutschen Börse geschaffene Ökosystem Unternehmen fremdfinanziert werden, die eigentlich Eigenkapital benötigen, wird die Insolvenzquote unter den Mittelstandsanleihen nicht zurückgehen.



Weil kleinteiliges Geschäft viel Arbeit macht, sehen die Verantwortlichen auch im Emissionsvolumen ein Übel, das beseitigt werden müsse: Anleihen unter einem Emissionsvolumen 30 Mio. EUR kommen nunmehr ins Kröpfchen, größervolumige ins Töpfchen. Nicht nur, dass der Durchschnitt der ausgefallenen Mittelstandsanleihen mit 38,8 Mio. EUR deutlich über dieser willkürlich gesetzten Markierung liegt: Hochwertige Anleihen von Sanochemia, VST Building Technologies oder Eyemaxx (mit Volumen von jeweils EUR 15 Mio.) wären nach dieser Logik: unerwünscht.

Fazit

Damit steht zu befürchten, dass die angestoßenen Anpassungen zwar medienwirksam waren, aber das eigentliche Problem nicht anpacken. Solange durch das von der Deutschen Börse geschaffene Ökosystem Unternehmen fremdfinanziert werden, die eigentlich Eigenkapital benötigen, wird die Insolvenzquote unter den Mittelstandsanleihen nicht zurückgehen. Wie bisher auch werden klassische Private Debt-Häuser, die ein individuell verhandeltes, nachrangiges Fremdkapital bevorzugen, von dem Segment Abstand nehmen. Gleiches gilt für institutionelle Rentenfondsmanager, für die selbst ein Anleihevolumen von 30 Mio. EUR viel zu klein ist. Beide werden für ein funktionsfähiges Marktsegment aber dringend benötigt, denn der Privatkunde allein kann den deutschen Mittelstand nicht finanzieren.

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



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

von Hans-Jürgen Friedrich, Vorstand, KFM Deutsche Mittelstand AG

Die Welt ist eine Scheibe

Und die Mittelstandsanleihe tot?

Über die Berichterstattung in renommierten Wirtschaftszeitungen wundern sich erfahrene Investoren, die in sorgfältig ausgewählte Unternehmensanleihen des Mittelstandes investiert haben oder investiert sind. Mit Headlines wie "Mittelstandsanleihen wickeln sich ab"; "Junkfood für Anleger" oder "Mittelstandsanleihen – ein Auslaufmodell?" wird der Untergang dieser Form der Unternehmensanleihe proklamiert. Dass die Welt doch keine Scheibe ist, haben wir von Kopernikus gelernt. Dass Unternehmensanleihen auch in Zukunft ein alternatives Finanzierungsinstrument und eine attraktive Anlagemöglichkeit bleiben, erfordert eine differenzierte Betrachtung von Unternehmensanleihen des Mittelstandes und den Marktsegmenten an den Börsen.

Unternehmensanleihen des Mittelstandes werden schon seit 1950 als alternative Finanzierungsform genutzt. Der Spiegel berichtete in seiner Ausgabe am 12.09.1956 über die erfolgreiche Platzierung von Anleihen. Hier werden bekannte Adressen wie

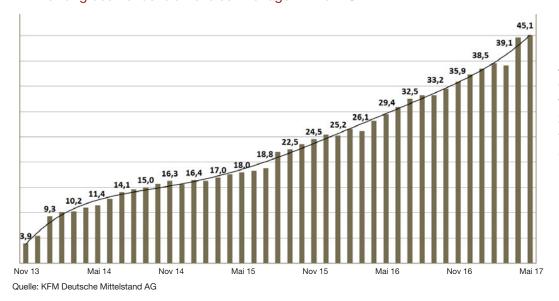
Bosch, Feldmühle oder die Hamburgischen Elektrizitätswerke genannt. Die Emissionsvolumen lagen in einer Größe zwischen 25 und 40 Mio. DM. Die Zinskupons waren mit 8% doppelt so hoch wie die auf Sparkonten. Die Emissionen wurden damals in wenigen Stunden vollständig bei vielen privaten Anlegern platziert und Banken meldeten, dass Tausende Anleger vom "Schalterbeamten" abgewiesen werden mussten – und leer ausgingen.

Alle Wege führen über BASEL

Auch heute nutzen viele mittelständische Unternehmen den Kapitalmarkt, um sich Finanzierungsmittel zu beschaffen. Tendenz steigend. Die BASEL-III-Regeln – mittlerweile wird die Einführung von BASEL IV geplant – zwingen Unternehmen, zusätzliche Finanzierungsquellen zu nutzen. Strenge Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften sowie harte Bewertungsrichtlinien bei der Beurteilung von Sicherheiten haben dazu geführt,

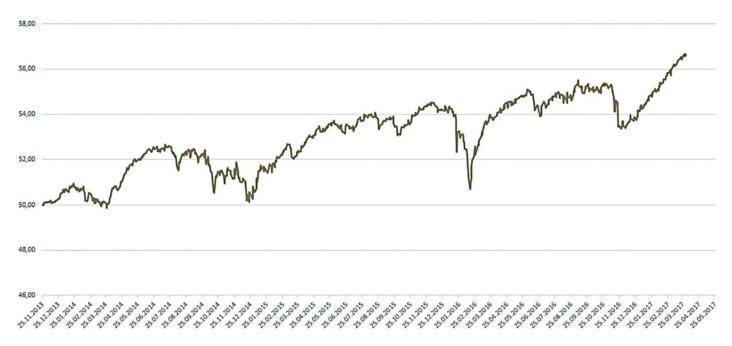
dass Banken nicht mehr in dem Maße Unternehmen mit Krediten versorgen können wie in der Vergangenheit.

Abb. 1: Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS – Entwicklung des Fondsvolumens seit Auflage in Mio. EUR



Die Ratingagentur Standard & Poor's veröffentlichte August 2013 die Ergebnisse einer Studie: So wurde festgestellt, dass bis Ende 2018 in Europa ein Gesamtvolumen von 3,5 Bio. EUR (= 3.500 Mrd. EUR) nicht mehr über Kredite finanziert werden kann und deshalb alternative Finanzierungsalternativen genutzt werden müssten. Die Politik hat hierauf bereits reagiert. Mit der Richtlinie "Bildung der Kapitalmarktunion" sollen die Zugangs-

Abb. 2: Entwicklung Fondspreis inkl. Ausschüttungen des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS (WKN A1W5T2) vom 25.11.2013 bis 28.4.2017



Quelle: KFM Deutsche Mittelstand AG

bedingungen auf den Kapitalmärkten für mittelständische Unternehmen verbessert werden.

Der Neue Markt ist passé – "neue" Aktien gibt's auch heute noch

Auf den Aktienmärkten haben sich mit dem MDax und dem SDax zwei Segmente etabliert und sind Aktieninvestoren bestens bekannt. Neben diesen Segmenten befinden sich zahlreiche andere Aktien mittelständischer Unternehmen im Freiverkehr. In diesen finden sich unter anderem auch Unternehmen, die früher mal im Marktsegment "Neuer Markt" gelistet wurden. Trotz der Schließung dieses Marktsegmentes gibt es auch heute noch Neuemissionen von Aktien wie z.B. Rocket Internet, Trivago, Uniper oder Senvion.

Nach wie vor stellt jedoch der Anleihemarkt das größte Marktsegment an den Börsen dar, auf dem sich Unternehmen finanzieren. Leider sind bei der Mehrheit der Öffentlichkeit nur Industrieanleihen wie z.B. VW, Siemens oder Lufthansa bekannt. Diese Großemissionen, die häufig ein Emissionsvolumen von 1 Mrd. EUR übersteigen, elektrisieren die Presse. Unternehmensanleihen mittelständischer Unternehmen, die zum Teil von unseren hiesigen "Hidden Champions" emittiert werden, sind für eine Meldung eher uninteressant und fristen ein Nischendasein.

Unternehmensanleihen wird es immer geben

Diese Unternehmensanleihen werden, wie auch die Aktien des Mittelstandes, in unterschiedlichen Marktsegmenten angeboten, gelistet und anschließend gehandelt. Die Börsensegmente Bondm in Stuttgart, der Mittelstandsmarkt in Düsseldorf oder der Entry Standard in Frankfurt sind Vergangenheit. Hier ist eine

Parallele zum "Neuen Markt" zu erkennen. Mittelstandsanleihen oder auch Unternehmensanleihen des Mittelstands werden allerdings auch in Zukunft noch an Börsen angeboten und gehandelt werden: Die Mehrzahl dieser Emissionen ist und bleibt eine wichtige Finanzierungsmöglichkeit für Unternehmen und eine attraktive Anlageform für Investoren. Von einem Untergang der Unternehmensanleihen des Mittelstands kann also nicht die Rede sein. Richtigerweise muss allerdings über die Schließung von Marktsegmenten an den Börsen gesprochen werden: Und das ist ein großer Unterschied.

Die KFM Deutsche Mittelstand AG überwacht derzeit 182 Emittenten mit einem Gesamtemissionsvolumen von rund 70 Mrd. EUR. Für den Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS werden nur solche Anleihen ausgewählt, die über ein attraktives Chancen-Soliditätsprofil verfügen. Hierzu wird ein spezielles Auswahl- und Überwachungsverfahren – das KFM-Scoring – eingesetzt. Nur diejenigen Anleihen, die dieses Scoring erfolgreich abschließen, schaffen es in das Portfolio und werden anschließend fortlaufend überwacht.

Fazit

Der Deutsche Mittelstandsanleihen FONDS konnte seit seiner Auflage in den vergangenen Jahren kontinuierlich über 4% pro Jahr ausschütten. Zum 11. Mai 2017 lag das Fondsvolumen bei 45,1 Mio. EUR und der ausschüttungsbereinigte Wertzuwachs über 14%. Diese Daten passen nicht zur hier und dort gespielten Untergangsstimmung. Bewertungen von MorningStar und Lipper verdeutlichen, dass mit gut ausgewählten Unternehmensanleihen des Mittelstands nach wie vor eine attraktive Rendite in Zeiten von Null- und Negativzinsen erzielbar ist. Die Welt ist eine Kugel und Mittelstandsanleihen wird es auch in Zukunft geben.



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

Interview mit Gerhard Mayer, Vorstand, und Norbert Schmidt, Leiter Unternehmensanalyse, KFM Deutsche Mittelstand AG

"Solvente und solvent bleibende Unternehmen herausfiltern"

Interview mit Gerhard Mayer, Vorstand, und Norbert Schmidt, Leiter Unternehmensanalyse, KFM Deutsche Mittelstand AG, über Schlüsselpositionen, Schlüsselinvestitionen und Schlüsselkriterien

BondGuide: Herr Schmidt, Herr Mayer, zuletzt war einmal mehr in der Presse zu lesen, "Mittelstandsanleihen werden zunehmend unattraktiver". Die BondGuide-Statistik zeigt indes: Kurse im Schnitt auf Allzeithochs, Renditen im Umkehrschluss auf Allzeittiefs – vielleicht war letzteres ja gemeint…

Schmidt: Wir können die Kursanstiege nur bestätigen. Wir sehen einerseits sukzessive Verbesserungen der Bonität bei der Breite der Emittenten, die die Kursanstiege fundamental rechtfertigen. Darüber hinaus spielen sicherlich makroökonomische Themen wie die Konjunktur, die weiter anhaltende Niedrigzinsphase sowie politische Entwicklungen eine Rolle. Relativ zu anderen Fixed-Income-Bereichen halten wir Mittelstandsanleihen für weiter attraktiv – also ein klarer Widerspruch.

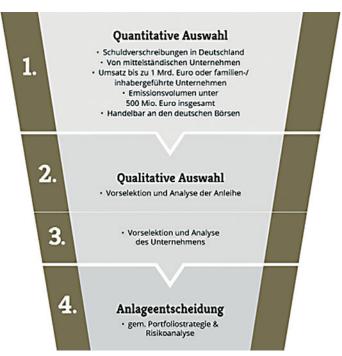
Mayer: Wir sehen in den Kursanstiegen selbstverständlich auch Chancen. Der Deutsche Mittelstandsanleihen FONDS hat bei einigen Anleihen durch sein aktives Portfolio-Management bereits Gewinne für seine Anleger realisiert. Solche vorzeitigen Verkäufe sind auch als Vertrauensbeweis darin zu sehen, weiterhin attraktive Investments zu identifizieren – und das auch bei den gestiegenen Mittelzuflüssen des Fonds in den letzten Wochen.

BondGuide: Können Sie dem Wehgeklage eigentlich beipflichten? Immerhin müssen Sie sich von Berufs wegen um KMU-Anleihen kümmern und können nicht sagen: Wir lassen einfach mal die Finger davon.

Schmidt: Wir haben es bereits angedeutet – sowohl hinsichtlich Neuemissionen als auch hinsichtlich Chancen-Soliditätsprofil sind wir weiterhin vom übergeordneten positiven Trend überzeugt. Wichtig ist mir der Hinweis, dass das Anlageuniversum über die viel zitierten Mittelstandssegmente hinausgeht!

Mayer: Wehgeklage? Ganz im Gegenteil! Wir freuen uns, dass wir so viele Anleihen von tollen Unternehmen in unserem Anlageuniversum haben. Man muss sich nur die Mühe und die Arbeit

Abb. 1: KFM-Scoring für Mittelstandsanleihen



Quelle: KFM Deutsche Mittelstand AG

machen, hier die richtigen Anleihen mit einem guten Chancen-Soliditätsprofil zu finden. Und die erfolgreiche Entwicklung des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS gibt uns recht.

BondGuide: Bis November gelang es dem KFM Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS, gefährliche Klippen zu umschiffen – dann kam die Pleite des GEWA Towers. Schlug Ihr Scoring-Modell keinerlei Alarm?

Schmidt: Im Rahmen des KFM-Scoring wurden u.a. der stockende Wohnungsverkauf sowie die kritischen Äußerungen seitens Creditreform registriert. Dem standen gegenteilige Aussagen des Managements gegenüber, an dessen Wahrheitsgehalt aufgrund der langjährigen Immobilien-Expertise der Familie seinerzeit keine Zweifel bestanden. Heute erscheint die Situation selbstverständlich in einem anderen Licht.

Mayer: GEWA ist ein gutes Beispiel dafür, wie wichtig eine breite Streuung des Portfolios ist. Das zeigt sich auch in der Ausschüttung von über 4% für das Jahr 2016 – übrigens das dritte Mal in Folge über 4%. Zudem sind wir weiterhin verhalten optimistisch, dass für das Projekt eine Investoren-Lösung gefunden wird, die nach unserer Einschätzung dazu führen sollte, dass der Schaden für Anleihegläubiger weitestgehend begrenzt bleibt.

BondGuide: Über den sog. Schlüsselpersonen-Indikator ("Management Alert") hatten wir uns schon häufiger unterhalten, auch mit z.B. Creditreform. Entwickeln Sie Ihr Scoring-Modell u.a. auch in dieser Hinsicht permanent weiter oder steht das Korsett ein für alle Mal in Stein gemeißelt?

Schmidt: Die Bewertungskriterien und deren Gewichtung sind seit ihrer Live-Schaltung mit dem Start des Fonds fest definiert. Nur so wird die Kontinuität und Vergleichbarkeit des KFM-Scoring sichergestellt. Ein Bewertungskriterium ist die Qualität des Managements. Diese berücksichtigt Themen wie Branchenerfahrung, Planstabilität, Transparenz und viele andere mehr. Von daher ist der Schlüsselpersonen-Indikator von Anfang an integriert. Die Weiterentwicklung der Analyse betrifft insbesondere die Geschäftsmodell-spezifische Definition von Kennzahlen zur Einschätzung der erwarteten betriebswirtschaftlichen Entwicklung. Und hier kann es sogar innerhalb einer Branche Unterschiede geben.

Mayer: Vor dem Start des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS wurde eine langjährige Testphase unter Realbedingungen gefahren und dabei das KFM-Scoring sowohl in der Wertpapierals auch in der Unternehmensanalyse weiterentwickelt. Auch jetzt wird es immer weiter optimiert und neuen Gegebenheiten angepasst. So kann es in der Wertpapier-Analyse z.B. flexibel auf die Änderung des Marktzinses reagieren.

BondGuide: Mit einem Fondsvolumen von aktuell ca. 45 Mio. EUR dürfte auch nicht ganz simpel sein, Gelder jederzeit liquide investieren zu können. Sind kleinere Emissionen von gesamt 10, 15 oder 25 Mio. EUR damit für KFM vom Tisch?

Schmidt: Keinesfalls! Gerade bei kleinen Emissionen bieten sich oftmals spannende Renditechancen. Wie z.B. bei der Beno Holding-Wandelanleihe mit einem Wandlungsrecht oder einer Rückzahlung zu 117,5% des Nennwerts. Große Fondsgesellschaften und institutionelle Investoren machen sich oftmals nicht die Mühe, solche kleine "Perlen" zu entdecken.

Mayer: Um eine jederzeitige Liquidität zu sichern, wurde für den Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS eine Aufteilung in Kernund Liquiditäts-Portfolio gewählt. Diese Struktur hat zum Ziel, dass gewünschte Rückzahlungen an Anleger des Fonds jederzeit umgesetzt werden können. Im Liquiditätsportfolio mit einem Anteil von etwa 25% des Fondsvolumens befinden sich – wie der Name schon sagt – liquide Anleihen größerer Emissionen. Das

Abb. 2: TOP 10 Investments zum 28.04.2017 im Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS

| Emittent | ISIN | Anteil am Fondsvermögen | |
|------------------------------|--------------|-------------------------|--|
| Metalcorp Group B.V. | DE000A1HLTD2 | 5,35% | |
| 4finance S.A. | XS1417876163 | 4,57% | |
| ALBA Group plc & Co. KG | DE000A1KQ177 | 4,24% | |
| Deutsche Rohstoff AG | DE000A2AA055 | 3,98% | |
| GRENKE AG | XS1262884171 | 3,87% | |
| Agri Resources Group S.A. | XS1413726883 | 3,66% | |
| VTG Finance S.A. | XS1172297696 | 3,47% | |
| publity AG | DE000A169GM5 | 3,40% | |
| eterna Mode Holding GmbH | DE000A2E4XE4 | 3,31% | |
| Lang & Cie. Real Estate Bet. | DE000A161YX2 | 2,98% | |

Quelle: KFM Deutsche Mittelstand AG

schafft die notwendige Flexibilität, um im Kernportfolio auch die kleinen Emissionen aufzunehmen, die hohe Renditechancen aufweisen. Darüber hinaus wird auf das bestehende Netzwerk zu OTC-Handelspartnern zurückgegriffen.

BondGuide: Werfen wir einen Blick in die Zukunft: 2018 rollt eine Welle anstehender Refinanzierungen auf den Markt zu, hatten wir 2013 doch über 50 Emissionen – darunter allerdings einige der wackeligsten, die auch bereits leistungsgestört wurden. Könnte der Markt 2018 so etwas wie "bereinigt" sein, also seine Kinderjahre und -krankheiten quasi gehäutet haben?

Schmidt: Bei einigen der leistungsgestörten oder wackeligen Emissionen war bereits vorher absehbar, dass es zu Problemen beim Emittenten kommen wird. Wir glauben, dass der Markt für solche Emittenten heute nicht mehr in dem Maße zur Verfügung stünde. In diesem Punkt könnte ich mit der Bereinigung mitgehen. Wir werden jedoch sicherlich noch den einen oder anderen Ausfall sehen, da die betriebswirtschaftliche Planung nicht in dem Maße wie avisiert eintritt. Deshalb gilt es weiterhin, mit viel Fleiß und Disziplin die solventen und solvent bleibenden Unternehmen herauszufiltern.

Mayer: Eine erste Bereinigung hat ja bereits stattgefunden. Wenn wir einen Blick zurück und in die Zukunft werfen, ist doch festzustellen, dass die Mehrzahl der Unternehmen verantwortungsvoll mit dem Geld der Anleger umgegangen ist und pünktlich Zinszahlungen und Tilgung geleistet wurden. Zusätzlich gibt es auch viele Beispiele für mittelständische Unternehmen, die ihre Refinanzierung so früh und zu so attraktiven Konditionen abgeschlossen haben, dass sie ihre Anleihen sogar vorzeitig – oftmals zu Kursen über pari – gekündigt haben. Um nur einige Beispiele zu nennen: Die ALBA Group hat ihre Anleihe vorzeitig gekündigt, genauso wie eterna Mode. Auch die Deutsche Rohstoff AG hat ihre Anleihe mit Laufzeit bis 2018 schon jetzt zum großen Teil vorzeitig zurückgezahlt. Der Deutsche Mittelstandsanleihe FONDS konnte für seine Anleger hier neben den Zinsen auch Kursgewinne realisieren.

BondGuide: Meine Herren, vielen Dank an Sie beide für die aufschlussreichen Einblicke!

Das Interview führte Falko Bozicevic.



PLATZIERUNG & HANDEL

von Manuel Rekittke, Senior Account Manager, EQS Group AG

Neue Anforderungen beim Insiderrecht

Vorsicht vor den Fallstricken!

Für die Emittenten von Anleihen heißt es Farbe bekennen – in den Jahren 2017 und 2018 müssen laut Beratungsgesellschaft Capmarcon allein Mittelstandsanleihen mit einem Volumen von rund 2,5 Mrd. EUR getilgt werden. Ein harter Wettbewerb um Fremdkapital ist damit vorprogrammiert. Bestehen können dabei nur die Unternehmen, die mit Transparenz überzeugen und alle Anforderungen der EU-Marktmissbrauchsverordnung (MAR) erfüllen – vor allem bei den ohnehin schon verschärften Insiderregelungen lauern jedoch Fallstricke, denn die BaFin hat nach Inkrafttreten der MAR noch neue Anforderungen auf den Weg gebracht.

Stellen Sie sich einmal vor, Sie sind Insider bei einem Anleihe-Emittenten und haben einen Zweitwohnsitz an der Côte d'Azur. Dann können Sie in Zukunft nicht mehr unbedingt davon ausgehen, dass Sie die Sommersonne an der französischen Mittelmeerküste unbehelligt und in Ruhe genießen können. Denn zumindest die Bundesaufsicht für Finanzdienstleistungen kennt in Zukunft Ihre "vollständige Privatadresse" – und kann Sie damit theoretisch jederzeit erreichen.

Zu der vollständigen Adresse gehört laut den FAQs zu Insiderlisten nach Art. 18 der Marktmissbrauchsverordnung (Stand 13. Januar 2017) nun gegebenenfalls auch der Zweitwohnsitz, "um eine lückenlose Aufsicht zu gewährleisten". Den Aufsichtsbehörden kann sich der Insider mittlerweile auch nicht mehr entziehen, indem er das Handy, das er bei der Erfassung der personenbezogenen Daten angegeben hat, einfach ausstellt und ein anderes privates Mobilfunkgerät nutzt. Denn auch über dessen Existenz will die BaFin Bescheid wissen und fordert die Angabe weiterer Telefonnummern.

Teufel steckt häufig im Detail

Es sind teilweise nur Kleinigkeiten, die die Emittenten aber vor neue Herausforderungen stellen. Das Erfassen und Verwalten der zusätzlichen personenbezogenen Daten beispielsweise verursacht zusätzlichen organisatorischen Aufwand. Denn die Angaben zu Insidern, die seit Inkrafttreten der MAR abgefragt



Die BaFin hat nach Inkrafttreten der MAR noch neue Anforderungen auf den Weg gebracht. Illustration: bittedankeschn – Fotolia.com

werden, sind ohnehin schon deutlich umfassender als zuvor durch § 14 WpAIV gefordert: Neben dem vollständigen Namen und gegebenenfalls dem abweichenden Geburtsnamen, der Geschäfts- und vollständigen Privatadresse sowie den Telefonnummern werden auch die Funktion, der Grund für die Insidereigenschaft sowie – unter Umständen – die nationale Identifikationsnummer abgefragt.

Es stellt sich für die Emittenten aber nicht nur die Frage, wie sie diese neuen Anforderungen erfüllen, sondern vor allem, wie sie überhaupt Kenntnis von nachträglichen Änderungen der gesetzlichen Grundlagen erhalten. Denn teilweise ist das Thema "Führen der Insiderlisten" nicht in der Investor-Relations-Abteilung oder in den Bereichen Legal und Compliance aufgehängt, sondern beim Vorstand, der Vorstandsassistenz oder der Personalabteilung. Diese haben aufgrund vielfältiger anderer Aufgaben häufig gar nicht die erforderlichen Ressourcen, um regelmäßig Kontakt zu den Aufsichtsbehörden zu halten, die BaFin-FAQ zu verfolgen oder sich über die Webseite der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) auf dem Laufenden

Erfassung Ihrer Person in der Liste der Personen, die Führungsaufgaben für die - Emittentenname -

wahrnehmen, sowie der Personen, die zu diesen in enger Beziehung stehen

Aufklärung nach Artikel 19 Abs. 5 Satz 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung, MAR)

- Vollständiger Name und Adresse der Person mit Führungsaufgaben -

Sehr geehrte Frau - Name -

gem. Artikel 19 Abs. 5 Satz 2 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) ist die

- Emittentenname -

("die Emittentin") dazu verpflichtet, eine Liste der Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie der Personen, die zu diesen in enger Beziehung stehen, aufzustellen ("Führungspersonenliste").

Wir möchten Sie darauf hinweisen, dass wir Sie aufgrund der von Ihnen wahrgenommenen Führungsaufgaben bei der Emittentin in diese Führungspersonenliste aufgenommen haben.

Aus diesem Grund obliegt uns gemäß Art. 19 Abs. 5 Satz 1 MAR Ihnen gegenüber eine beson-

Die Angaben zu Insidern, die seit Inkrafttreten der MAR abgefragt werden, sind deutlich umfassender als zuvor durch § 14 WpAIV gefordert.

zu halten. Das ist jedoch erforderlich, um Neuerungen, die häufig auch noch Interpretationsspielraum lassen, gesetzeskonform zu erfüllen.

Nicht selten steckt der Teufel im Detail: Und manchmal ist dieses Detail nur ein einziges Wort. Im Amtsblatt der Europäischen Union vom 21. Oktober 2016 wurde Artikel 8 Absatz 3 MAR berichtigt und "Anstiftung" durch "Verleitung" ersetzt, was dann auch in den Belehrungsschreiben abgebildet werden muss.

Weitere Fragen offen

Drei Monate nach Inkrafttreten der EU-Marktmissbrauchsverordnung herrschte, wie eine Umfrage der EQS Group unter börsennotierten Unternehmen zeigte, noch große Unsicherheit bei Emittenten, was die Umsetzung der Publizitätspflichten und des Insiderrechts betrifft. Dass auch heute noch längst nicht alle Fragen beantwortet sind, zeigt beispielsweise folgende Tatsache: Auch in den vergangenen Wochen wurden von Emittenten noch fehlerhafte Insiderinformationen veröffentlicht, die keine Angaben zur "Mitteilenden Person" enthielten. Oder es fehlten Definitionen von Kennzahlen, die bei der Veröffentlichung der Insiderinformationen verwendet wurden.

Die BaFin hat es – nach unserer Kenntnis – bisher bei Ermahnungen belassen. Darauf sollten die Emittenten jedoch in Zukunft nicht vertrauen, denn der MAR-Strafenkatalog erlaubt bei Verstößen teils drakonische Sanktionen.

Auf Nummer sicher gehen

Für Anleihe-Emittenten ist es deshalb genauso wichtig wie für die Emittenten von Aktien, die in einem MTF oder OTF gehandelt werden, beim Führen der Insiderlisten und der Erfüllung der anderen Insiderregelungen auf Nummer sicher zu gehen: Dazu bedarf es auf der einen Seite qualifizierter Mitarbeiter, die sich beständig der MAR und deren Auswirkungen widmen sollten. Zum anderen stehen natürlich auch Anwälte bereit, die auf Kapitalmarktthemen spezialisiert sind.

Umsetzung und Verantwortung liegen jedoch auch dann weiterhin in den Händen der Emittenten und binden Ressourcen. Meldepflichten-Dienstleister, die in der Regel im ständigen Austausch mit den Aufsichtsbehörden stehen, sorgen ebenfalls für eine gesteigerte Rechtssicherheit. Sie bieten einen umfassenden Service und effiziente Lösungen, die alle Pflichten und auch Änderungen der Anforderungen umgehend abbilden.

Und mit Adjustierungen bei den gesetzlichen Regelungen ist wohl auf jeden Fall noch zu rechnen. Indirekt hat die BaFin sie auch schon angekündigt. Im Schlusssatz der letzten FAQ zu den Insiderlisten wird die Überarbeitung des Emittentenleitfadens angekündigt, allerdings müsse sich erst zu "den Neuregelungen eine Verwaltungspraxis herausbilden". Das zeigt, dass nicht nur die Emittenten bei der MAR Neuland betreten haben…



PLATZIERUNG & HANDEL

Interview mit Klaus Helffenstein, Vorstand, Valora Effekten Handel AG

"Jahrelange Odyssee mit Banken"

Bond*Guide* im Gespräch mit Klaus Helffenstein über Kurse, Kursmanipulationen, fortgeführte Kurse – und das "blinde" Auge der Justiz

BondGuide: Herr Helffenstein, zunächst generell: Welche Unterschiede gibt es zwischen börslichem und außerbörslichem Handel wie bei Valora?

Helffenstein: Wie es der Name schon sagt, findet der Handel bei VALORA außerhalb der Börsen statt. Das hat für die Gesellschaften den Vorteil, dass es viel weniger Auflagen zu beachten gilt als bei einer Börsennotiz. Seit nun auch noch die MAR bis hinunter zum Freiverkehr die Anforderungen an die Gesellschaften massiv erhöht hat, ist der Trend zum Delisting ausgebrochen. Die Gesellschaften werden dann bei uns außerbörslich weiter gehandelt, um Aktionären im Streubesitz eine gewisse Handelbarkeit zu ermöglichen.

BondGuide: Sehen Sie eine realistische Möglichkeit, dass ich bei meiner Direktbank irgendwann im Auswahlmenü auch "Valora" zur Auswahl anklicken könnte?

Helffenstein: Da wir nicht an die Bankensysteme angeschlossen sind, ist das technisch unmöglich. Zudem handeln wir auch viele Aktien, die in einem Zwischenscheinregister verwahrt werden, im sog. Aktionärsbuch. Die sind dann gar nicht girosammelverwahrungsfähig lieferbar. Wir handeln mit einigen Direktbanken schon seit vielen Jahren. Das geht aber stets via Telefon: der gute alte Telefonhandel eben.

Wie es der Name schon sagt, findet der Handel bei VALORA außerhalb der Börsen statt. Das hat für die Gesellschaften den Vorteil, dass es viel weniger Auflagen zu beachten gilt als bei einer Börsennotiz.



Handelsraum der Valora Effekten Handel AG Foto: © Valora Effekten Handel AG

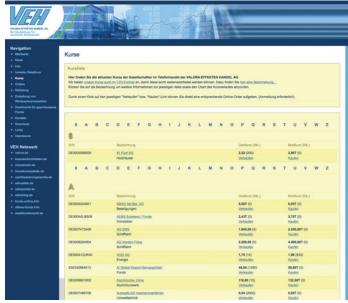
BondGuide: Es gibt häufiger mal mehr oder minder seriöse Kaufangebote für Aktien oder Anleihen, die kommen mit der Post zu Privatanlegern. Wäre da nicht ein Blick auf Valora die bessere Alternative?

Helffenstein: Selbstverständlich. Leider sind viele Aktionäre mit dem Thema wenig befasst und vertrauen auf das von der Bank angelieferte Material. Dass das seitens der Bank ohne Prüfung und Kommentar einfach an jeden Aktionär weitergeleitet wird, verursacht die Misere.

BondGuide: Die weiterleitenden Banken machen es sich da offenbar leicht, und kaum ein Privatanleger kennt sich gut genug aus. Aber können oder dürfen die Banken z.B. einen Hinweis auf außerbörslichen Handel ihrer Papiere anbringen?

Helffenstein: Zum Schutz ihrer Kunden müssten die Banken das sogar tun! Mit einem Hinweis auf die aktuellen Kurse bei VALORA wäre das Problem vom Tisch. Unsere Kurse sind für die Banken überall abrufbar. Wir haben sogar einen eigenen Börsenfeed, der dort abgerufen werden kann: WSS Batch Kursdienste Quelle "GDQ". Auch auf den REUTERS-Seiten "VEHKURSE" und auf





Anleger können jederzeit die bei Valora aufgerufenen Kurse unter http://valora.de/valora/kurse einsehen.

Foto: © Valora Effekten Handel AG

den vwd-Seiten unter "VALORA". Mit einer Einbindung der Kurse in die Depotbestände hätte der ganze Spuk ein Ende.

Wenn Banken bei der Weitergabe von Kaufangeboten auf unsere aktuellen Kurse verweisen würden, wäre das Problem unseriöser Angebote sofort gelöst.

Denn wer nimmt schon ein Kaufangebot an, das meistens 50% oder mehr unter dem Marktpreis liegt?

BondGuide: Warum werden die Kunden bei Kaufangeboten zu Dumping-Preisen dann jedoch nicht seitens der Banken/WM-Daten auf die meist viel höheren Kurse in Ihrem Haus hingewiesen? Helffenstein: Wir haben in der Sache eine jahrelange Odyssee hinter uns. Trotz der aktiven Unterstützung der Schutzvereinigungen DSW und SdK sowie namhafter Adressen und einschlägiger Gutachten kommt es nach wie vor durch die fehlende Einbindung unserer Kurse in die Bankensysteme zu diesen unseriösen Kaufangeboten. Selbst der direkte unmittelbare Hinweis bei WM-Daten fand bisher kein Gehör. Es werde geprüft, heißt es dort. Es wäre ein Leichtes, einfach bei der Weitergabe der Kaufangebote auf unsere aktuellen Kurse/unseren Handel hinzuweisen. Schon

wäre dem Treiben ein Ende gesetzt. Denn wer nimmt schon ein Kaufangebot an, das meistens 50% oder mehr unter dem Marktpreis liegt?

BondGuide: Im RevisionsPraktiker 01/2016 gibt es auf Seite 270 einen Hinweis zum Thema "Prüfung schlummernder weiterer Haftungsrisiken" bei den Banken. Den Revisoren der Banken wurden darin erhebliche Risiken aufgezeigt. Worauf bezieht sich dieser Artikel?

Helffenstein: Es gab zum Thema Informationspflicht der Banken ein Gutachten von Prof. Dr. Schwintowski von der Humboldt-Universität zu Berlin. Es kommt zu dem klaren Ergebnis, dass gegenüber Beratern, die weder diese Prüfung durchgeführt noch einen entsprechenden Hinweis gegeben hatten, aufgrund nicht anleger- und anlagegerechter Beratung ein Haftungstatbestand nach § 280 Abs. 1 BGB vorliegt, der den Ersatz des positiven Schadens bedingt. Selbst die ungeprüfte Weitergabe des Kaufangebotes an die Kunden reiche schon aus. Geändert hat sich danach aber offensichtlich auch nichts: Bleibt abzuwarten, bis einmal der erste Geschädigte gegen seine Bank auf Schadensersatz klagt.

BondGuide: Warum reagiert die BaFin nicht auf diese Machenschaften? Es scheint doch eine klare Abzocke unwissender Aktionäre, bzw. das schonungslose Ausnutzen eines maroden Bankensystems, zu sein.

Helffenstein: Wir nehmen unsere Sorgfaltspflichten sehr ernst und haben schon mehrfach auf diesen Missstand bei der BaFin hingewiesen: Bisher erfolgte jedoch kein Einschreiten.

BondGuide: Und wie steht es mit der MAR?

Helffenstein: Die Marktmissbrauchsverordnung drängt viele Gesellschaften weg von der Börse, da die zusätzlichen Auflagen und damit bei Missachtung der Auflagen die Haftungsrisiken der Vorstände und Aufsichtsräte nahezu unüberschaubar werden. Wir gehen davon aus, dass sich noch einige Gesellschaften mehr von der Börse zurückziehen, sobald die ersten Strafzahlungen wegen Missachtung der MAR eintrudeln.

BondGuide: Zum Verständnis: Wer kommt eigentlich für Kosten auf, wenn Wertpapiere eines Emittenten zum Handel bei Valora verfügbar sind – der Emittent selbst oder wer?

Helffenstein: Alle von der Börse delisteten Wertpapiere übernehmen wir sofort nach der Delistung gratis in unseren Handel. Alle anderen Gesellschaften, bzw. diejenigen, die eine umfassendere Betreuung wollen, schließen mit uns einen individuellen Handelsvertrag. Unsere Kurse und die Nachrichten unserer Handelspartner sowie die HV-Berichte liefern wir an fast alle namhaften Finanzportale. Für die neutralen HV-Berichte haben wir seit Anbeginn unserer Gesellschaft eine Kooperation mit dem Nebenwerte-Journal und seit diesem Jahr auch mit GSC-Research. Das kostet natürlich alles etwas.

BondGuide: Herr Helffenstein, besten Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Falko Bozicevic.



RESTRUKTURIERUNG

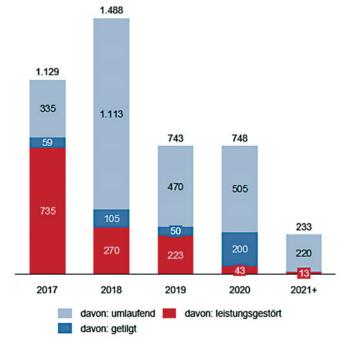
von Frank Günther, Managing Director, Markus Held, Managing Director, Benjamin Bischoff, Analyst, One Square Advisors GmbH

Refinanzierung von Mittelstandsanleihen

Auf dem Weg zwischen Skylla und Charybdis

Die Krise der Mittelstandsanleihen ist hinreichend bekannt. Auch was die Fälligkeiten in 2017 angeht, ist die Messe weitgehend gelesen. Weitere Spannung versprechen allerdings 2018 und die folgenden Jahre mit kumulierten Fälligkeiten von über 3 Mrd. EUR Nominalvolumen.

Abb. 1: Fälliges Volumen Mittelstandsanleihen 2017 bis 2021+ (in Mio. EUR)



Quelle: One Square Advisors

Schon heute sind ca. 500 Mio. EUR oder 20% des fällig werdenden Anleihevolumens leistungsgestört. Das negative Sentiment im Markt erschwert zunehmend auch den gesunden und bonitätsmäßig guten Emittenten die Refinanzierung. Die Platzierung neuer Anleihen, die Ablösung durch Banken oder Kreditfonds und die Refinanzierung durch alternatives Fremdkapital scheidet in der Regel aus. Erfolgreiche Refinanzierungen wie bei eterna bilden eher die Ausnahme als die Regel.

Zusätzlicher Druck entsteht durch Banken oder andere Finanzierungspartner, die frühzeitig vor Fälligkeit der Anleihe ein schlüssiges Refinanzierungskonzept einfordern. Auch wichtige Geschäftspartner, Kunden oder Lieferanten sind durch die Öffentlichkeit der Anleihefälligkeit und der vielen Ausfälle oft bereits auf das Thema sensibilisiert und nervös. Gleiches gilt für den Wirtschaftsprüfer, der in der Regel 24 Monate vor Fälligkeit ein Refinanzierungskonzept erwartet, um eine positive Fortführungsprognose zu bescheinigen und einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk ausstellen zu können.

Letztlich verbleibt zusätzliches Eigenkapital des Eigentümers oder die Aufnahme neuer Investoren als Option. Für beides ist der Preis hoch – und bei einem neuen Investor droht in der Regel auch Kontrollverlust. In dieser Situation lohnt sich der Blick auf die Optionen, die das Schuldverschreibungsgesetz bietet.

Chance Schuldverschreibungsgesetz

Das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) ermöglicht es Emittenten, alle Anleihebedingungen wie Laufzeit, Zinssatz, Besicherung, Covenants und sogar die Höhe der Hauptforderung einvernehmlich mit ihren Anleihegläubigern zu ändern. Dazu bedarf es bestimmter Quoren und Mehrheiten in einer Gläubigerversammlung. Ohne hier in die Details zu gehen: One Square hat in allen bisherigen Gläubigerversammlungen die erforderlichen Quoren und Mehrheiten erreicht.

Was liegt also näher, als die bestehenden Anleihen mit den Investoren zu refinanzieren, die bereits in der Anleihe investiert sind? Sowohl Emittent als auch Investor haben dasselbe Interesse: den Erhalt des Unternehmens und der Werthaltigkeit des Investments.

Das SchVG bietet dafür nahezu unbeschränkte Flexibilität und einen breiten Gestaltungsraum, Anleihebedingungen auf die Unternehmenswirklichkeit und die Schuldendienstfähigkeit des Emittenten anzupassen. Dabei kann man die einzelnen Optionen im Wesentlichen anhand der Kriterien Marktgängigkeit und Härtegrad abschichten:

Refinanzierungsmodelle

In der Praxis haben sich v.a. vier Modelle durchgesetzt:

- Laufzeitverlängerung,
- "A&A Aufwertung und Anpassung",
- Debt-to-Equity Swap sowie
- · das Abfindungsmodell

Neben dem Härtegrad der von den Anleihegläubigern abverlangten Zugeständnisse bei der Änderung der Anleihebedingungen sind die korrespondierenden Gegenleistungen des Emittenten bzw. der Eigentümer der wesentliche Unterschied bei diesen Modellen.

Die weiche und in der Regel unproblematisch umzusetzende Option ist die reine Laufzeitverlängerung, bei der die Fälligkeit der Anleihe der Tilgungsfähigkeit angepasst und um einen flexibel festzulegenden Zeitraum verlängert wird. Dabei können zusätzliche Optionen, wie Teiltilgungen oder Call- und/oder Put-Optionen für Anleiheinvestoren sowie Emittenten vereinbart werden. Die Bestätigung der positiven Fortführungsprognose durch einen Independent Business Review (IBR) erleichtert die Zustimmung der Anleihegläubiger, ist aber nicht zwingend notwendig.

Bei der Anpassung und Aufwertung der Anleihe, dem sogenannten "A&A-Modell", werden die Anleihebedingungen an die operative



Foto: CrazyCloud - Fotolia.com

Performance und die Schuldendienstfähigkeit des Emittenten angepasst. Dabei wird neben der Laufzeit in der Regel auch eine Anpassung der Zinsen vorgenommen. Auch hier besteht volle Flexibilität von einer einfachen Reduktion des Zinssatzes bis hin zur kompletten Stundung. Die Zustimmung der Anleihegläubiger setzt üblicherweise eine Gegenleistung voraus. Diese kann durch eine Aufholung der Zinsen über die Fälligkeit, aber auch durch die Stellung von Sicherheiten oder das Einräumen von Informationsrechten oder Covenants erreicht werden.

Besteht die Notwendigkeit, die Hauptforderung der Anleihe anzupassen bzw. die Anleihe ganz oder teilweise abzulösen, ist der

Anzeige

Kapitalmarktrecht. Sonst nichts.

www.gk-law.de



Fondskonzeption

Prospektierung

KAGB-Beratung

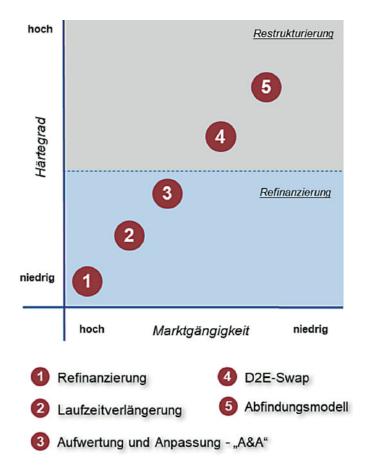
Gündel & Katzorke Rechtsanwalts GmbH

Theaterplatz 9 37073 Göttingen Tel.: +49 551 789 669-0 Fax: +49 551 789 669-20 E-Mail: info@gk-law.de

Internet: www.gk-law.de



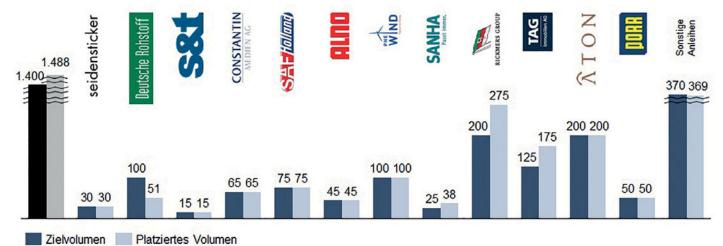
Abb. 2: Restrukturierungsoptionen



Quelle: One Square Advisors

Debt-to-Equity-Swap (D2E-Swap) eine weitere Option. Dabei verzichten Anleihegläubiger ganz oder teilweise auf ihre Forderungen und erhalten dafür Eigenkapital. Alternativ kann der Gesellschafter oder ein Dritter im Rahmen des Abfindungsmodells den Anleihegläubigern ein Abfindungsangebot unterbreiten. Dabei wird Anleihegläubigern eine Barkomponente zur sofortigen Abfindung der Anleihe gezahlt. Selbstverständlich sind die Modelle auch kombinierbar.

Abb. 3: Ausgewählte Fälligkeiten 2018 (in Mio. EUR)



Quelle: One Square Advisors

Wie bereits erläutert bedürfen alle dargestellten Modelle der Zustimmung der bestehenden Anleihegläubiger.

Restrukturierung in Eigenverwaltung

Während die oben dargestellten Modelle die bestehende Anleihe mit ihrer Gläubigerstruktur nutzen und den Emittenten sowie ihre Eigentümerstruktur grundsätzlich erhalten, bietet eine Restrukturierung in Eigenverwaltung sehr viel umfangreichere Gestaltungsmöglichkeiten. Sind die Refinanzierungsmodelle über das SchVG nicht darstellbar oder schlicht zu spät eingeleitet, bleibt häufig nur die Restrukturierung in der Insolvenz.

In der Eigenverwaltung behält das Management die Kontrolle, werthaltige Geschäftsanteile bleiben erhalten, Verbindlichkeiten sowie operative Strukturen werden bereinigt. Voraussetzung für den Erhalt des Eigenkapitals ist allerdings auch hier ein entsprechender Beitrag der Eigentümer sowie die Zustimmung der Gläubiger.

"Es gibt nichts Gutes, außer man tut es"

Der Gesetzgeber hat mit dem Schuldverschreibungsgesetz optimale und hochflexible Rahmenbedingungen für die Refinanzierung von Unternehmensanleihen geschaffen. Das Erfolgsgeheimnis liegt dabei in der Regel nicht in der Gestaltung der Refinanzierungsoption, sondern darin, die Zustimmung der Anleihegläubiger zu den vorgeschlagenen Maßnahmen zu erhalten.

Verständnis der Gläubigermotivation, Zugang zu institutionellen Schlüsselinvestoren, Einbindung der Gläubigerschutzvereinigungen und Kleinanleger sowie die richtige Kommunikation sind die Schlüssel für den Erfolg.

Festzuhalten bleibt: Die "klassische" Refinanzierung von Mittelstandsanleihen ist zunehmend schwerer, wenn nicht unmöglich geworden. Das SchVG bietet jedoch einen guten und inzwischen erprobten Weg durch die Klippen und Untiefen des Kapitalmarktes. One Square hat für mittlerweile über dreißig Mittelstandsanleihen Refinanzierungskonzepte entwickelt, Emittenten wie Investoren in der erfolgreichen Umsetzung begleitet und dabei neue Modelle zur Refinanzierung von Mittelstandsanleihen etabliert.

REAL ESTATE

MEHR RENDITE DURCH FRÜHEN ZUGANG

youmex finanziert Immobilien-Projektentwickler mit Mezzanine Kapital über ein langjährig aufgebautes Investorennetzwerk. Als Frühphasenfinanzierer kennen wir interessante Immobilien-Investments, bevor sie publik werden.

Nutzen Sie unseren Zugang in den Assetklassen Wohnen, Shopping, Büro, Logistik und Hotels. Investieren Sie über uns in Mezzanine-Finanzierungen oder in die Erweiterung Ihres Anlage-Portfolios durch Erwerb.



www.youmex.de - Real Estate





RESTRUKTURIERUNG

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

Anleiherestrukturierung im Jahr 2017

Aktuelle Trends und Entwicklungen

Die Refinanzierungswelle im Bereich der Unternehmensanleihen steuert auf ihren Höhepunkt zu. Der steigende Refinanzierungsdruck führt unweigerlich dazu, dass sich zahlreiche Emittenten spätestens jetzt näher mit den Möglichkeiten zur Restrukturierung der von ihnen emittierten Anleihen auseinandersetzen müssen – allen Verwerfungen am Markt für Unternehmensanleihen zum Trotz.

Anlass genug für uns, überblickmäßig aktuelle Trends und Entwicklungen der Anleiherestrukturierung darzustellen.

Bondholder Activism

Die bei Aktiengesellschaften in Deutschland erkennbare steigende Bedeutung aktivistischer Aktionäre, die zunehmend - insbesondere in Hauptversammlungen – aktiv Einfluss auf die Ausrichtung und Unternehmensstrategie nehmen wollen, hat längst auch den Bereich der Anleihenrestrukturierung erreicht. Institutionelle Investoren und auch Gruppen von Anlegern, die konzertiert zusammenwirken, spielen eine bedeutende Rolle bei der Erarbeitung und Umsetzung von Lösungsansätzen zur Sanierung von kriselnden Anleiheemittenten. Aufgrund der schuldverschreibungsrechtlichen Beschlussfähigkeits- und Mehrheitserfordernisse ist eine Sanierung gegen den Willen solcher aktivistischer Anleihegläubiger(gruppen) oftmals nicht möglich. Im Interesse der Transaktionssicherheit kann es mithin sinnvoll sein, aktivistische Anleihegläubiger bereits frühzeitig in die Erarbeitung eines Konzepts zur Anleiherestrukturierung einzubinden und mit diesen konsensuale Lösungen zu erreichen.

Steigende Bedeutung der Insolvenzplansanierung

In einem Regelinsolvenzverfahren mit dem Ziel der Abwicklung sind auch Anleihegläubiger grundsätzlich darauf beschränkt, ihre Forderungen selbst bzw. durch einen gemeinsamen Vertreter zur Insolvenztabelle anzumelden. Soll die Sanierung eines Anleiheemittenten hingegen durch einen Insolvenzplan unter Fortbestand des Unternehmens erfolgen, nehmen die Anleihegläubiger durch die Ausübung ihres Stimmrechts aktiv an der Gesamtsanierung teil und wirken durch ihre Sanierungsbeiträge daran mit. Im gestaltenden Teil eines Insolvenzplans (§ 221 InsO) kann die

Rechtsstellung der Anleihegläubiger modifiziert werden – insbesondere ist im Insolvenzplanverfahren auch die Anleihenrestrukturierung durch einen Debt-Equity-Swap umsetzbar. Ohne Beteiligung der Anleihegläubiger und einen kollektiven Forderungsverzicht wäre die Insolvenzplansanierung nicht möglich.

Praxisfälle aus jüngster Zeit (u.a. KTG Energie AG, Laurèl GmbH) verdeutlichen die steigende Bedeutung der in das Gesamtkonzept einer Insolvenzplansanierung eingebetteten Anleihenrestrukturierung.

Vergütung des gemeinsamen Vertreters in der Insolvenz

Der insolvenzrechtliche Senat des BGH hat sich jüngst mit der im Schrifttum kontrovers diskutierten Frage der Vergütung eines gemeinsamen Vertreters im Insolvenzverfahren auseinandergesetzt. Überraschend hat der BGH in seinem Urteil vom 12.01.2017 (Az. IX ZR 87/16) gegen die bis dato ganz herrschende Auffassung in der Literatur entschieden, dass die Vergütung eines gemeinsamen Vertreters nach Insolvenzeröffnung nicht automatisch vorab aus der Insolvenzmasse gezahlt werden muss. Der gemeinsame Vertreter vertrete nur die Anleihegläubiger, eine automatische Belastung der Insolvenzmasse und damit aller Gläubiger sei daher nicht immer gerechtfertigt.

Der fortbestehende Refinanzierungsdruck zahlreicher Emittenten lässt für die zweite Jahreshälfte 2017 eine Reihe von Anleihegläubigerversammlungen erwarten.



Die nötige Refinanzierung von Mittelstandsanleihen brachte schon viele Unternehmen ins "Straucheln". Foto: © Elnur Amikishiyev – Fotolia.com

Aus Sicht des BGH ist es aber auch künftig zulässig, durch eine Vereinbarung zwischen Insolvenzverwalter und gemeinsamem Vertreter eine Masseverbindlichkeit nach § 55 I Nr. 1 Fall 1 InsO zu begründen. Auf dieser Basis kann dann der gemeinsame Vertreter vorab aus der Masse vergütet werden, wenn sich seine Tätigkeit insgesamt positiv auf die Insolvenzmasse auswirkt. Dies ist z.B. dann der Fall, wenn ein Rechtsanwalt mit besonderer Expertise im Kapitalmarkt- und Schuldverschreibungsrecht das Amt des gemeinsamen Vertreters übernimmt und im Rahmen seiner Tätigkeit auch Rechtsberatung erbringt, sodass ein Insolvenzverwalter auf die Einschaltung externer Rechtsanwälte für die betreffenden Themenkomplexe verzichten kann.

Sanierung des Sanierungserlasses

Bei der Sanierung insolvenzgefährdeter Unternehmen leistete bisher regelmäßig auch der Fiskus seinen Sanierungsbeitrag. Nach einem Erlass des Bundesfinanzministeriums (BMF) aus dem Jahre 2003 konnten Sanierungsgewinne von der Ertragsteuer (i.d.R. Körperschaft- und Gewerbesteuer) befreit werden. Dieser Sanierungserlass des BMF verstößt nach einer aktuellen Entscheidung des Großen Senats des Bundesfinanzhofs (BFH) allerdings gegen den Grundsatz der Gesetzmäßigkeit der Verwaltung (Art. 20 III GG, § 85 AO). Die Entscheidung des BFH ist von grundlegender Bedeutung für die Sanierungspraxis in Deutschland und hat eine jahrelang gelebte Praxis bei außerinsolvenzlichen Unternehmenssanierungen beendet. Die mögliche Steuerprivilegierung im Rahmen der Sanierung ermöglicht oftmals überhaupt erst das wirtschaftliche Überleben existenzgefährdeter Unternehmen.

Für akut existenzgefährdete Unternehmen besteht derzeit große Rechtsunsicherheit, da die zuständigen Finanzämter und Kommunen aktuell keine verbindlichen Auskünfte für Steuererlasse erteilen. Momentan gibt es viele Überlegungen, wie im Einzelfall mit der geänderten Rechtslage umgegangen werden kann. In jedem Fall ist der Gesetzgeber aufgerufen, schnellstmöglich durch eine Neuregelung die Steuerfreiheit von Sanierungsgewinnen zu ermöglichen und damit den Rahmen für erfolgreiche Unternehmenssanierungen wiederherzustellen. Der Bundesrat hat hierzu in Abstimmung mit Bundesfinanzminister Dr. Wolfgang Schäuble Anfang März 2017 bereits einen Vorschlag für eine gesetzliche Regelung zur Steuerbegünstigung von Sanierungsgewinnen unterbreitet. Auch Bundesjustizminister Heiko Maas hat jüngst eine schnelle Lösung versprochen.

Fazit

Die Anleiherestrukturierung – sowohl außergerichtlich als auch vermehrt im Rahmen von Insolvenzplansanierungen – bleibt auch im Jahr 2017 en vogue. Der fortbestehende Refinanzierungsdruck zahlreicher Emittenten lässt für die zweite Jahreshälfte 2017 eine Reihe von Anleihegläubigerversammlungen erwarten, auf denen konkrete Maßnahmen zur Restrukturierung der jeweiligen Anleihen beschlossen werden können. Hierbei werden sich die Emittenten mit den aktuellen Entwicklungen und Trends der Anleiherestrukturierung, insbesondere der Zunahme des Bondholder Activism, auseinandersetzen müssen.





RESTRUKTURIERUNG

von Dr. Mirko Sickinger, LL.M., Rechtsanwalt und Partner Lena Pfeufer, Rechtsanwältin und Senior Associate Heuking Kühn Lüer Wojtek

Anleiherestrukturierung in der Praxis

Die Kombination aus Restrukturierung und Beteiligung eines strategischen Investors

Die erfolgreiche Restrukturierung einer Unternehmensanleihe unter Anwendung der Regelungen des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) ist in der Praxis oft auch Grundlage für eine erfolgreiche Sanierung des gesamten Unternehmens. Denn insbesondere bei mitteständischen Unternehmen stellt die Unternehmensanleihe nicht selten den größten Teil der Fremdverbindlichkeiten des Unternehmens dar.

Eine Anleiherestrukturierung kommt insbesondere dann in Betracht, wenn bereits ein Insolvenzplanverfahren eröffnet wurde. Die Anleiherestrukturierung ist dann als Teil der Sanierung im Insolvenzplan vorgesehen. Denkbar ist insbesondere, die Restrukturierung einer Unternehmensanleihe nach dem SchVG mit der Beteiligung eines strategischen Investors an der Sanierung zu kombinieren, um so den Geschäftsbetrieb des Unternehmens insgesamt auf neue Füße zu stellen. Konkret werden im Wege einer übertragenden Sanierung die Assets der Gesellschaft auf ein neues Unternehmen übertragen, an dem der strategische Investor mehrheitlich beteiligt ist und welches den Geschäftsbetrieb im Wesentlichen weiterführt. Alternativ kann ein Investor durch den Insolvenzplan auch alle Anteile an dem Emittenten der Anleihe und die Forderungen aus der Anleihe selbst erwerben.

Zur Umsetzung der Sanierung wird der Gemeinsame Vertreter regelmäßig von der Anleihegläubigerversammlung ermächtigt, etwa erforderliche Restrukturierungsmaßnahmen betreffend die Anleihe vorzunehmen.

Besondere Herausforderungen für den Berater

Besondere Herausforderungen für den Berater ergeben sich in diesen Fällen aus dem Zusammenspiel der Abläufe des Insolvenzverfahrens, des M&A-Prozesses für die Beteiligung des strategischen Investors und der Durchführung von Gläubigerversammlungen nach dem SchVG, die im Gesamtsanierungsprozess aufeinander abzustimmen sind. Dabei sind insbesondere auch die – naturgemäß teilweise divergierenden – Interessen der beteiligten Parteien zu berücksichtigen und zum Ausgleich zu bringen.

Der Gemeinsame Vertreter aller Anleihegläubiger

In der Regel wird zu Beginn eines solchen Sanierungsprozesses ein gemeinsamer Vertreter für alle Anleihegläubiger durch Beschluss der Anleihegläubigerversammlung bestellt. Hierbei ist es in der Praxis üblich, dass die konkrete Person des gemeinsamen Vertreters von einem wesentlichen Anleihegläubiger bzw. einer Anleihegläubigermehrheit vorgeschlagen wird, sodass sichergestellt ist, dass der entsprechende Kandidat auch den notwendigen Zuspruch in der Anleihegläubigerversammlung findet. Vereinzelt kommt mitunter dazu, dass mehrere Kandidaten um das Amt konkurrieren und sich – wie beim US Proxy Voting üblich – bereits im Vorfeld der Gläubigerversammlung um die Unterstützung möglichst vieler Anleihegläubiger bemühen.

Ermächtigung des Gemeinsamen Vertreters

Zur Umsetzung der Sanierung wird der Gemeinsame Vertreter regelmäßig von der Anleihegläubigerversammlung ermächtigt, etwa erforderliche Restrukturierungsmaßnahmen betreffend die Anleihe vorzunehmen, die in der Ermächtigung zumindest dem Grunde nach abschließend aufgezählt werden sollten. Damit soll für den gemeinsamen Vertreter zugleich eine gewisse Flexibilität geschaffen werden, diversen Restrukturierungsmaßnahmen oder auch einer Veräußerung und Übertragung der Schuldverschreibungen zur Umsetzung der beabsichtigten Sanierung zuzustimmen.

Eine inhaltlich zu eng gefasste Ermächtigung könnte bei noch ausstehender Entscheidung über das konkrete Sanierungskonzept bzw. noch andauernden Verhandlungen mit dem strategischen Investor die konkrete Transaktion nicht mehr decken.

gemeinsamen Vertreter demnach eingeräumt wird, desto höher ist somit auch sein Risiko, aufgrund von eigenen Entscheidungen – auch wenn sie von der Ermächtigung gedeckt sind – haftbar gemacht zu werden.

Fazit

Nach den jüngsten Erfahrungen in der Praxis kann die Mitwirkung der Anleihegläubiger an der Sanierung eines Unternehmens im Wege des Insolvenzplanverfahrens durch die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters für alle Anleihegläubiger, der ermächtigt wird, etwa erforderliche Restrukturierungsmaßnahmen betreffend die Anleihe vorzunehmen, sichergestellt werden. Die Ermächtigung des gemeinsamen Vertreters, die diesem einen eigenen Ermessensspielraum einräumt, gewährleistet dessen Handlungsfähigkeit, selbst wenn eine Entscheidung über ein konkretes Sanierungskonzept noch nicht endgültig gefallen sein sollte. Gleichwohl kann die konkrete Ausgestaltung der Ermächtigung, insbesondere im Hinblick auf das dem gemeinsamen Vertreter eingeräumte Ermessen, im Einzelfall Schwierigkeiten bereiten und bedarf stets einer sorgsamen Prüfung.

Insbesondere wenn mehrere Sanierungskonzepte im Raum stehen und eine Entscheidung hierüber noch nicht endgültig gefallen ist, sollte in der Praxis die Ermächtigung für den gemeinsamen Vertreter einerseits so konkret und detailreich wie möglich und andererseits so weit wie nötig gefasst werden. Einerseits könnte eine inhaltlich zu eng gefasste Ermächtigung bei noch ausstehender Entscheidung über das konkrete Sanierungskonzept bzw. noch andauernden Verhandlungen mit dem strategischen Investor die konkrete Transaktion nicht mehr decken. In diesem Fall wäre eine weitere Ermächtigung für den gemeinsamen Vertreter notwendig, die mit erheblichem zusätzlichem zeitlichem Aufwand und Kosten verbunden wäre. Andererseits ist dem gemeinsamen Vertreter daran gelegen, sein Haftungsrisiko, das aus einem zu weiten Ermessensspielraum folgen kann, zu beschränken. Anders als bei einer konkreten Weisung steht dem gemeinsamen Vertreter im Falle einer Ermächtigung nämlich stets ein Ermessensspielraum zu, der eigene Ermessensentscheidungen im Rahmen der Ermächtigung nicht nur zulässt, sondern regelmäßig auch erforderlich macht. Je mehr Ermessen dem

Je mehr Ermessen dem gemeinsamen Vertreter eingeräumt wird, desto höher ist somit auch sein Risiko, aufgrund von eigenen Entscheidungen haftbar gemacht zu werden.

Anzeige -

Lösungen aufzeigen.

Das Hausbankprinzip für den Kapitalmarkt.







LEGAL

von Ingo Wegerich, Leiter Bereich Bank- und Kapitalmarktrecht, René Krümpelmann, Luther Rechtsanwaltgesellschaft

Das neue Prospektrecht

Erweiterte Ausnahmen, EU-Wachstumsprospekt und vereinfachte Offenlegungsregelung für Sekundäremissionen

Das Europäische Parlament, der Rat und die Kommission haben sich im Dezember 2016 auf neue Vorschriften zur Überarbeitung des Prospektrechts verständigt. Ausgangspunkt war die Konsultation der EU-Kommission in 2015 zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, das sogenannte Grünbuch. Ziel ist unter anderem eine effizientere Gestaltung der Unternehmensfinanzierung durch Erschließung kapitalmarktbasierter Finanzierungsquellen. Speziell für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sollen Erleichterungen beim Kapitalmarktzugang geschaffen werden.

Die USA und Asien dienen hier als Vorbild – dort finanzieren sich die Unternehmen – anders als in Europa – deutlich stärker über die Kapitalmärkte. Dies soll sich durch die Kapitalmarktunion zukünftig ändern.

Die neue Prospektverordnung sieht Erleichterungen und Kosteneinsparungen bei der Kapitalaufnahme von KMU vor – nach Einschätzung der Kommission würden jährlich 320 KMU-Prospekte hiervon profitieren, was im Jahr unionsweit zu Einsparungen von 45 Mio. EUR führen würde. Die vorgesehenen Erleichterungen für Sekundäremissionen würden jährlich sogar 700 von 935 Dividendenprospekten (z.B. Aktien) betreffen und damit unionsweit gar zu Einsparungen von 130 Mio. EUR im Jahr führen.

Die Prospektverordnung wird noch im ersten Halbjahr dieses Jahres in Kraft treten. Einige wenige Regelungen werden dann unmittelbar gelten. Einige neu vorgesehene Schwellenwerte als Ausnahmen von der Prospektpflicht sollen nach zwölf Monaten gelten, während das Gros der Regelungen erst 24 Monate nach Inkrafttreten Anwendung finden wird.

Erweiterte Ausnahmen von der Prospektpflicht

Das neue Prospektrecht sieht erweiterte und auch neue Ausnahmen von der Prospektpflicht vor. So ist die neue Prospektverordnung nicht anwendbar auf öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert in der Union von weniger als

1 Mio. EUR (über einen Zeitraum von zwölf Monaten) – bisher sah das Wertpapierprospektgesetz lediglich eine Schwelle von 100.000 EUR vor. Darüber hinaus wird den Mitgliedstaaten nun auch erstmals für nationale öffentliche Angebote von Wertpapieren bis zu einem Gesamtgegenwert von 8 Mio. EUR in der Union (über einen Zeitraum von zwölf Monaten) die Möglichkeit eröffnet, diese von der Prospektpflicht auszunehmen. Dies hat primär KMU im Blick, für die die Kosten und der Aufwand einer Prospekterstellung im Vergleich zu der geringen Höhe der Kapitalaufnahme unverhältnismäßig erscheinen.

Auch die Ausnahme von der Prospektpflicht für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt wird erheblich erweitert: Nach dieser Ausnahme für sog. "Kleinstemissionen" war es bisher möglich, Aktien, die weniger als 10% der bestehenden zugelassenen Aktien ausmachten, prospektfrei zum Handel zuzulassen. Zukünftig wird diese Ausnahme allgemein auf Wertpapiere erweitert und soll sich nunmehr auf ein Volumen von weniger als 20% erstrecken.

EU-Wachstumsprospekt

Eine Erleichterung für KMU wird über den EU-Wachstumsprospekt geschaffen, der als neues Prospektformat für KMU EU-weit eingeführt wird. Der EU-Wachstumsprospekt soll darüber hinaus auch von Unternehmen genutzt werden können, bei denen es sich nicht um KMU handelt, sofern deren Wertpapiere an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden oder gehandelt werden sollen und ihre durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 500 Mio. EUR betrug.

Gleiches gilt für Unternehmen, deren öffentliches Angebot von Wertpapieren einem Gesamtgegenwert in der Union von höchstens 20 Mio. EUR (über einen Zeitraum von zwölf Monaten) entspricht, sofern keine Wertpapiere dieser Emittenten an einem multilateralen Handelssystem gehandelt werden und die durchschnittliche Beschäftigtenzahl im Geschäftsjahr bis zu 499

Europa

24 %
Nicht-bankbasierte
Finanzierung

Bankfinanzierung

Bankfinanzierung

Abb. 1: Vergleich der Bankfinanzierung mit der nicht-bankbasierten Finanzierung in Europa, den USA und Asien

Quellen: EZB, BIZ, US-Notenbank, Fung Global Institute, Oliver Wyman (letzte verfügbare Zahlen: 2013 für Europa und USA, 2012 für Asien)

Nicht-bankbasierte

betrug. Mit diesen beiden weiteren Ausnahmen erstreckt sich der Anwendungsbereich des EU-Wachstumsprospekts deutlich über den KMU-Begriff hinaus. Die neue Verordnung sieht ein Dokument in standardisierter Aufmachung vor, das in leicht verständlicher Sprache abgefasst und für die Emittenten leicht auszufüllen ist. Der EU-Wachstumsprospekt soll einen nur verkürzten Inhalt haben und aus spezieller (verkürzter) Zusammenfassung und Emittenten- und Wertpapierbeschreibung bestehen.

76 %

Bankfinanzierung

Die genauen Details sollen noch in delegierten Rechtsakten der Kommission festgelegt werden. Bei der Präzisierung soll die Kommission unter anderem sicherstellen, dass die Kosten für die Erstellung eines Prospekts in einem angemessenen Verhältnis zur Größe des Unternehmens stehen. Hierbei soll berücksichtigt werden, dass der EU-Wachstumsprospekt unter dem Aspekt der Verwaltungslasten und der Emissionskosten signifikant einfacher sein muss als der Standardprospekt.

Vereinfachte Offenlegungspflichten für Sekundäremissionen

Neu in die Prospektverordnung wurden zudem vereinfachte Offenlegungspflichten für Sekundäremissionen aufgenommen. Dies betrifft Folgeemissionen von Emittenten, deren Wertpapiere mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren und deren Wertpapiere im Volumen erhöht werden sollen (Aufstockung) oder deren Aktien mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren und die nun Anleihen begeben. Für diese ist zukünftig ein vereinfachter Prospekt vorgesehen.

Dieser soll verkürzte Angaben enthalten. Die Angaben sollen in leicht zu analysierender, knapper und verständlicher Form präsentiert werden. So sollen sich z.B. Finanzinformationen nur

noch auf die letzten zwölf Monate erstrecken. Diese Vereinfachung ist durchaus sachgerecht, da Anleger mit dem Prospekt der Erstemission wesentliche Informationen bereits vorfinden und der Emittent darüber hinaus über mindestens die letzten 18 Monate ununterbrochen alle Folgepflichten nach der Marktmissbrauchsverordnung erfüllt hat. Die Kommission wird binnen 18 Monaten nach Inkrafttreten der neuen Prospektverordnung delegierte Rechtsakte erlassen, die die verkürzten Informationen für vereinfachte Offenlegungsregelungen präzisieren. Bei der Präzisierung der verkürzten Informationen soll der Tatsache Rechnung getragen werden, dass die Mittelbeschaffung über die Kapitalmärkte erleichtert werden muss und es wichtig ist, die Kapitalkosten zu senken.

Nicht-bankbasierte

Finanzierung

Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die neue Prospektverordnung erhebliche Erleichterungen für KMU (und auch darüber hinaus) und Sekundäremissionen vorsieht. Die praktische Ausgestaltung dieser beabsichtigten Erleichterungen wird jedoch erst noch von der Kommission festgelegt. Erst wenn diese im Detail feststeht, wird man sehen können, ob die Änderungen tatsächlich erhebliche Erleichterungen für die betroffenen Marktteilnehmer darstellen.

Auf einem Workshop der Europäischen Kommission am 29. März 2017 in Brüssel zur Umsetzung des neuen Prospektformats – auf dem übrigens kein KMU vertreten war – schlug eine Teilnehmerin des Expertenpanels vor, dass zukünftig für KMU-Prospekte aufgrund der besseren Vergleichbarkeit ausschließlich International Financial Reporting Standards vorgesehen und nationale Rechnungslegungsstandards wie Jahresabschlüsse nach HGB nicht mehr zugelassen werden sollten. Dies wäre für viele Mittelständler mit erheblichen Mehr- und Umstellungskosten verbunden. Damit würde genau das Gegenteil erreicht werden, was die Initiative zur Kapitalmarktunion eigentlich bezweckt hat.





LEGAL

von Dr. Sebastian Schwalme, Senior Associate, Morrison & Foerster, Bernhard Orlik, Geschäftsführer, Link Market Services

Die APVO

Neue Regeln für den Beschlussvorschlag zur Wahl des Abschlussprüfers

Die seit dem 17.6.2016 geltende Abschlussprüfungsverordnung¹ ("APVO") hat einige grundlegende Änderungen zur Auswahl und zu den zulässigen Nebenleistungen von Abschlussprüfern gebracht. Bei vielen Emittenten ist in der Praxis noch eine große Unsicherheit auszumachen.

Unter anderem gibt es einen Katalog von Leistungen, die eine Prüfungsgesellschaft neben der Abschlussprüfung nicht erbringen darf (sog. "Black List"). Zu Problemen in der Praxis führt die Vorgabe dadurch, dass Prüfungsgesellschaften, die im letzten Jahr bestimmte in der Black List aufgeführte Tätigkeiten für eine Gesellschaft erbracht haben, bereits jetzt als Abschlussprüfer ausscheiden (sog. "cooling-in-period").

Zusätzlich wurden Honorargrenzen für Nebenleistungen - die vom Prüfungsausschuss bzw. dem Aufsichtsrat vorab genehmigt werden müssen - eingeführt.

Neben der internen Rotation ist nun nach Ablauf von zehn Jahren² auch ein Wechsel der Prüfungsgesellschaft vorgesehen (sog. externe Rotation). Diese Frist kann durch eine öffentliche Ausschreibung auf bis zu 20 Jahre oder durch die gemeinsame Prüfung durch zwei Abschlussprüfer (sog. Joint Audit) auf 24 Jahre verlängert werden. Auch für das Auswahlverfahren als solches gibt es nun sehr formale Vorgaben zu beachten, deren Einhaltung zu dokumentieren ist.

Darüber hinaus hat die APVO auch Änderungen zum notwendigen Inhalt des Beschlussvorschlags zur Wahl Abschlussprüfers gebracht.

Wer ist von der Neuregelung betroffen?

Betroffen von diesen Neuregelungen sind nur "Unternehmen von öffentlichem Interesse". Welche Unternehmen dies sind, regelt die Abschlussprüferrichtlinie (2006/43/EG). Betroffen sind (i) Unternehmen, deren Wertpapiere an einem geregelten Markt zugelassen sind, (ii) Kreditinstitute und (iii) Versicherungsunternehmen.

Nicht betroffen von den Neuregelungen sind Unternehmen, deren Wertpapiere nur in den Freiverkehr einbezogen sind. Dies gilt auch für Segmente im Freiverkehr mit zusätzlichen Einbeziehungsanforderungen, wie beispielsweise Scale oder m:access.

Neue Anforderungen für den Beschlussvorschlag an die HV

Der Beschlussvorschlag des Aufsichtsrats an die HV hatte bisher lediglich den Namen, den ausgeübten Beruf und den Wohnort des vorgeschlagenen Prüfers anzugeben (§ 124 Abs. 3 Satz 3 AktG). Bei Prüfungsgesellschaften waren Firma und Sitz der Gesellschaft anzugeben.

Weitergehende Angaben sind nun notwendig, wenn der Aufsichtsrat einen neuen Abschlussprüfer vorschlagen möchte oder muss. Dies betrifft die Empfehlung des Prüfungsausschusses an den Aufsichtsrat. Diese muss mindestens zwei begründete Vorschläge enthalten und es ist eine (ebenfalls begründete) Präferenz mitzuteilen (Artikel 16 Abs. 2 APVO). Ihr ist weiterhin die Erklärung beizufügen, dass sie frei von ungebührlicher Einflussnahme durch Dritte ist und keine Verträge oder Klauseln existieren, welche die Auswahl des Abschlussprüfers einschränken (vgl. Art. 16 Abs. 2 und 6 EU-APVO).

Nicht alle diese Angaben müssen in den Beschlussvorschlag aufgenommen werden. Es genügt, wenn der Beschlussvorschlag die beiden dem Aufsichtsrat empfohlenen Abschlussprüfer und die Präferenz des Prüfungsausschusses für einen der beiden enthält (Artikel 16 Abs. 5 Satz 1 APVO). Die müssen der HV nicht offengelegt werden.

Sofern der Aufsichtsrat bei seinem Beschlussvorschlag von der Präferenz des Prüfungsausschusses abweichen möchte, sind im Beschlussvorschlag zusätzlich die Gründe dafür mitzuteilen (Artikel 16 Abs. 5 Satz 2 APVO).

¹⁾ Verordnung (EU) Nr. 537/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse und zur Aufhebung des Beschlusses 2005/909/EG der Kommission.

²⁾ Allerdings gibt es Übergangsfristen.



Illustration: © putilov_denis - Fotolia.com

Ausnahme bei Mandatsverlängerung

Sofern der Prüfungsausschuss die Wiederwahl des zuletzt gewählten Abschlussprüfers empfiehlt, entfällt die Pflicht zur Begründung der Empfehlung und es muss auch kein zweiter Vorschlag an den Aufsichtsrat unterbreitet werden (Artikel 16 Abs. 2 Satz 2 APVO).

Im Beschlussvorschlag des Aufsichtsrats an die HV braucht dann nur die Empfehlung des Prüfungsausschusses wiedergegeben zu werden.

Gesellschaften ohne Prüfungsausschuss

Wenn eine Gesellschaft keinen Prüfungsausschuss eingerichtet hat, übernimmt dessen Aufgabe der Aufsichtsrat als Ganzes.³ In diesem Fall werden dem Aufsichtsrat keine begründeten Empfehlungen für die Wahl eines Abschlussprüfers vorgelegt.

Welche Auswirkungen dies auf den Beschlussvorschlag des Aufsichtsrats an die HV hat, ist in der APVO nicht ausdrücklich geregelt. Dies betrifft insbesondere den Fall, dass der Aufsichtsrat einen neuen Abschlussprüfer vorschlagen möchte. Dann wären im Beschlussvorschlag zwingend zwei Empfehlungen und eine Präferenz anzugeben.

Möglich wären drei Varianten: Der Aufsichtsrat könnte erstens nur einen einzigen Kandidaten vorschlagen. Er könnte zweitens zwei Empfehlungen abgeben, ohne dabei eine Präferenz mitzuteilen. Oder aber er macht im Beschlussvorschlag zwei Empfehlungen und gibt eine Präferenz an.

Die Problematik der fehlenden Regelung wurde im Gesetzgebungsverfahren erkannt. Von einer Klarstellung wurde jedoch bewusst mit der Begründung abgesehen, dass nicht klar sei, was die Folge dieser fehlenden Regelung sei. Es sei nämlich nicht auszuschließen, dass nach europäischem Recht in diesem Fall der Vorschlag eines einzigen Kandidaten ausreiche. Dies müsse dann auch im nationalen Recht gelten.⁴

Im Schrifttum gibt es dagegen die Forderung, dass der Beschlussvorschlag zwei Empfehlungen enthalten solle, damit es zu einer von der APVO geforderten echten Auswahlentscheidung durch die HV komme.⁵ Darüber hinaus spricht viel dafür, dass der Aufsichtsrat auch in diesem Fall eine Präferenz angibt.⁶ Nur bei dieser Vorgehensweise übernimmt der Aufsichtsrat als Ganzes die Aufgabe des Prüfungsausschusses. Daher sollte bis zur gerichtlichen Klärung dieser Frage neben den beiden Empfehlungen auch die Präferenz für einen der beiden Vorschläge in den Beschlussvorschlag aufgenommen werden. Die Gründe für diese Entscheidung brauchen nicht angegeben zu werden.

Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung der Vorgaben

Die Anfechtung des HV-Beschlusses wegen Nichtbeachtung der APVO ist ausgeschlossen. Vorrang hat insoweit das Ersetzungsverfahren nach § 318 Abs. 3 HGB (§ 243 Abs. 3 Nr. 3 AktG).

Die Nichtbeachtung der Vorgaben zur Bestellung des Abschlussprüfers hat weiterhin auch keine Auswirkungen auf die Wirksamkeit des geprüften Jahresabschlusses (§ 256 Abs. 1 Nr. 3 lit. d AktG).

Die Nichtbeachtung der neuen Vorgaben der APVO kann jedoch eine Ordnungswidrigkeit darstellen, die mit einem Bußgeld von bis zu 50.000 EUR geahndet werden kann.

Wer für die Begehung dieser Ordnungswidrigkeit einen Vermögensvorteil erhält oder sich einen solchen versprechen lässt oder wer diese Ordnungswidrigkeit beharrlich wiederholt, kann darüber hinaus mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit einer Geldstrafe bestraft werden (§ 404a AktG).

Schon vor diesem Hintergrund sollte hinsichtlich des Auswahlverfahrens und der Formulierung des Beschlussvorschlags sehr sorgfältig vorgegangen und im Zweifelsfall Rechtsrat eingeholt werden.

³⁾ Artikel 39 Abs. 2 Abschlussprüfungsrichtlinie, § 107 Abs. 3 Satz 2 AktG.

⁴⁾ Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz, BT-Drs. 18/7902 S. 53.

So wohl Schüppen, NZG 2016, 247, 251; kritisch Buhleier/Niehues/Splinter, DB 2016, 1885, 1889.

⁶⁾ So auch Schilha, ZIP 2016, 1316, 1326; Dominke/Gundel, Audit Committee Quarterly I/2016, 9, 11.



LEGAL

von Dieter Pape, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater Pape Consulting AG Thomas Mayrhofer, Rechtsanwalt, Partner Pinsent Masons LLP

Eigenkapital verleiht Flügel

Börsennotierte Genussscheine und Genussrechte

Erst mit ausreichend Eigenkapital lassen sich Unternehmen und unternehmerische Projekte finanzieren. Die Kreditgeber stellen die Anforderungen an das Eigenkapital. Doch nur wer hat, der hat auch Flügel.

Das Eigenkapital eines Unternehmens wird in unserem kapitalistischen Wirtschaftssystem repräsentiert durch das in den Handelsregistern eingetragene Haftkapital der Gesellschaft, den weiteren Einlagen der Gesellschafter (ausgewiesen unter den Kapitalrücklagen) und den Gewinnrücklagen bzw. -vorträgen. Mit der Inhaberschaft des Eigenkapitals bzw. der Gesellschafterstellung ist üblicherweise auch die Entscheidungsmacht über das Unternehmen verbunden.

Familienunternehmen des Mittelstands tun sich deshalb besonders schwer, zur Finanzierung ihres Wachstums weiteres Eigenkapital bei Dritten einzuwerben. Ein bewährtes und seit Langem bekanntes Instrument der Eigenkapitalverbesserung ist das Genussrechtskapital: Wenn dieses verbrieft ist, entstehen Genussscheine. Diese können auch zum Handel an einer Börse zugelassen werden. Der Genussrechtsinhaber erhält eine erfolgsabhängige Vergütung, hat aber keine Stimmrechte, sondern ausschließlich Informations- und Kontrollrechte. In der Handelsbilanz wird es als Genussrechtskapital ausgewiesen unter dem Eigenkapital oder unter dem Fremdkapital: daher auch "Mezzaninekapital".

Der Kapitalmarkt für dieses Mezzaninekapital funktioniert; er ist derzeit besonders stark ausgeprägt bei der Finanzierung von Immobilienprojekten. Höher- bzw. hochverzinsliche Anlagen suchen Family Offices, Debt Funds und Versicherungen für das Segment "Alternative Investments". Aber auch "Friends and Family" sind ansprechbar für ein Investment in Genussrechte und -scheine. Die öffentlich bekanntesten Emittenten sind Bertelsmann, Roche Holding, Draeger Werk und die SeniVita Sozial.

Die Anerkennung von Genussrechtskapital als Eigenkapital durch Kreditinstitute und Gläubiger hängt von Kriterien ab, die im Jahre 1994 durch das Institut der Wirtschaftsprüfer definiert wurden

Abb. 1: Genussschein-Typen



Genussscheine nach Laufzeit

- feste Laufzeit
- unbegrenzte Lauzeit



Genussscheine nach Ausschüttung

- feste Ausschüttung
- variable Ausschüttung
- erfolgsabhängige Gewinnbeteiligung mit oder ohne Mindestverzinsung

Quelle: Pape Consulting

(IDW HFA 1/1994). Die Umwandlung von Gesellschafterdarlehen in Genussrechtskapital hilft in Krisenjahren. Verlustzuweisungen mindern den Jahresfehlbetrag. Die Aufholung in den Folgejahren aus Gewinnanteilen erhöht zwar den Buchwert des Genussrechtskapitals wieder, mindert jedoch den steuerlichen Jahresüberschuss.

Für das Unternehmen hat das Genussrechtskapital den Vorteil, dass es kein Kündigungsrecht bzw. keine Rückzahlungsverpflichtung in der Krise gibt. Es ist nach seiner Rechtsnatur ein schuldrechtliches Rechtsverhältnis mit erfolgsabhängiger Vergütung. Der börsennotierte Genussschein kann das Dilemma von Emittenten lösen, die Anleihen am Kapitalmarkt emittiert haben. Diese sind i.d.R. unbesichert und somit strukturell nachrangig mit verbindlichem Laufzeitende.

Was ist ein Genussrecht?

Es gibt keine gesetzliche Definition des Genussrechts. Das schuldrechtliche Rechtsverhältnis begründet keine Mitgliedschaft in der Gesellschaft. Es ist eine Mischform zwischen Aktien/GmbH-Anteilen und Anleihen. Der Genussrechtsinhaber zahlt seine Einlage in das Unternehmen. Die Verlustteilnahme ist jedoch gestaltbar, allerdings maximal in Höhe des Genussrechtskapitals. Der Genussrechtsinhaber hat keine Verwaltungs-bzw. Mitgliedschaftsrechte (Stimm- und Anfechtungsrechte).

Genussrechte können individuell gestaltet werden, insbesondere bei:

- Art der Genussrechtsvergütung: Feste und/oder gewinnorientierte Vorwegverzinsung, gewinnabhängige Vergütung, Beteiligung am Verlust;
- 2. Rechtsstellung des Genussrechtsinhabers ohne bzw. mit Beteiligung am Liquidationserlös;
- Rückzahlungsmodalitäten: Laufzeit, Kündigungsmöglichkeiten:
- Nachrangigkeit gegenüber den anderen Gläubigern der Gesellschaft;
- Einräumung von Informations- und Kontrollrechten: keine Stimmrechte, aber Anspruch auf Zwischenberichte, Geschäftsbericht und, sofern an der Börse notiert, erhöhte Transparenzanforderungen nach der Marktmissbrauchsverordnung (u.a. Ad-hoc-Publizität, Insiderlisten, Eigengeschäfte von Führungskräften).

Typische Merkmale des Genussrechts

- Feste Mindestlaufzeit i.d.R. ab 5 Jahren
- · Keine geregelte Mindestinvestitionssumme,
- feste Vorwegverzinsung oder eine nur vom Geschäftserfolg abhängige Vergütung,
- hohe, aber unsichere Rendite,
- Beteiligung am Verlust (Reduzierung des Genussrechtskapitals entsprechend dem Verlustanteil, Wiederauffüllung der Rückzahlungsansprüche bei positiven Jahresergebnissen in den Folgejahren,
- Nachrangigkeit der Genussrechtsansprüche in Folge der Insolvenz bzw. der Liquidation.

Werden alle diese Kriterien erfüllt, darf das Genussrechtskapital nach IDW HFA 1/1994 in der Handelsbilanz unter dem Eigenkapital ausgewiesen werden. Die Vergütungen hierfür waren vormals dennoch vom steuerlichen Ergebnis absetzbar. Für diese Gestaltung hat die Verwaltungsanweisung der OFD NRW vom 12.5.2016 große Verunsicherung gebracht. Die Finanzverwaltung will diesen Betriebsausgabenabzug bei gleichzeitigem Ausweis unter dem Eigenkapital unterbinden. So hoffen die Unternehmen und deren Berater nun auf den Gesetzgeber.

Werden die Genussrechte verbrieft, werden sie Genussscheine genannt. Die Genussscheine können in den Handel einer Börse einbezogen werden. Sie unterliegen damit dem Wertpapierhandelsgesetz.

Wandelgenussrechte

In seltenen Fällen gewähren Genussscheine auch ein Optionsoder Wandlungsrecht. Beim Optionsrecht hat der Genussscheininhaber die Möglichkeit, zu festgelegten Bedingungen Aktien des Unternehmens zu erwerben. Beim Wandlungsrecht können die Genussscheine in Aktien der Gesellschaft getauscht werden.

Ausschüttung und Rendite

Die Ausschüttung auf einen Genussschein bezieht sich auf das Geschäftsjahr des emittierenden Unternehmens. Sie erfolgt aber zeitlich nicht unmittelbar nach Ablauf des Geschäftsjahres, son-

dern nach der Hauptversammlung oder Verwaltungsratssitzung, in welcher der Gewinn oder die Dividende festgestellt wird. Erzielt der Emittent in einem Geschäftsjahr einen Bilanzgewinn, erfolgt oft eine fixe und zusätzlich eine variable Ausschüttung, die meist deutlich über dem allgemeinen Zinsniveau liegt. Bei einem Bilanzverlust kann der Emittent hingegen die Ausschüttung aussetzen oder sogar den Rückzahlungsanspruch verringern. Geht es dem Emittenten wieder besser, muss er meist das Genussscheinkapital wieder erhöhen und Zinsen nachzahlen – allerdings nur während der Laufzeit.

Genussscheine werden flat gehandelt, d.h. Stückzinsen werden nicht berechnet. Stattdessen sind die Ausschüttungsansprüche zeitanteilig in der Notierung des Genussscheins enthalten. Am Tag der Ausschüttung erfolgt ein rechnerischer Kursabschlag in Höhe der Ausschüttung.

Rückzahlung, Verkauf und Kündigungsrecht

Die Rückzahlung des Genussscheins erfolgt zum Nennwert. Der Zeitraum vom Laufzeitende bis zur Fälligkeit des Genussscheins wird zeitanteilig verzinst.

Genussscheine, die an der Börse gehandelt werden, können dort auch verkauft werden. Werden Genussscheine nicht an der Börse gehandelt, hängt es von der Ausgestaltung des Emissionsprospekts ab, ob Anleger vorzeitig aussteigen können. Meistens werden Genussscheine mit Kündigungsrechten ausgegeben, insbesondere ist bei Veränderung der steuerlichen Rahmenbedingungen in fast allen Genussscheinbedingungen ein Kündigungsrecht des Schuldners vorgesehen.

Chancen

Genussscheine berechtigen den Inhaber nach den jeweiligen Genussscheinbedingungen zum Bezug der regelmäßigen Ausschüttung. Dabei ist die Rendite im Vergleich zu Anleihen meist höher.

Neben den Ausschüttungsgewinnen besteht für den Genussscheininhaber die Möglichkeit, durch Kursgewinne die Rendite seiner Genussscheine zu steigern. Kauft er während der Laufzeit zu einem Kurs unter 100% und wartet er bis zur Fälligkeit, bei der eine Rückzahlung zu 100% vollzogen wird, kann der Anleger die Kursdifferenz als Gewinn verbuchen.

Ebenso können Kursgewinne realisiert werden, wenn der Genussschein während der Laufzeit zu einem höheren Kurs als dem Kaufkurs verkauft wird. Hierbei garantiert die Handelbarkeit an der Börse die Qualität und Transparenz des Handels sowie eine faire und marktgerechte Preisermittlung.

Risiken

Die Kreditwürdigkeit des emittierenden Unternehmens ist ein wesentliches Kriterium für die Anlage in Genussscheine. Verschlechtert sich die Bonität des Emittenten, sind Kurseinbußen zwangsläufig die Folge. Anleger, die ihre Genussscheine nicht bis zur Endfälligkeit halten wollen, sind zinsänderungs-

Abb. 2: Branchen-Benchmarking Traditionelle Kennzahlen (mit Ampeln)

| Unternehmen Vergleichs-Branche | DÜRR AG Gesamtwirtschaft | 2014 | | 2015 | | |
|-----------------------------------|--|--------|--|--------|--|--|
| Eigenkapitalanteil | Wirtschaftliches Eigenkapital / Nettobilanzsumme | 22,47% | | 21,78% | | |
| Gesamtkapitalrendite | Erfolg vor Zinsaufwand und Steuern / Nettobilanzsumme | 7,69% | | 8,73% | | |
| Umsatzrendite | Ordentlicher betrieblicher Erfolg / Gesamtleistung | 7,74% | | 6,63% | | |
| Anteil Materialaufwand | Materialaufwand / Gesamtleistung | 35,69% | | 39,99% | | |
| Anteil Personalaufwand | Personalaufwand / Gesamtleistung | 22,75% | | 24,05% | | |
| Zielgewährung an Kunden | Forderungen aus LuL / Umsatz * 365, in Tagen | 67,97 | | 52,00 | | |
| Zielgewährung von Lieferanten | Verbindlichkeiten aus LuL / Materialaufwand * 365, in Tagen | 133,56 | | 90,29 | | |
| Benchmark: | Grundlage für die Grenzwerte sollten Analysen von URA oder branchenspezifische Quellen sein (bisher sind grobe Orientierungswerte zur deutschen Gesamtwirtschaft voreingestellt). Zugleich mit der Erfassung im Arbeitsblatt "Eingabe" werden die Ampeln generiert. | | | | | |

Quelle: Pape Consulting

bedingten und bonitätsabhängigen Kursrisiken ausgesetzt. Die Empfindlichkeit gegenüber Zinsänderungen hängt von der Laufzeit des Genussscheins ab: Je länger die Laufzeit, desto höher ist das Risiko für den Anleger bei Zinsänderungen.

Da die Ausschüttung bei Genussscheinen an die Gewinnsituation des Emittenten gebunden ist, besteht das Risiko, bei Verlust des Emittenten mit auszufallen. Ein etwaiger Nachzahlungsanspruch bei späteren Gewinnen des Emittenten besteht nur während der Laufzeit des Papiers.

Verluste beim Emittenten können bei entsprechender Gestaltung des Genussscheins auch zu einer Aussetzung oder Reduzierung der Rückzahlung führen. Ferner führt die Nachrangigkeit von Genussscheinen dazu, dass im Falle einer Insolvenz des Emittenten die Forderungen der Genussscheininhaber erst dann bedient werden, wenn die Forderungen aller anderen Gläubiger befriedigt wurden. Die Nachrangigkeit birgt somit das Risiko, mit seinen Forderungen aus den Genussscheinen ganz auszufallen.

Das Emissionsvolumen ist bei Genussscheinen deutlich geringer als bei Anleihen. Der Markt ist daher kleiner und es besteht ein erhöhtes Risiko, dass Anleger ihre Genussscheine nicht rasch und zu einem fairen Kurs kaufen oder verkaufen können. Die Renditeberechnung und Bewertung wird durch die unterschiedlichen Ausstattungen der Genussscheine stark erschwert. Eine genauere Kalkulation ist lediglich bei Scheinen mit Ausschüttungskontinuität und fester Laufzeit möglich. In diesem Fall kann die Bewertung mit der bei Anleihen verglichen werden.

Vor- und Nachteile von Genussrechtskapital

Es besteht die Möglichkeit der Unternehmensfinanzierung, insbesondere auch dann, wenn der klassische Bankkredit wegen hoher Eigenkapitalanforderungen (Basel III) nicht möglich ist. Die Vertragsfreiheit nach deutschem Recht bietet eine hohe Flexibilität bei der Gestaltung. Insbesondere Familienunternehmen schätzen das fehlende Mitspracherecht der Genussrechtsinhaber. So werden auch die Eigentumsverhältnisse nicht verwässert. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten belasten Zinsen nicht das Ergebnis. Es ist sogar eine Verlustzuweisung möglich. Die Bilanzierung als Eigenkapital ist möglich, wenn ausdrücklich gewünscht.

Der Investor in börsennotierte Genussscheine bezieht regelmäßig Ausschüttungen, deren Rendite gegenüber Anleihen meist höher ist. Die Genussscheine bieten Kurschancen, aber auch -risiken. Wie bei Aktien besteht das Bonitäts- und Insolvenzrisiko mit negativen Auswirkungen auf Ausschüttungen und die Rückzahlung.

Fazit

Wer sich für Genussscheine interessiert, sollte darauf achten, dass sie börsennotiert sind. Die Börsennotiz kann zwar nicht vor der Insolvenz des Emittenten schützen; sie bietet aber mehr Transparenz und eine größere Handelsflexibilität als der graue Kapitalmarkt. Ferner empfiehlt es sich als Interessent, aufgrund der variablen Ausgestaltungsmöglichkeiten mangels gesetzlicher Regulierungen die Bedingungen der Papiere sorgfältig zu studieren. Wenn die Voraussetzungen stimmen und sich Anleger genau informieren, sind "Genüsse" keine schlechte Idee.

Ihr Handelshaus für unnotierte Wertpapiere Alle Kurse in Euro; alle Angaben ohne Gewähr; Unsere aktuelle und vollständige Kursliste finden Sie unter www.valora.de

| ISIN | Nennwert | Aktie | Branche | Geldkurs/St. | Briefkurs/St. |
|--------------|------------|----------------------------------|---------------------------|--------------|---------------|
| DE0007472458 | 170,24 EUR | AG " EMS " | Schifffahrt | 1.845,00/4 | 2.050,00T |
| DE0008204504 | 100 EUR | AG Norden-Frisia | Schifffahrt | 2.250,00/5 | 4.400,00T |
| DE0005158000 | 26 EUR | Bahnhofplatz AG | Immobilien | 189,00/10 | 281,60/5 |
| DE0007220782 | 1 EUR | Bellevue KGaA / vormals MAGIX AG | Internet, Software und IT | 2,56/1.000 | 2,69/350 |
| DE0005015606 | 3,58 EUR | Cloppenburg SE | Autohandel | 14,72/25 | 16,70T |
| DE0005087407 | 1 EUR | CODIXX AG | Informationstechnologie | 2,00/3.000 | 3,30/250 |
| GB00B06ZX541 | 0,10 GBP | DNick Holding plc | Nickel | 2,37/2.000 | 4,20/536 |
| DE0006204001 | 26 EUR | Industriehof AG | Immobilien | 230,00/55 | 280,00/185 |
| DE000A1TNRR7 | 2,56 EUR | MK-Kliniken AG | Seniorenheimbetreiber | 5,50/4.500 | 6,83/1.000 |
| DE000A0EPUF5 | 1 EUR | Mr. Wash AG | Waschanlagenbetreiber | 45,00/5.000 | 55,00/1.000 |
| DE0006858400 | 1 EUR | Naturstrom AG | Energie | 27,00/500 | 30,00T |
| DE0005588008 | 1 EUR | Pilkington AG | Glasherstellung | 390,00/100 | 415,00T |
| DE000A1MMD34 | 1 EUR | RA-Micro KGaA | Kanzleisoftware | 101,00/50 | 107,00/1.000 |
| DE0007306003 | 1 EUR | Schlossgartenbau AG | Immobilien | 450,00/52 | 500,00T |
| DE0006873805 | 1 EUR | Synaxon AG | IT | 4,75/100 | 5,78/2.000 |



Auszug unserer Kauf- und Verkaufsangebote

Stand 21.04.2017, alle Angaben ohne Gewähr; Unsere aktuelle und vollständige Liste finden Sie unter www.zweitfondsmarkt.de

| Fondsname | Segment / Währung | Geld-Kurs / Nominal | Brief-Kurs / Nominal | | | | | |
|---|-------------------|----------------------|----------------------|--|--|--|--|--|
| ARCAP Columbus Immo. 5 Jena Winzerl. | Immobilien / EUR | | 11,00 % / 40.903,35 | | | | | |
| BVT - Ertragswertfonds Nr. 1 | Immobilien / EUR | 45,50 % / 100.000,00 | | | | | | |
| ConRendit - Container-Fonds 4 | Leasing / EUR | 29,50 % / 40.000,00 | | | | | | |
| EBV - Windpark Wangenheim (Hochheim) | Energie / EUR | 52,50 % / 25.564,59 | | | | | | |
| FHH - MS Andes - MS Austral - MS Johannesburg | Schiffe / EUR | | 53,50 % / 100.000,00 | | | | | |
| Fundus 7 | Immobilien / EUR | | 27,50 % / 10.000,00 | | | | | |
| Hartmann Reederei - MS Frisia Göteborg | Schiffe / EUR | | 16,50 % / 30.000,00 | | | | | |
| HCI - Schiffsportfolio Ocean Shipping 1 | Schiffe / USD | | 16,50 % / 30.000,00 | | | | | |
| IVG - Euroselect 11 | Immobilien / EUR | 36,00 % / 100.000,00 | | | | | | |
| IMMAC - Pflegezentrum Mittenwald | Immobilien / EUR | | 99,00 % / 30.000,00 | | | | | |
| Immobilienfonds Nr. 71 Bau- u. Hobbymarkt | Immobilien / EUR | | 36,50 % / 15.338,76 | | | | | |
| KapHag - Fonds 41 BIC Berlin / 2. Tranche | Immobilien / EUR | 17,00 % / 225.000,00 | | | | | | |
| REAL I.S Bayernfonds Großbritannien 1 | Immobilien / GBP | | 27,50 % / 13.000,00 | | | | | |
| S.A.G Solarstrompark Gut Erlasee | Energie / EUR | | 104,50 % / 10.000,00 | | | | | |
| WGS / GVV Stuttgart Filderstadt Nr. 38 | Immobilien / EUR | | 44,00 % / 23.506,64 | | | | | |

VALORA EFFEKTEN HANDEL AG

Postfach 912, 76263 Ettlingen e-Mail: info@valora.de; Internet: www.valora.de Telefon: 07243 - 90 002, Fax: 07243 - 90 004

Bitte fordern Sie unsere kostenlose Info-Mappe an. Limiterteilung kostenlos.



LEGAL

von Dr. Thorsten Kuthe, Partner, Madeleine Zipperle, Salaried Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Narrenfreiheit?

Persönliche Haftung der Geschäftsleitung bei Anleiheemissionen

Im Rahmen einer Anleiheemission fragen sich die handelnden Vorstände oder Geschäftsführer häufig, ob sie mit dem Gang an den Kapitalmarkt auch einer ausgeweiteten persönlichen Haftung ausgesetzt sind. Nicht selten besteht die Befürchtung, mit der Unterschrift unter dem Prospekt hafte auch der unterzeichnende Geschäftsleiter automatisch gegenüber den Anlegern, falls irgendwo ein Fehler passiert ist. Wie so häufig liegt die Wahrheit in der Mitte: Nicht jeder Fehler führt zu einer persönlichen Haftung der Geschäftsleitung – aber ist Narrenfreiheit gegeben?

Grundsätzlich haftet nur der Emittent gegenüber dem Zeichner einer Anleiheemission, so im Zuge der Prospekthaftung. Die Geschäftsleitung tritt lediglich als Vertreter des Emittenten auf, so dass eine eigene, unmittelbare Haftung, z.B. alleine durch Unterzeichnung eines Prospekts, in der Regel ausscheidet. Denkbar ist, dass die Geschäftsleitung ihrerseits dem Emittenten im Rahmen eines Regresses haftet. Dabei ist die Haftung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt.

Eine Haftung der handelnden Personen im Außenverhältnis gegenüber Investoren kommt zunächst immer dann in Betracht, wenn es um Missbrauchsfälle geht. Hier hat die Rechtsprechung etwa über die Haftungsfigur der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung Wege gefunden, um getäuschten Anlegern einen Direktzugriff auf handelnde Personen zu ermöglichen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob es auch "Normalfälle" gibt, in denen eine persönliche Haftung von Mitgliedern der Geschäftsleitung gegenüber Anlegern denkbar wäre.

Vorsicht auch auf Roadshows

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist eine persönliche Haftung von Geschäftsleitern bereits für fahrlässig fehlerhafte Informationen und Aussagen im Rahmen einer werbenden Maßnahme möglich. Tritt der Geschäftsleiter der kapitalsuchenden Gesellschaft den Anlageinteressenten gegenüber und erteilt wie üblich in der Roadshow Auskünfte über das Anlageprodukt, kann er sich, so die Rechtsprechung, haftbar machen. Eine Haftung ist etwa denkbar, wenn der Anleger nicht



Von "Narrenfreiheit" für die Geschäftsführung kann bei Anleiheemissionen nicht die Rede sein.

Foto: Hans-Jrgen Krahl - Fotolia.com

über alle für seine Anlageentscheidung wesentlichen Umstände aufgeklärt wurde.

Bond Guide – Das Portal für Unternehmensanleihen

Eine solche Aufklärungspflicht besteht schon grundsätzlich für die Emittenten (übrigens auch im Rahmen einer Privatplatzierung) und wurde teilweise auch für etwa einen handelnden Vorstand angenommen. Diese Tendenz in der Rechtsprechung eröffnet im Rahmen von Anleiheemissionen ein Einfallstor, das über den Maßstab der gesetzlichen Prospekthaftung weit hinausgeht. Allerdings hat das OLG Stuttgart in einer Entscheidung aus dem Jahr 2016 diese weite Haftung eingegrenzt.

Voraussetzungen der persönlichen Inanspruchnahme

Nach dieser Rechtsprechung kommt eine persönliche Haftung des Vorstands oder Geschäftsführers nur in Betracht, wenn er eine von ihm als Person ausgehende Gewähr für die Erfüllung des in Aussicht genommenen Rechtsgeschäfts übernimmt. Hierzu muss der Geschäftsleiter auf besondere Sachkunde seinerseits verweisen und den Eindruck vermitteln, er könne persönlich die ordnungsgemäße Abwicklung der Anleihe gewährleisten. Dafür reicht es noch nicht, alleiniger Gesellschafter und Geschäftsführer zu sein.

Die Eigenhaftung ist hingegen in solchen Fällen eindeutig zu bejahen, in denen die Geschäftsleitung bei den Verhandlungen dem Grunde nach in eigener Sache verhandelt, insbesondere weil von vornherein feststeht, dass das Geld nicht für die Gesellschaft, sondern für eigenen Nutzen verwendet werden soll. Weitere Fälle der Haftung sind sicherlich denkbar, etwa wenn der Eindruck erweckt wird, in übergebenen Unterlagen oder Vorträgen würden bestimmte Umstände, wie zum Beispiel die wesentlichen Risiken, vollständig dargestellt, obwohl das nicht der Fall ist.

Fazit

Zwar ist das Urteil des OLG Stuttgart zu einer möglichen Haftung des Geschäftsführers einer GmbH bei Gesprächen über eine stille Beteiligung in der GmbH ergangen, es ist jedoch durchaus mit der werbenden Situation beispielsweise im Rahmen von Roadshows oder anderen Maßnahmen vergleichbar. Hier wie dort versucht der Vorstand bzw. der Geschäftsführer die möglichen Investoren von einer Beteiligung im Unternehmen zu überzeugen. Damit wird die bisherige sehr weit scheinende Rechtsprechung begrenzt. Das bedeutet nicht, dass die vorerwähnte "Narrenfreiheit" besteht, aber nicht jeder Fehler darf ein Tor in die persönliche Geschäftsleiterhaftung eröffnen. Wer sich sorgfältig vorbereitet und nach bestem Wissen in einer Roadshow Informationen weitergibt oder einen Prospekt gegenliest, kann auch ruhig schlafen.

Anzeige :



Wir danken unseren Anleihegläubigern für ihr Vertrauen seit 2013 – und dafür, dass sie unsere Anleihe zu einer der erfolgreichsten am Markt für KMU-Anleihen gemacht haben!

paragon entwickelt, produziert und vertreibt zukunftsweisende Produkte und Systeme im Bereich der Automobilelektronik, Elektromobilität und Karosserie-Kinematik. Zum Portfolio des Direktlieferanten der Automobilindustrie zählen im Segment Elektronik innovatives Luftgütemanagement, moderne Anzeige-Systeme und Konnektivitätslösungen sowie akustische High-End-Systeme. Darüber hinaus ist der Konzern mit den Voltabox-Tochtergesellschaften im schnell wachsenden Segment Elektromobilität mit selbst entwickelten Lithium-Ionen Batteriesystemen tätig. Im Segment Mechanik entwickelt, produziert und vertreibt paragon bewegliche Karosserie-Komponenten wie adaptiv ausfahrbare Spoiler.

paragon AG | Artegastraße 1 | 33129 Delbrück | Tel. +49(0)5250 9762-140 | Investor@paragon.ag | Twitter: @paragon_ir







von Marcel Goldmann, Aktienanalyst, Manuel Hölzle, CEO, GBC AG

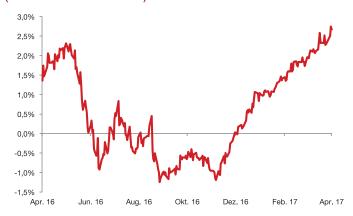
Künftig auch mit Wandelanleihen

GBC Mittelstandsanleihen Index GBC MAX mit erfolgreicher Entwicklung

GBC MAX nahe Höchstkurs

Bei einem Kurs von 123,46 hat der Qualitäts-Anleiheindex GBC MAX (ISIN: DE000SLA1MX8) die positive Entwicklung seit dem Start im Jahr 2013 weiter fortsetzen können und notiert fast auf Höchstkurs. Zwar konnte sich der GBC MAX, der ausgewählte Mittelstandsanleihen enthält, dem schwierigen Marktumfeld im Jahr 2016 im Bereich der Mittelstandsanleihen nicht entziehen, jedoch wurde diese herausfordernde Situation gut gemeistert. Seit Auflage des Bondindex konnte eine Rendite von 7,46% erzielt werden. Erwähnenswert ist darüber hinaus die vergleichsweise geringe Volatilität des GBC MAX in den letzten zwölf Monaten: lediglich 2,98%.

Abb. 1: GBC MAX - kumulierte Renditeentwicklung (ISIN: DE000SLA1MX8)



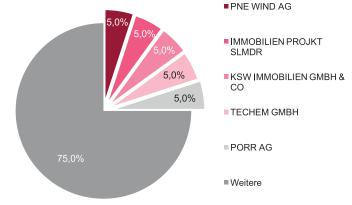
Quelle: ariva; GBC AG

Abb. 2: Historische Kursentwicklung

| | 6 Monate | | Seit Auflage 01.02.2013 | Volatilität (1Jahr) | |
|---------|----------|-------|----------------------------|------------------------|--|
| GBC MAX | +3,4% | +1,3% | +7,5% | 3,0 % | |

Quelle: ariva.de, GBC AG; Stand 20.04.2017

Abb. 3: Top 5 GBC MAX



Quelle: GBC AG

Aktuell erfüllen 28 Unternehmensanleihen die hohen Qualitätsstandards des GBC MAX

Mit dem Anleiheindex MiBox (Juli 2016) und dem Entry Standard Corporate Bond Index (März 2017) wurden in den letzten 12 Monaten zwei wichtige Vergleichsindizes aufgelöst und auch der BondM Anleiheindex mit nur noch sechs enthaltenen Unternehmen bietet keinen adäquaten Vergleich mehr, sodass der GBC Mittelstandsanleiheindex nunmehr der einzige verbliebene Anleiheindex im Bereich der Mittelstandsanleihen ist.

Derzeit befinden sich 28 Unternehmensanleihen im Qualitätsindex GBC MAX und erfüllen dessen hohe Qualitätsanforderungen. Ein Wert von rund 30 Anleihen im GBC Mittelstandsanleihen Index ist aus unserer Sicht eine gute Basis, um den deutschen Anleihemarkt für Mittelstandsanleihen mit einem entsprechenden Qualitätsansatz hinreichend abzudecken.

Anpassung der Indexkriterien an die aktuelle Marktentwicklung

Aufgrund eines in den vergangenen zwei Jahren rückläufigen Marktes für Mittelstandsanleihen und damit geringeren Anzahl an für den Index verfügbaren Anleihen haben wir den Index nunmehr

erneuert und die Indexkriterien aktualisiert. Seit dem 12.04.2017 können auch Wandelanleihen aufgenommen werden.

So wurden neuerdings z.B. die kürzlich emittierten Wandelanleihen von EYEMAXX REAL ESTATE und HEIDELBERGER DRUCKMASCHINEN neu in den Index aufgenommen. Des Weiteren können jetzt auch größere Corporate Bonds mit einem maximalen Volumen von 1 Mrd. EUR Einzug in den Index halten. Um dem größeren Universum an möglichen Titeln Rechnung zu tragen, wird zudem die Index-Streuung erhöht.

Damit sehen wir den erneuerten Index als gut gerüstet für die weitere Entwicklung am mittelständischen Anleihenmarkt und als probate Vergleichsbenchmark für professionelle Investoren, die in diesem Segment investieren wollen.

Die größten Positionen des GBC MAX stellen zum 20.04.2017 die Anleihen der Techem GmbH, Hornbach Baumarkt, UBM Realitätenentwicklung, Adler Real Estate und PNE Wind dar. Diese fünf Positionen machen derzeit insgesamt 45% des Index aus. Die verbleibenden 55% verteilen sich demnach auf die weiteren 24 Anleihen innerhalb des GBC MAX.

Abb. 4: Wesentliche Änderungen bei den Aufnahmeanforderungen für den GBC MAX

| Kriterium | neu | zuvor (bis zum 11.04.2017) |
|---|---|--|
| Instrument | Anleihen und Wandelanleihen | Anleihen |
| Rating des Anleihe- emittenten | mind. BB- | mind. BB- |
| Umsatzgröße des Anleiheemittenten | <15 Mrd. EUR bei Indust- rieunternehmen, sowie <15 Mrd. EUR Rohertrag bei Handelsunternehmen | <5 Mrd. EUR bei Indus- trieunternehmen, sowie <10 Mrd. EUR Rohertrag bei Handelsunternehmen |
| Mindestrendite des Anleiheemittenten | 100 Basispunkte über der deutschen Umlaufrendite | 150 Basispunkte über der deutschen Umlauf- rendite |
| Ausstehendes Volumen des Anleiheemittenten | 1 Mrd. EUR | 500 Mio. EUR |
| Restlaufzeit der Anlei- he/Wandelanleihe | 12+ Monate | 12+ Monate |

Quelle: GBC AG

Anzeige -

ROSLAND

www.roslandgold.de

MIT GOLD VERMÖGEN SICHERN

Die Beliebtheit von GOLD in Deutschland ist entscheidend höher als bei Aktien, denn rund 25 Millionen Bundesbürger besitzen derzeit GOLD, während nur knapp 9 Millionen haben direkt oder über Fonds Aktien.

Das wird Sie begeistern: außergewöhnliche **GOLD**münzen als gesetzliches Zahlungsmittel exklusiv nur bei **ROSLAND** in limitierter Auflage und hochwertiger Goldqualität erhältlich.



Offizielle GOLDmünze Formel 1 7.8 Gramm 99.99% FeinGOLD



Liberty Britannia GOLDmünze 31,10 Gramm 99,9% FeinGOLD



Offizielle Lady Liberty GOLDmünze 7,8 Gramm 99,99% FeinGOLD

GOLD MACHT SINN! 0800 902 0000 Montag bis Freitag 10:00-18:00 Uhr (Kostenlos)



Interview mit Christian Weber, Generalbevollmächtigter, Karlsberg Brauerei KG

"Verfolgen eine klar auf Ertragswachstum ausgerichtete Unternehmensstrategie"

Bond*Guide* im Gespräch mit Christian Weber, Generalbevollmächtigter der Karlsberg Brauerei KG Weber, über die künftige Unternehmens- und Finanzierungsstrategie sowie den neuen CFO der Gruppe*

BondGuide: Herr Weber, nun ist 2017 ja ein Jahrgang ohne die typischen großen "Bier-Events" wie Fußball-WM, Olympische Spiele oder dergleichen. Gut oder schlecht für Karlsberg?

Weber: Sowohl als auch. In einem "Fußballjahr" kommt man kaum um die Fokussierung auf ein so wichtiges Event herum; in einem Jahr ohne Groß-Veranstaltung kann man dagegen ruhiger an seiner Markenausrichtung und Angebotspalette arbeiten. Ich habe aber den Eindruck, der Bierabsatz ist noch eher Wetterdenn Event-getrieben – Public Viewing in einem verregneten Sommer macht niemandem Spaß.

BondGuide: Karlsberg trat zuletzt mit zwei Meldungen auf den Radar zurück: zum einen die Verbesserung der Ergebnisstruktur und zum anderen ein neuer CFO – Martin Adam. Wie findet er zu Ihrer Brauerei?

Weber: Das ist richtig, wir hatten natürlich zunächst intern geschaut, ob und wer für die Nachfolge von Gerhard Theis, der

Offizieller Ausrüster großartiger Feste! WWW.karlsberg.de KARLSBERG Bier-Gefühl

Foto: Karlsberg KG

KARLSBERG BR.ITV 16/21 (WKN: A2AATX)

BONDGUDE

Das Portal Riz Unternehmensariethen

Mai Jul Sep Nov Jan Mrz Mai

Quelle: BondGuide

zum Jahresende 2017 in Ruhestand geht, in Frage käme. Allerdings haben wir uns auch extern umgeschaut und so erschien Martin Adam bei mir auf dem Radar.

BondGuide: Womit überzeugte er Sie?

Weber: Herrn Adam weckte mein Interesse, da er aus dem Bankenbereich kommt und sich mit allen Finanzierungs-, aber auch Private-Equity-Themen sehr gut auskennt. Zudem mit Beteiligungsmanagement, was angesichts unserer Holding-Struktur nicht ganz unwichtig ist. Er war zuvor bei Rothschild und zuletzt beim Private-Equity-Unternehmen EQT.

^{*)} Die Karlsberg Brauerei ist ein Unternehmen innerhalb der Karlsberg Holding, Homburg/ Saarland. Diese befindet sich seit ihrer Gründung 1878 im Besitz der Gründerfamilie Weber. Christian Weber stieg 2010 in das Management ein und ist seit 2012 Generalbevollmächtigter.

Generell kann man stets seine Finanzstruktur optimieren, speziell also die Zinslast vielleicht nochmals senken.

"

BondGuide: Im letzten Jahr hatte Karlsberg ja in Windeseile eine Folgeanleihe platziert – nun möchten Sie weiter optimieren. In welche Richtung soll es gehen?

Weber: Generell kann man stets seine Finanzstruktur optimieren, speziell also die Zinslast vielleicht nochmals senken. Aktuell müssen wir nicht dergestalt investieren wie in den vergangenen Jahren – dafür ja die Anleihen I und II. Wir fahren jetzt auf einem, sagen wir mal, normaleren Niveau weiter.

BondGuide: Aber muss man nicht ständig in Innovationen investieren? Selbst bei Bieren oder allgemeiner Getränken, selbst wenn mir die Assoziation hier noch etwas schwerfällt...

Weber: Natürlich, der Unterschied liegt konkret vielleicht bei jetzt rund 10 Mio. EUR pro Jahr Investitionssumme, zuvor knapp 15 Mio. EUR. Viele Anlagen haben wir in den vergangenen Jahren erneuert, daher geht es nun eher um kleinere Projekte. Für mich geht es zudem darum, die Refinanzierung unserer Unternehmensanleihe ca. 2020 im Hinterkopf zu haben.

BondGuide: Sie erläuterten uns im letzten Jahr, Karlsberg wolle auch bewusst dem Kapitalmarkt erhalten bleiben, so dann auch die börsennotierte Folgeanleihe Karlsberg 2016/21.

Weber: Ja, daran erinnere mich und daran hat sich auch nichts geändert. Ich kann mir eine neue Unternehmensanleihe zu gegebener Zeit auch durchaus wieder vorstellen. Unsere Erfahrungen waren ja durchgängig positiv mit diesem Instrument. Abhängen wird die Wahl des Finanzinstruments natürlich von der Höhe von besagtem Investitionsplan, den wir nach 2020 vor uns haben.

BondGuide: Macht's die Mischung?

Weber: Ja, aus einem guten Portfolio an Geschäftsbanken, mit denen wir vertrauensvoll zusammenarbeiten, sowie einer passenden Form des Kapitalmarkts. So viel lässt sich sicherlich sagen.

BondGuide: Wie könnte denn die Karlsberg-Strategie lauten für die nächsten Jahre?

Weber: In etwa so, wie sie sich schon in den letzten Geschäftszahlen widergespiegelt hat: Margenschwachen Umsatz abgeben – z.B. im Discountsektor – und gutes Markengeschäft ausbauen. Das Angebotsportfolio lässt sich immer optimieren, sei es kleinteilig über einzelne Marken oder anorganisch über gezielte, aber natürlich überschaubare Akquisitionen. Auch letztere spielen natürlich in den erwähnten Investitionsplan hinein. Wir verfolgen insgesamt eine klar auf Ertragswachstum ausgerichtete Unternehmensstrategie.



Foto: Karlsberg KG

Bond*Guide*: Welches ist übrigens der größte Preisfaktor beim Bier, welches der Hebel?

Weber: Interessanterweise nicht die Rohstoffe, wie man vielleicht meinen könnte. Auch nicht mal die Personalkosten, die kommen an zweiter Stelle. Tatsächlich machen die Verpackungskosten in Einzelfällen bis zur Hälfte der Herstellungskosten aus.

BondGuide: Warum werden indes einige Start-up-Brauereien irgendwo auf eine grüne Wiese gestellt?

Weber: Um Subventionen zu nutzen, meist an Billiglohnstandorten. So startet man mit einer ganz anderen Preisstruktur. Und die braucht man, um im Discountgeschäft auszukommen. Das geht aber nicht mit einer Marke: Ich kann nicht glaubwürdig auf "regional" machen und gleichzeitig meine Brauerei beispielsweise nach Polen verlegen.

Joh kann nicht glaubwürdig auf "regional" machen und gleichzeitig meine Brauerei beispielsweise nach Polen verlegen.



BondGuide: Herr Weber, die besprochenen Punkte werden wir sicherlich beim nächsten Treffen prüfen – speziell wenn Sie dem Kapitalmarkt treu bleiben. Ihnen vielen Dank einstweilen!

Das Interview führte Falko Bozicevic.



von Peter Jeggli, Senior Portfolio Manager High Yield, Fisch Asset Management

High-Yield-Bonds gewinnen an Bedeutung in Anleiheportfolios

Fokus auf Vermeidung von Kreditverlusten / Rising Stars als wichtige Performancetreiber

In Anbetracht des Niedrigzinsumfelds in Europa und der Zinswende in den USA sind Hochzinsanleihen eine gefragte Alternative. Die hohen Kupons und die tiefe Zinssensitivität sprechen für die zunehmenden High-Yield-Allokationen. Anleger schätzen dabei insbesondere das mit Aktien vergleichbare Renditepotenzial bei rund hälftiger Volatilität und deutlich niedrigerem maximalen Drawdown.

Mit dem FISCH Bond Global High Yield Fund bietet die Schweizer Asset-Management-Boutique Investoren eine Strategie an, die seit der Auflage am 1. April 2012 in allen Marktphasen eine Outperformance gegenüber dem Vergleichsindex ML Global High Yield erzielte. Selbst 2015, als der breite Index aufgrund des starken Rückgangs der Ölpreise ein Jahresminus aufwies, konnten ein leicht positives Ergebnis verbucht werden.

Aufgrund eines researchintensiven Bottom-up-Ansatzes und des Fokus auf Verlustminimierung erlitt die Strategie seit 2012 keinen Ausfall, während es im Referenzuniversum jährlich zu 30 bis 40 Ausfällen kam. Außerdem hat sich das Engagement in vielen sogenannten Rising Stars ausgezahlt, d.h. in Unternehmen mit spekulativem Rating, die ihre Bilanzverhältnisse verbessert und ihr Ausfallrisiko deutlich vermindert haben.

Beispiele dafür waren Anglo American, Vale und HeidelbergCement. Auch die strategische Untergewichtung von CCC-Anleihen wirkte sich sehr positiv auf die Rendite aus: Wir erwarten hier weiterhin



| FONDS | ISIN | WKN |
|---------------------------------------|--------------|--------|
| FISCH Bond Global High Yield Fund AE2 | LU1039931131 | A113S0 |
| FISCH Bond Global High Yield Fund BE | LU1083847274 | A1183P |



Foto: Elnur Amikishiyev - Fotolia.com

ein unattraktives Risiko- und Ertragsprofil und werden in diesem Segment nur opportunistisch investieren.

Spürbar wachsende Nachfrage

Es ist bereits seit einigen Jahren eine spürbar wachsende Nachfrage im Segment der High-Yield-Bonds zu bemerken. In unserem Haus stiegen die Assets under Management im Bereich High Yield signifikant – nicht zuletzt auch dank des 5-Sterne-Rankings von Morningstar.

Eine erfolgreiche Titelselektion fußt auf dieser umfassenden Kreditexpertise, die in der researchintensiven Anlageklasse der Hochzinsanleihen von zentraler Bedeutung ist. Mit Rising Stars als zentrale Performancetreiber und der strategischen Untergewichtung von CCC-Anleihen sind wir optimistisch, weitere Investoren für unsere Strategie gewinnen zu können und den Wachstumskurs der Assets under Management zu festigen.

FINANZIERUNGSTAG für Immobilienunternehmen

Mezzanine, Schuldscheindarlehen, Crowdfunding, Unternehmensanleihe, IPO

27. Juni 2017, Hotel Jumeirah Frankfurt

Die Referenten:



Dr. Dirk Drechsler, Geschäftsführer, ADMODUS Mezzanine GmbH & Co. KG



Dr. Marc Feiler,Mitglied der
Geschäftsleitung,
Bayerische Börse AG



Holger Clemens Hinz, Managing Director Investment Banking, quirin bank AG



Hans-Peter Kneip,
Bereichsleiter Corporate
Finance,
LEG Immobilien AG



Marcus Kraft, Geschäftsführer, BVT Holding



Alexandra Kucera,
Principal Consultant,
Debt Advisory Germany,
Jones Lang LaSalle GmbH



Robert Michels,
Partner,
Dentons Europe LLP



Jonathan Miller, Geschäftsführender Gesellschafter, sparendo GmbH



Julian Oertzen, Vorstand, Exporo AG



Michael Werneke, Senior Berater, Better Orange IR & HV AG

Veranstalter:

BOND MAGAZINE



Partner:

















Medienpartner:



beteiligungs report















von Dr. Wolfgang Bauer, Anleiheexperte, M&G Investments

Standpunkt

Eurobonds? Wohl kaum!

2016 tendierten die Risikoaufschläge für Anleihen aus den Peripheriestaaten der Eurozone insgesamt nach oben, obgleich wesentlich weniger stark als 2011/2012. Ob damit auch der Ruf nach Eurobonds wieder lauter wird?

Der Aufschlag von 10-jährigen spanischen Staatsanleihen gegenüber 10-jährigen deutschen Staatsanleihen beträgt aktuell etwa 1,3%, was nah am Mittelwert der letzten zehn Jahre liegt. Die Renditedifferenz von 10-jährigen italienischen Anleihen liegt nur einen halben Prozentpunkt höher (1,8%). In Portugal indes bei 3,7%. Die Spreads beider Länder liegen höher als der Mittelwert der letzten zehn Jahre. Der griechische Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen von 7,0% ist der höchste unter den Peripheriestaaten, liegt aber dennoch unterhalb seines historischen Mittelwerts. Die Lage in Griechenland ist dieser Kennzahl nach zu urteilen also durchaus entspannt – ein Satz, den man nicht oft liest.



Einheitlicher Zinssatz - auf welchem Niveau?

Ein gemeinsamer 10-jähriger Eurobond ließe die Renditeaufschläge der Peripheriestaaten sofort verschwinden: Aber welche Rendite könnten Anleger von den Eurobonds erwarten? Alle Länder der Eurozone, mit Ausnahme von Estland, haben

Abb. 1: Divergenz, Konvergenz – wieder Divergenz? Beispiele von 10-jährigen europäischen Staatsanleihen



Quelle: M&G, Bloomberg; 24. März 2017

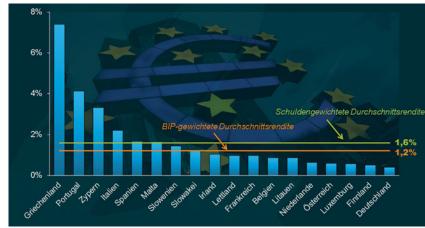
Staatsanleihen im Umlauf. Demzufolge können wir als vernünftigen Ausgangspunkt gewichtete 10-jährige Durchschnittsrenditen berechnen. Hier haben wir zwei Gewichtungsfaktoren verwendet: das BIP und die Schuldenquote.

Die BIP-gewichtete Rendite berücksichtigt die Wirtschaftskraft der Länder und damit ihre Fähigkeit, Steuergelder einzusammeln und Schulden zu tilgen. Deutschland erhält aufgrund seines hohen BIPs eine entsprechende Gewichtung. In der Folge sinkt die durchschnittliche Rendite auf 1,2%, was in etwa dem Niveau der aktuellen 10-jährigen Rendite der Slowakei entspricht. Wäre dies die tatsächliche Rendite der Eurobonds, würden sich die Finanzierungskosten für Deutschland auf 10-Jahres-Basis in etwa verdreifachen, während die Renditen für Peripheriestaaten deutlich sinken würden.

Demgegenüber reflektiert die schuldengewichtete Rendite den Verschuldungsgrad sowie die Bonität der Länder. Aufgrund der hohen Schuldenlast ist die Gewichtung von Italien hoch und rückt den Durchschnitt auf 1,6% nach oben, was der aktuellen 10-jährigen Rendite von Malta entspricht und vier Mal so hoch ist wie die 10-jährige Rendite von Deutschland.

Zugegeben: die BIP- und schuldengewichteten Schätzungen sind für hypothetische Eurobond-Renditen zu hoch, da sie eine Weiterentwicklung der Markttiefe und Verbesserung der Liquidität außer Acht lassen. Die Schaffung einer Kategorie gemeinsamer Eurobonds würde den fragmentierten europäischen Staatsanleihenmarkt fundamental verändern und ihn deutlich stärker standardisieren. Vor allem kleinere Länder, deren nationale Rentenmärkte vielleicht von vielen Anlegern außer Acht gelassen wurden, würden in hohem Maße von der Partizipation an einem tiefen und liquiden Eurobond-Markt profitieren.

Abb. 2: Hypothetische Rendite für 10-Jährige Eurobonds Renditeschätzungen auf Grundlage von gewichteten Durchschnitten



Quelle: M&G, Bloomberg, Eurostat; 24. März 2017 (aktuell verfügbare Daten)

Eurobonds bleiben vorerst Zukunftsmusik

Die Probe aufs Exempel könnte jedenfalls noch lange auf sich warten lassen: Die Einführung von Eurobonds in naher Zukunft ist eher unwahrscheinlich. Abgesehen von dem potenziellen "Moral Hazard", den eine Schuldenlast nach dem Gegenseitigkeitsprinzip erzeugen würde, und den möglichen Konflikten mit dem Lissabon-Vertrag gibt es erhebliche politische Hindernisse

in Deutschland. CDU/CSU haben sich hier schon seit Langem positioniert. Martin Schulz hat zwar in seiner Zeit als Präsident des Europäischen Parlaments die Idee von Eurobonds vertreten, doch als Kanzlerkandidat hat er das Thema nicht mehr angesprochen. Auch eine mögliche SPD-geführte Regierung dürfte dieses Thema also kaum vorantreiben.

Anzeige



Jahrespartner 2017





















www.bondguide.de/bondguide-partner



Interview mit Tobias Fischer-Zernin, Vorstandsvorsitzender, Joh. Friedrich Behrens AG

"Natürlich bleibt Behrens dem Kapitalmarkt erhalten!"

Interview mit Tobias Fischer-Zernin, Vorstandsvorsitzender der Joh. Friedrich Behrens AG

BondGuide: Herr Fischer-Zernin, als Sie Ende 2015 Ihre Refinanzierungsanleihe 2015/20 erfolgreich platzierten, urteilte BondGuide: "Chancen überwiegen leicht" – jetzt steht die Anleihe allerdings auf Rekordhoch bei 109% – fühlen Sie sich unterschätzt?

Fischer-Zernin: Was heißt unterschätzt – in den letzten 1,5 Jahren ist ja viel passiert bei Behrens und das Unternehmen hat sich deutlich positiv und nachhaltig entwickelt. Damit ist die Situation heute eine ganz andere als Ende 2015. Wir freuen uns über die positive Entwicklung unserer Anleihe und das Vertrauen, das Investoren in unser Geschäftsmodell und unsere Strategie setzen. Der Anleihekurs bestätigt dies für uns.

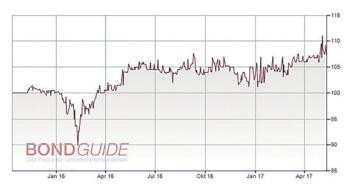
BondGuide: ...gleichwohl ist die Behrens-Anleihe kürzlich ins BondGuide Musterdepot gewandert – also Asche über unser Haupt –, und sogar zwischenzeitlich aufgestockt. Bekommen Sie so etwas mit im fernen Ahrensburg?

Fischer-Zernin: Natürlich. Wir versuchen, nah am Kapitalmarkt zu sein, und pflegen einen kontinuierlichen Dialog zu Aktionären und Anleihe-Investoren. Dazu gehört für uns neben der Beobachtung



Foto: Joh. Friedrich Behrens AG

JOH.FR.BEHRENS ANL 20 (WKN: A161Y5)



Quelle: Bond Guide

des Marktumfeldes auch die Berichterstattung in den Medien. Auch diese trägt schließlich dazu bei, wie die Behrens-Gruppe am Kapitalmarkt wahrgenommen wird.

BondGuide: Die Behrens-Anleihe rentiert nur noch mit ca. 5,6% p.a. Wäre das nicht eine probate Gelegenheit, ein FK-Finanzprodukt zu nutzen, das den neuen Rahmenumständen Rechnung trägt? Sie könnten Ihre FK-Kosten sicherlich nochmals deutlich senken.

Fischer-Zernin: Die langfristige Reduzierung der Fremdkapital-kosten ist eines unserer zentralen Themen. Deshalb arbeiten wir weiter an unserer Gesamtfinanzierungsstruktur, um diese zu diversifizieren, Fälligkeiten aufzuteilen und die Zinslast sukzessive zu reduzieren. Im Zuge dessen haben wir gerade eine neue, langfristige Finanzierung in Form einer Mietkaufstruktur für die Betriebsimmobilie in Ahrensburg erfolgreich abgeschlossen, mithilfe derer wir den letztes Jahr mit dem Patrimonium Middle Market Debt Fund geschlossenen Kredit vorzeitig zum 30. Juni 2017 ablösen können. Dadurch werden die Fremdkapitalkosten der Gruppe bereits deutlich und langfristig reduziert. Und natür-

Bond Guide - Das Portal für Unternehmensanleihen

lich prüfen wir darüber hinaus auch weitere alternative Finanzierungsinstrumente und -optionen.

BondGuide: Behrens ist ja bekanntermaßen aktiennotiert – wäre da nicht konkret eine Wandelanleihe beizeiten ein Produkt der Wahl?

Fischer-Zernin: Derzeit ist keine Kapitalmaßnahme der Aktie geplant, da die Aktionärsstruktur nicht maßgeblich verändert werden soll. Das genehmigte Kapital dient vorrangig als mögliche Währung für Transaktionen.

BondGuide: Ihre 2016er Zahlen konnten sich sehen lassen. So gut sie sich auch lesen: Kann man mit einer so niedrigen Marge leben? Was, wenn ein Störfaktor auftaucht wie 2008 während der Weltwirtschaftskrise?

Fischer-Zernin: Wir arbeiten kontinuierlich an unserer Ertragsstärke. Derzeit optimieren wir beispielsweise unsere Logistik- und Fertigungsprozesse weiter. In unserer Branche sind eine hohe Lieferbereitschaft und -schnelligkeit wettbewerbsentscheidend, deshalb investieren wir hier gezielt. Damit stellen wir uns nicht nur für die Zukunft auf, sondern können auch Einsparungen bei den Lagerkosten realisieren. Auch in anderen Bereichen nutzen wir Ergebnispotenziale und wachsen weiter organisch. Neben einem nachhaltigen Unternehmenswachstum und der Steigerung der Ertragskraft ist die Rückführung der Verschuldung unser oberstes Ziel.

BondGuide: Welche Strategie verfolgen Sie mit Ihren Ergebnissen?

Fischer-Zernin: Für das Geschäftsjahr 2016 werden wir der Hauptversammlung vorschlagen, dass die Gewinne wieder vollständig thesauriert werden. Als mittelständiges Unternehmen sind wir bestrebt, eine Eigenkapitalquote Richtung 30% anzustreben. Die aktuelle Quote liegt bei 23,2%.

BondGuide: Spürt man bei Investorengesprächen eigentlich tatsächlich einen Unterschied zwischen FK- und EK-Investoren in der Darstellung/Argumentation?

Fischer-Zernin: Behrens hat keine Eigenkapitalgeber. Im Fremdkapitalbereich, sei es am Kapitalmarkt, mit kapitalmarktnahen Investoren oder Banken, haben wir die Erfahrung gemacht, dass die Qualität der Investorengespräche sehr hoch ist. Entscheidend

JOH.FR.BEHRENS AG-Aktie (WKN: 519890)



Quelle: TaiPan



Foto: Joh. Friedrich Behrens AG

sind hier immer die strukturierte Vorbereitung und ein fundierter Dreijahresplan, wenn man Investoren überzeugen möchte.

BondGuide: Wie weit entfernt ist Behrens denn von einem Schuldschein – der in aller Regel nicht notiert ist und bei Ihrer Hausbank beheimatet?

Fischer-Zernin: Aus unserer Sicht ist das sicherlich eine Option. Das Unternehmen hat sich gut entwickelt und wir nutzen die wirtschaftliche und finanzielle Situation, um rechtzeitig die Möglichkeiten der Anleiherefinanzierung zu prüfen. Wir ziehen alle sinnvollen Optionen für alternative Finanzierungsinstrumente in Betracht, mit denen wir die Zinslast reduzieren und Fälligkeiten aufteilen können. Dafür sind neben einer vorzeitigen Rückführung der Unternehmensanleihe, die ab dem 11. November 2017 möglich wäre, auch weitere alternative kapitalmarktbasierte Finanzierungsinstrumente und -optionen denkbar, die wir aktuell prüfen.

BondGuide: Oder konkret gefragt: Bleibt Behrens weiterhin mit – mindestens – einer Anleihe dem Kapitalmarkt erhalten oder muss sich das BondGuide Musterdepot nach einem neuen Substanzwert umsehen?

Fischer-Zernin: Behrens bleibt dem Kapitalmarkt in jedem Fall erhalten. Wir haben schließlich bereits eine jahrzehntelange Verbindung durch unsere Börsennotierung. In welcher Form und Struktur dies allerdings zukünftig sein wird, können wir heute noch nicht sagen, zumindest aber als börsennotierte Aktiengesellschaft.

BondGuide: Herr Fischer-Zernin, dann sind wir gespannt, ob Behrens dem Kapitalmarkt weiter treu bleibt.

Das Interview führte Falko Bozicevic.



von Ralf Meinerzag, Fondsmanager, Steubing German Mittelstand Fonds

Ohne Gewährleistung

Eigentümergeführte Unternehmen sind auch keine Garantie

Eigentümergeführte Unternehmen sind auch keine Garantie für eine gute kaufmännisch sinnvolle Betriebsführung und einen sinnvollen, nachhaltigen Umgang mit dem ihnen anvertrauten Fremdkapital. Ein Beispiel ist für uns die **Rudolf Wöhrl AG**: Im letzten Jahr musste das Unternehmen Insolvenz in Eigenverwaltung anmelden, die im Dezember in einer Regelinsolvenz mündete. Schon damals war klar, dass Anleger, die in die 30 Mio. EUR umfassende Anleihe der Rudolf Wöhrl AG investiert hatten, würden bluten müssen. Von Insolvenzspezialisten wurde im besten Falle eine Quote von 20% erwartet.

RUDOLF WOEHRL AG ANL 18 (WKN: A1R0YA)



Quelle: BondGuide

Am 26. April 2017 gab das Unternehmen in einer Pressemitteilung bekannt, dass es im Rahmen eines Asset Deals an eine Gesellschaft des Unternehmers Christian Greiner verkauft werde. Für Anleihegläubiger gab es dann auch direkt positive Nachrichten: "Nach neuesten Erkenntnissen rechnet die Eigenverwaltung der Rudolf Wöhrl AG mit einer angepassten Insolvenzquote für die Insolvenzgläubiger (§ 38 InsO) in der Spanne von ca. 16 bis 21% (bundesweiter Durchschnitt: ca. 5% laut Statistischem Bundesamt). Bisher wurde von einer Insolvenzquote von 10 bis 20% ausgegangen." (Pressemitteilung der Rudolf Wöhrl AG 26.04.2017)

Christian Greiner ist kein Unbekannter: Er ist der Enkel des Gründers Rudolf Wöhrl und stellte sich Anfang Mai direkt gegenüber dem Handelsblatt im Rahmen eines großen Interviews. Ohne seinem Cousin Olivier Wöhrl, dem bisherigen Vorstandsvorsitzenden von Wöhrl, offensichtlich Vorwürfe zu machen, moniert er jedoch Fehler in der Unternehmensführung (eine "zu aufgeblähte Zentrale") und das unstrukturierte Sortiment in Filialen. Bilderbuchmäßig werden hier die ersten beiden betriebswirtschaftlichen Krisen auf dem Weg zur Insolvenz beschrieben: erst die Management- und nachfolgend die Strategiekrise. Das war auch schon zum Zeitpunkt der Anleihemission Status quo. Es stellt sich die Frage, ob dies die Berater, die die Anleihe mit begleitet haben, damals nicht auch gesehen haben.

Wie viele erwarteten, stehen seit letztem Monat die Anleihen der Rickmers Holding im Wert von 275 Mio. EUR im Feuer. Hier hat der gute Name des Reedereigründers sicherlich auch so manchen Investor überzeugt, sein Geld anzulegen. Pech gehabt, sagen nun die Anwälte von Bertram Rickmers. Sie sollen ihre Anleihe, die mittlerweile bei nur noch um die 5% vor sich hindümpelt, in nachrangiges Aktienkapital einer Luxemburger Gesellschaft tauschen. Dann könnten sie immerhin noch auf die Auszahlung

RICKMERS HOLD.ANL 13/18 (WKN: A1TNA3)



Quelle: Bond Guide

des nächsten Kupons in Höhe von 8,75% im Juni rechnen. Die Freude der – insbesondere professionellen – Investoren hält sich in Grenzen. Wir halten dieses Angebot ebenfalls nicht für überzeugend. Insbesondere weil wir davon ausgehen, dass im Falle einer Insolvenz alle Gläubiger gleich behandelt werden müssen, was bedeuten würde, dass auch die Kredite der HSH nicht vorab bedient werden dürften.

Im Jahr 2013 wurde die Rickmers-Anleihe begeben. Schon damals waren die Kosten für die Reederei zu hoch, um auf dem Weltmarkt weiter bestehen zu können. Auch in den Folgejahren konnte das Management um Bertram Rickmers seine Kosten nicht nachhaltig drücken. Alleine im Jahr 2016 wurden massive Verluste von rund 300 Mio. EUR eingefahren – auch hier: Managementfehler gleich **Managementkrise**.

"Hinzu kommt, dass die Rickmers Gruppe in ihrer Flotte vor allem kleine Frachter mit einer Kapazität von bis zu 4.500 Containern führt. Diese haben in der Schifffahrtskrise besonders gelitten und können mit ihren Einnahmen kaum die Betriebskosten decken. Im Rickmers Maritime Trust befinden sich überwiegend Schiffe der sogenannten Panamax-Klasse mit einer Länge von maximal 294 und einer Breite von 32 Metern. Deren Vorteil war, dass sie in der Vergangenheit gerade noch so durch den Panamakanal passten. Doch seit dieser ausgebaut wurde, haben diese Schiffe ihr wichtiges Alleinstellungsmerkmal verloren." (Hamburger Abendblatt, 07.11.2016) War für Bertram Rickmers und für die emissionsbegleitenden Berater der Ausbau des Panamakanals etwa ein schwarzer Schwan? Die Strategie von Rickmers ist zumindest nicht ausgereift zu nennen. Deswegen ist auch hier zum Zeitpunkt der Emission von einer nachhaltigen Strategiekrise des eigentümergeführten Unternehmens auszugehen.

Seit dem 10. Mai 2017 ist es nun auch final klar: Die **Solarworld AG** musste Insolvenz anmelden. "Der Vorstand ist nach umfassender Prüfung heute zu der Überzeugung gelangt, dass im Zuge des aktuellen Geschäftsverlaufs und der weiter voranschreitenden Preisverwerfungen keine positive Fortbestehensprognose mehr besteht." (Pressemitteilung Solarworld AG, 10.05.2017)

Gründer und CEO **Frank Asbeck** hat diese Preisverwerfungen, die es spätestens mit der Reduzierung der staatlichen Förderungen gegeben hat, nicht vorausgesehen? Er hat nicht erkannt, dass die Produktionskosten für deutsche Photovoltaik-Anlagen zu hoch sind? (**Managementkrise**). "Auch Solarworld-Chef Asbeck habe Fehler gemacht, heißt es. Zu spät – nämlich erst zu Beginn dieses Jahres – habe er mit einem Sparprogramm auf die schrumpfenden Erträge reagiert. Geschäftliche Chancen wie die Beratung mit eigenen Beschäftigten oder das Geschäft mit Speicherbatterien habe er liegen lassen." (FAZ-online, 11.05.2017)

In den Jahren 2010 und 2011 ließen sich viele Anleger vom markigen Auftreten von Frank Asbeck überzeugen und zeichneten Anleihen im Umfang von 550 Mio. EUR. "Seither hatten Anleger wenig Freude an ihrem Investment. Bereits 2013 mussten sie auf 60% ihres Geldes verzichten und einen Teil ihrer Anleihen



Hat Solarworld-CEO Frank Asbeck nicht erkannt, dass die Produktionskosten für deutsche Photovoltaik-Anlagen zu hoch sind?

Foto: Solarworld

in Aktien umwandeln. Doch noch immer stehen laut Bloomberg zwei Anleihen mit einem Gesamtvolumen von knapp 170 Mio. EUR aus." (Handelsblatt online, 11.05.2017) Seit 2009 war klar, dass die weltweite Finanzkrise auch direkte Auswirkungen auf die Förderprogramme für Sonnenenergie hatte. Viele Staaten mussten die Förderung einschränken oder komplett streichen. Gleichzeitig schwemmten preiswertere chinesische Produkte auf den europäischen und amerikanischen Markt. Demensprechend wurden die Solarworld-Anleihen in einer handfesten **Strategie-krise** emittiert. Vielleicht galt für den Bonner Asbeck als Strategie auch das Kölsche Grundgesetz: Et kütt, wie et kütt, und et hät noch immer jod jejange.

SolarWorld AG Anleihe: Febr. 19 (WKN: A1YCN1)



Quelle: TaiPan

Fazit

Sogenannte Familienunternehmen oder eigentümergeführte Unternehmen sind im Management nicht unbedingt besser aufgestellt. Langjährige Marktkenntnis, vielleicht sogar über Generationen hinweg, schützen nicht vor handfesten Strategiekrisen. Häufig versuchen die Eigentümer, Verursacher der betriebswirtschaftlichen Krisen, anstatt die Probleme zu lösen, einfach durch die Aufnahme von Fremdkapital entstandene Liquiditätslücken zu schließen. Für Investoren bedeutet dies: Ein traditionsreiches Unternehmen muss nicht auch unbedingt ein gutes Unternehmen sein.



von Marcelo Assalin, Fondsmanager, NN Investment Partners

Schwellenländeranleihen

Bessere Fundamentaldaten, geringere externe Risiken

Die Wachstumsraten der Schwellenländer haben sich bei relativ hohen realen Zinsen, unterbewerteten Währungen und stabilen bis steigenden Rohstoffpreisen stabilisiert. Damit verfügen Schwellenländeranleihen auch bei potenziellem Gegenwind über eine robuste Basis. Wir rechnen daher mit weiteren Zuflüssen in das gesamte Spektrum an Schwellenländeranleihen.

Günstiges Umfeld

Das erste Quartal 2017 verlief für Schwellenländeranleihen günstig: Die gesamte Anlageklasse hat eine positive Wertentwicklung erzielt und die Kapitalzuflüsse hielten sowohl bei Hart- als auch bei Lokalwährungsanleihen an. Angesichts der weltweit günstigen Wachstums- und Inflationsentwicklung dürfte das Umfeld positiv bleiben, zumal die Fundamentaldaten der Schwellenländer stabil sind bzw. sich in einigen Fällen sogar verbessern.

Weltweit deuten die Konjunkturindikatoren im Großen und Ganzen weiter auf eine moderate Beschleunigung der weltwirtschaftlichen Dynamik in diesem Jahr hin, wobei die USA – trotz der zuletzt uneinheitlicheren Daten – weiterhin vorn liegen. Im Zuge dieses Konjunkturaufschwungs in den USA ist das Risiko weiterer geldpolitischer Straffungen leicht angestiegen; insgesamt dürften die Renditen jedoch durch das dauerhaft deutlich niedrigere Zinsniveau im Euroraum und Japan verankert bleiben. Die Inflation hat zwar zuletzt angezogen, wird aber in den meisten Industrieländern – vor allem im Euroraum und in Japan – voraussichtlich moderat bleiben.

Bei steigenden Wachstums- und moderaten Inflationsraten sind auf kurze Sicht keine Turbulenzen an den Rentenmärkten zu erwarten. Insbesondere haben sich die Wachstumsraten der Schwellenländer bei relativ hohen realen Zinsen, unterbewerteten Währungen und stabilen bis steigenden Rohstoffpreisen stabilisiert. In diesem günstigen Umfeld verfügen Schwellenländeranleihen auch bei potenziellem Gegenwind über eine robuste Basis.

Innerhalb des Schwellenländeruniversums ist die Wachstumsdynamik in China weiterhin recht gut. Die jüngsten Indikatoren – Einkaufsmanagerindizes, Handelsbilanzdaten und Daten zur Geldpolitik – deuten darauf hin, dass diese Wirtschaftsdynamik auch in diesem Jahr anhält. Unseres Erachtens muss allerdings vor allem die Fiskalpolitik auch künftig relativ locker bleiben, um die Wirtschaft zu stabilisieren, die ein wichtiger Anker für das gesamte Schwellenländeruniversum ist. Außerdem dürfte die Regierung in diesem Jahr versuchen, den Wechselkurs stabil zu halten, indem sie Reserven einsetzt, Kapitalabflüsse kontrolliert und den inländischen Markt öffnet.

Hartwährungsanleihen

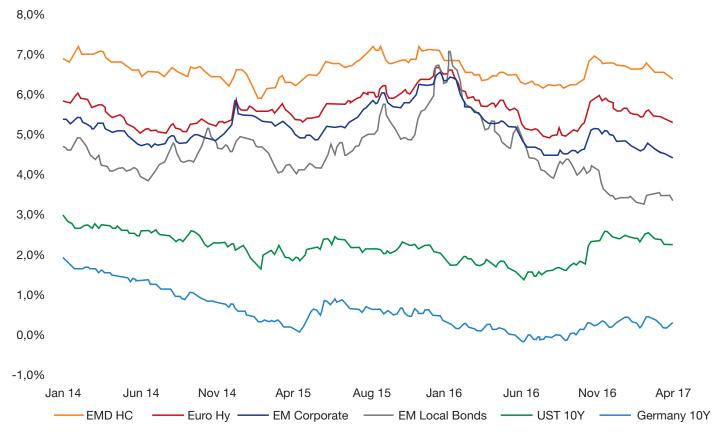
Wir sehen weiterhin Chancen auf stabilere, und in einigen Fällen sogar bessere, Fundamentaldaten für die Schwellenländer, wozu unter anderem die stabilen Rohstoffpreise (vor allem für Öl, aber auch für Industriemetalle) beitragen. Andererseits sind Schwellenländer-Hartwährungsanleihen mittlerweile nahezu fair bewertet, und die US-Politik könnte eventuell steigende Risiken mit sich bringen. Aus technischer Sicht überwiegen allerdings die positiven Faktoren für Hartwährungsanleihen deutlich, denn im bisherigen Jahresverlauf wurden kräftige Zuflüsse verzeichnet und in nächster Zeit stehen nur begrenzte Emissionen an.

Für Schwellenländer-Unternehmensanleihen sind die technischen Faktoren weiterhin günstig. Die Fundamentaldaten haben sich verbessert und das günstigere Verhältnis zwischen Ratingherauf- und -herabstufungen stimmt uns optimistisch. Im Vergleich zu anderen Segmenten des Marktes für Unternehmensanleihen sind solche aus Schwellenländern weiterhin attraktiv bewertet.

Lokalwährungsanleihen

Unsere positive Einstellung zu Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern wird dadurch bestätigt, dass der Markt nur sehr moderat auf die Zinsanhebung der US-Notenbank um 25 Basispunkte im März reagiert hat. Das Vertrauen der Marktteilnehmer ist angesichts der Belebung der Weltwirtschaft größer als in der turbulenten Phase des sogenannten "Taper Tantrum", als sich die Wachstumsraten in den USA und den Schwellenländern gegenläufig entwickelten. Falls die US-Daten weiterhin uneinheitlich ausfallen, könnte das goldene Zeitalter der expan-

Abb. 1: Schwellenländeranleihen bieten weiterhin einen attraktiven Rendite-Pick-up (in %)



Quelle: JP Morgan (Stand: Ende April 2017)

siven Geldpolitik bei nur geringem Inflationsauftrieb noch einige Zeit anhalten. In einer solchen Situation könnte die Fed beginnen, ihre Bilanzsumme parallel zu weiteren Zinsanhebungen zu verringern, ohne dass dies größeren Einfluss auf unseren insgesamt positiven Ausblick hätte.

Fazit

Wir rechnen mit weiteren Zuflüssen in Schwellenländeranleihen, da ein zyklischer Anstieg der Wachstumsraten und der Investitionstätigkeit zu erwarten ist, die Bewertungen attraktiv sind und sich die Haushaltssalden der Schwellenländer verbessern.

- Anzeige





von Stefan Schauer, Portfolio Manager, Marc-Alexander Knieß, Portfolio Manager, Lupus Alpha

Wachstum mit Airbag

Der Wolf im Fixed-Income-Mantel

Bei Wachstumswerten denken die wenigsten Investoren an Wandelanleihen. Ein Fehler, denn schließlich wurde die erste Wandelanleihe 1843 genau aus diesem Grund begeben: um ein aufstrebendes Wachstumsunternehmen zu finanzieren, die US-Eisenbahngesellschaft New York and Erie Railroad Company. Ein Growth Tilt, den es auch noch heute gibt: Viele innovative, stark wachsende Unternehmen sind als Emittenten von Wandelanleihen am Markt. Oftmals Firmen aus der zweiten Reihe, fernab der Standardwerteindizes. Damit wird die höhere Wachstumsdynamik und Kursentwicklung kleinerer Nebenwerte über Convertibles auch für konservativere Rentenanleger investierbar.

Anleger sind in der Zwickmühle: Sowohl Anleihe- als auch Aktienkurse sind schon weit gelaufen. Interessante Einstiegsmöglichkeiten sind nicht mehr leicht zu finden. Gerade klassische Anleihen sind bedroht. Bei sehr niedrigen Kupons, geringen Spreads und hohen Kursen muss bei wieder steigendem Zinsniveau mit Kursverlusten gerechnet werden.

Hybrides Produkt

Eine Alternative stellt die hybride Assetklasse der Wandelanleihen dar. Diese bieten die Möglichkeit eines abgefederten Investments, mit dem auch Rentenanleger vom Wachstumspotenzial auf der Aktienseite profitieren können. Der besondere Reiz liegt darin, dass häufig wachstumsstarke Small & Mid Cap-Unternehmen als Emittenten von Wandelanleihen auftreten, um so ihr dynamisches Unternehmenswachstum zu finanzieren.

Für Anleger bewirkt dieser sog. Growth Tilt, dass das Kurspotenzial von Wandelanleihen dank des eingebauten Wandlungsrechts praktisch unbegrenzt ist. Das Wandlungsrecht gestattet es dem Anleihebesitzer, innerhalb einer bestimmten Frist und zu einem festen Verhältnis in die zugrunde liegende Aktie zu tauschen. Steigt der Kurs der Aktie, legt somit auch der Wert des Wandlungsrechts zu. Ein Beispiel für das Potenzial von Wandelanleihen gibt die Nvidia Corporation, einer der größten Entwickler von Grafikprozessoren und Chipsätzen für Personal Computer und Spielkonsolen. Die im Jahr 2014 zu 100 ausgegebene Wandelanleihe notierte zwischenzeitlich bei über 500%.

Abb. 1: Wertentwicklung der Wandelanleihe von Nvidia profitiert von starker Kursentwicklung



Quelle: Bloomberg

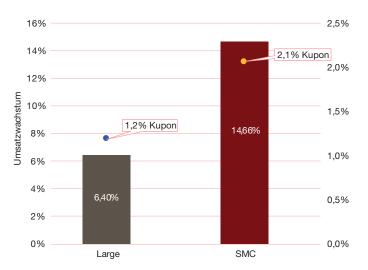
Neue Regeln

Zu den Emittenten von Wandelanleihen zählen insbesondere wachstumsorientierte Unternehmen, darunter eine ganze Reihe von Small & Mid Caps, die eine günstigere Form der Kapitalaufnahme suchen als beispielsweise über Corporate Bonds. Die Kapitalaufnahme über Wandelanleihen bietet für die Emittenten verschiedene Vorteile. Der gewichtigste Grund ist, dass für Convertibles wegen des eingebauten Wandlungsrechts weniger Zinsen gezahlt werden müssen als bei klassischen Anleihen. Außerdem können die Firmen ihre Aktionärsbasis verbreitern, sofern die Anleihekäufer ihr Wandlungsrecht nutzen. Damit kann zugleich das aus Unternehmenssicht teure Fremdkapital in günstiges Eigenkapital umgewandelt werden. Darüber hinaus ist die Kapitalaufnahme via Convertibles deutlich einfacher als eine Kapitalerhöhung oder die Begebung eines Corporate Bonds – so sind weder ein Credit-Rating noch eine Roadshow zwingend notwendig.

Aus Anlegersicht zahlen sich Investments in Small & Mid Caps zumeist durch ein höheres Umsatz- und Gewinnwachstum

gegenüber Large Caps sowie im Vergleich auch höhere Zinskupons aus. Wandelanleihen-Investoren können über die Zinskupons zugleich regelmäßige Einkünfte erzielen, obwohl Wachstumsunternehmen ansonsten nur in Ausnahmefällen Dividenden ausschütten. Gewichtige Argumente also, die für Investments in Convertibles sprechen.

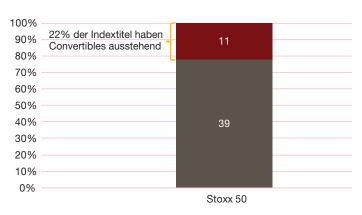
Abb. 2: Globale Wandelanleihen: Deutlich höheres Umsatzwachstum und höhere Zinskupons von Small & Mid Caps gegenüber Large Caps



Quelle: Lupus alpha. Bloomberg, DB Convertibles; Stand: 20.04.2017, Daten: gewichteter 3-Jahresdurchschnitt

Wandelanleihen von Wachstumsunternehmen bieten überdies wertvolle Diversifikationsmöglichkeiten, die Anleiheinvestoren ansonsten verwehrt blieben. So finden sich im Small & Mid Cap-Bereich aus den angeführten Gründen nur selten klassische Unternehmensanleihen. Aktieninvestments wiederum spielen für Anleiheinvestoren aus Risikoerwägungen in der Regel keine große Rolle. Ein zusätzlicher Diversifikationseffekt ergibt sich daraus, dass Small & Mid Caps nicht Bestandteil der klassischen

Abb. 3: Anteil der Wandelanleiheemittenten im Stoxx-50-Index



■Index Member ohne Convertible Bonds
■Index Member mit Convertible Bonds

Quelle: Lupus alpha, Bloomberg, DB Convertibles; Stand: 20.04.2017



Illustration: CrazyCloud - Fotolia.com

Standardwertindizes sind: Ihre Kursentwicklung wird somit auch kaum von Kauf- und Verkaufentscheidungen der Indexinvestoren via Futures oder ETFs beeinflusst. So ist nur etwa jedes fünfte Unternehmen aus dem Stoxx-50-Index mit einer Wandelanleihe am Markt.

Gründliche Bestandsaufnahme vonnöten

Dieser Umstand macht deutlich, dass die Wertentwicklung von Convertibles überwiegend von der individuellen Geschäftsentwicklung des Basiswerts abhängt. Für Investoren ergibt sich daraus die Möglichkeit, über eine fundamentale Einzeltitelanalyse des Wandelanleihe-Universums, zusätzliches Alpha zu generieren. Small & Mid Caps weisen in der Regel eine kürzere Unternehmenshistorie auf und werden deutlich weniger stark analysiert als Standardwerte. Daher lassen sich bei Wachstumstiteln mit intensivem Research, bei Unternehmensbesuchen und Gesprächen mit dem Management wichtige Informationsvorsprünge gewinnen.

Je nach Rechercheaufwand können potenzielle Übernahmekandidaten identifiziert werden, die ein besonderes Kurspotenzial bergen. Für Convertible-Bondanleger stellen Schutzklauseln in den Anleihebedingungen dabei sicher, dass aus einer Übernahme oder Fusion keine Nachteile entstehen. So wird z.B. der Wandlungspreis an die neue Situation angepasst und die Kursphantasie bleibt erhalten.

Fazit

Alles in allem bieten Wandelanleihen von Wachstumswerten überdurchschnittliche Chancen – wobei das Kursrisiko limitiert ist: Wachstum mit Airbag. Sowohl der Zinskupon als auch die Rückzahlung der Anleihe zum Laufzeitende bewirken eine asymmetrische Risikostruktur. Faktisch bedeutet das, dass Wandelanleihen in der Regel stärker an steigenden Aktienkursen partizipieren als an fallenden Kursen.





Interview mit Marc Friedrich und Matthias Weik, Friedrich & Weik Vermögenssicherung, Götz W. Werner, Initiative "Unternimm die Zukunft"

"Die nächste Weltwirtschaftskrise wird kommen"

Bond*Guide* im Gespräch mit Marc Friedrich, Matthias Weik und Götz W. Werner über Vermögenssicherung, Drittversprechen und "radikales Neudenken von Wirtschaft und Politik"

BondGuide: Herr Friedrich, Herr Weik, Sie haben neuerdings ein weiteres Buch veröffentlicht: "Sonst knallt's". Mit 160 Seiten statt wie bisher 300 bis 400 eher eine Art Essay – gehen Ihnen mittlerweile die Themen aus?

Friedrich: Keine Sorge. Die Politik und die Finanzwelt werden uns diesen Gefallen leider nicht tun. Immer noch ist zu viel im Argen und der nächste Knall ist schon absehbar. Wir werden nicht müde, den Finger in die Wunden zu legen, um eine Besserung herbeizuführen.

Weik: Nein, ganz im Gegenteil. Dennoch haben wir uns dieses Mal als Ziel gesetzt, ein kurzes, knackiges Buch zu schreiben. Nach drei wesentlich dickeren Werken ist es uns folglich nicht immer einfach gefallen, dieses Mal jede Menge Information auf lediglich 160 Seiten unterzubringen.

BondGuide: Nach "Der Crash ist die Lösung" und "Der größte Raubzug der Geschichte" – beides Bestseller – scheint weiteres Aufregepotenzial inzwischen limitiert. Worum geht's im aktuellen Buch von Ihnen?

Friedrich: Ganz und gar nicht. Hat sich denn etwas zum Besseren entwickelt? Sind die Probleme gelöst? Schauen wir mal raus: Die Notenbanken haben weltweit ein einmaliges Notenbankexperiment installiert, die Welt mit Geld geflutet und historisch tiefe Zinsen installiert. Die Probleme wurden nicht im Ansatz gelöst, sondern mit viel billigem Geld in die Zukunft verschoben. Parallel erleben wir alle live und in Farbe die größte Insolvenzverschleppung der Geschichte: das drohende Zerbrechen der EU, des Euros und ein Verstärken von radikalen Kräften. Aus all diesen Gründen sahen wir es jetzt an der Zeit, ein politisches Buch zu schreiben; vor allem vor der Bundestagswahl eine Art Weckruf, ein überparteiliches Programm zu veröffentlichen, da wir von den bestehenden Parteien keinen notwendigen Wandel erwarten.

Weik: Im Buch geht es um das Thema Digitalisierung, Industrie 4.0 und deren gravierende Folgen für unsere Gesellschaft. Des Weiteren machen wir einen Vorschlag für eine radikale Steuerreform und zeigen auf, warum wir um ein bedingungsloses Grundeinkommen in Zukunft nicht mehr herumkommen werden.

Sollten wir in der Eurozone Zinssätze von 5, 6, 7 oder gar 8% und mehr bekommen, dann stelle ich mir die Frage, wie sich die Länder langfristig finanzieren wollen.

"

BondGuide: Sprechen wir mal über besagte Zinsen und Renditen. Werden die Leitzinsen in absehbarer Zeit irgendwann überhaupt je wieder von Null wegkommen?

Weik: Nein, wir werden in Zukunft keine markanten Zinserhöhungen mehr sehen. Insbesondere die Staaten Südeuropas wie beispielsweise Griechenland, Portugal und, Italien sind bis zur Halskrause verschuldet. Sollten wir in der Eurozone Zinssätze von 5, 6, 7 oder gar 8% und mehr bekommen, dann stelle ich mir die Frage, wie sich die Länder langfristig finanzieren wollen.

Friedrich: Das sehe ich genauso, da sonst das ganze Kartenhaus zusammenbricht. Zusätzlich würde das Wirtschaftswachstum im Keim erstickt werden und die Börsen in den Keller rauschen. Das werden die Notenbanken nicht zulassen, vor allem auch weil sie immer mehr Aktien im Depot liegen haben. Man glaubt anscheinend, das Perpetuum Mobile der Finanzwelt gefunden zu haben.

BondGuide: Wie sehen Sie unter diesem Gesichtspunkt die Anleihemärkte, also speziell natürlich Investitionen in Anleihen, seien es Staats- oder Unternehmensanleihen?

Friedrich: Die Staatsanleiheblase ist doch die Mutter aller Blasen. Weik: Mittlerweile ist die Inflation mit knapp 2% bei uns angekommen. Investieren in Bundesanleihen ist momentan ein dickes Minusgeschäft. Deutschland, aber auch manche Unternehmen verdienen bereits Geld mit Schuldenmachen – das ist doch irrsinnig. Wer bitte ist so bekloppt und leiht jemandem Geld, wenn er weiß, dass er später real weniger zurückbekommt?

BondGuide: Die Rückzahlung von Anleihegeldern entspricht der Rückzahlung von aufgenommenen Krediten. Wo sehen Sie da aktuell ein Problem? Unternehmen können sich die Niedrigstzinsen für Fremdkapital derzeit ganz gut leisten...

Weik: Manche Unternehmen können das sehr wohl und da sehe ich auch kein Problem. Manche Unternehmen könne das jedoch auch nicht. Ich sehe jedoch ein großes Problem darin, dass Staaten sich immer weiter günstig verschulden können, bei denen ich zu 100% sicher bin, dass sie ihre Schulden niemals zurückbezahlen werden.

BondGuide: Stehen wir vor einer neuerlichen Weltwirtschaftskrise – was wäre dieses Mal der Auslöser, so man den denn vorhersehen könnte?

Friedrich: Man hat sich seit 2008 lediglich teuer Zeit erkauft und einige neue Blasen kreiert. Auslöser kann alles Mögliche sein. Wenn Macron realwirtschaftlich scheitert, wovon ich ausgehe, kann es Frankreich sein oder Italien mit den Neuwahlen, eine große Bank kippt um etc.

Weik: Die nächste Weltwirtschaftskrise wird kommen. Wann, das kann keiner genau sagen. Es sind gigantische Blasen auf der Welt entstanden. In China haben wir beispielsweise eine riesige Immobillienblase, eine Kreditblase, ein Schattenbankensystem und in den USA die Auto-, Studentenkredit- und die Immobilienkreditblase. Obendrein sind zahlreiche Staaten faktisch bankrott und folglich wird irgendwann die Mutter aller Blasen platzen: die der Staatsanleihen. Dieses Jahr wird in Italien voraussichtlich noch gewählt, und ob sich die proeuropäischen Kräfte durchsetzen, ist noch keinesfalls klar.

BondGuide: Einmal konkret gefragt: Müssen Staatsschulden eigentlich je tatsächlich zurückbezahlt werden?

Friedrich: Staatschulden werden niemals zurückbezahlt. Deutschland ist Exportweltmeister mit einem neuerlichen Rekord an Steuereinnahmen, Rekordbeschäftigung und -überschüssen. Deutschland zahlt keinen Cent an Schulden zurück. Wenn nicht wir, wer dann, und wenn nicht in Rekordjahren: wann dann? Weik: Wie können wir es dann von Pleiteländern wir Griechenland und Italien jemals erwarten? Noch nie hat ein Land seine Schulden zurückbezahlt. Schulden verschwinden aus dem System über: 1.) Inflation d.h. wir zahlen die Zeche; 2.) Währungsreform d.h.

BondGuide: Hm, üble Perspektiven. Bitte geben Sie dem Leser nochmals wichtige Argumente an die Hand, wie er konkret sein Handeln in diesem Gesellschaftssystem zum persönlichen Wohl verändern kann.

wir zahlen die Zeche; 3.) Krieg d.h. wir zahlen die Zeche doppelt.

Wer bitte ist so bekloppt und leiht jemandem Geld, wenn er weiß, dass er später real weniger zurückbekommt?

Friedrich: Ein jeder hat den mächtigsten Wahlschein - den Geldschein. Lassen Sie Ihr Geld wirken. Sie können mit Ihren Geldscheinen Unternehmen wählen oder abwählen, ermächtigen oder entmachten. Kaufen Sie beim Bauern direkt ein oder im Discounter. Sie können entscheiden: Wo kaufe ich was ein? Bestelle ich das Buch bei Amazon, die in der von Juncker gegründeten Steueroase Luxemburg kaum Steuern bezahlen, oder beim örtlichen Buchhändler um die Ecke. Wenn jemand für 8 EUR eine Jeans bei Primark kauft, darf er sich nicht wundern, wenn die Näher aus Pakistan irgendwann hier vor der Türe stehen. Wir müssen den Wohlstand gerecht verteilen und die Menschen fair bezahlen. Geben Sie den Druck von oben nach unten weiter: Nur so ändert sich etwas. Reden Sie mit Freunden und Bekannten, Kollegen und Politikern. Von oben wird sich nichts ändern, wahrer Wandel kommt immer von unten, von den Menschen. Wer sich auf die Politik verlässt, ist verlassen. Wenn wir jetzt etwas machen, kann es noch friedlich ablaufen, so wie 1989 in Leipzig, ansonsten wird es enden wie 1789 in Paris. Wir haben die Wahl!

BondGuide: Was wäre denn nötig, um unser Wirtschaftssystem und unsere soziale Grundordnung zukunftsfähig zu machen? Weik: Eine strikte Regulierung des Finanzsystems, eine Insolvenzordnung für Banken und für Staaten, ein faires Steuersystem – und die Abschaffung des Euro.

Friedrich: Alle Steuern abschaffen bis auf eine – die Konsumsteuer. Parallel: Einführung eines bedingungslosen Grundeinkommens.

Götz W. Werner: In Deutschland und Europa gäbe es längst "Wohlstand für alle", wenn es ein Einkommen für alle gäbe. Wenn die Mehrheit der Menschen das denken kann, können wir ein BGE notfalls über Nacht einführen.

BondGuide: Das BGE ist ein großes Thema in Ihrem Buch. Bisher hielt man das für einen geistigen Erguss lediglich von Oscar Lafontaine und seiner charmanten Lebensgefährtin Sahra Wagenknecht.

Götz W. Werner: Jeder Mensch hat das Recht, bescheiden aber menschenwürdig zu leben. Dafür braucht er ein Einkommen. Dass Arbeit und Einkommen verkoppelt sind, funktioniert nicht mehr. Das bedingungslose Grundeinkommen ist ein Auftrag der Gemeinschaft an den Einzelnen, sich mit seinen Talenten und Fähigkeiten einzubringen.

Weik: Im Zuge von Industrie 4.0 werden so viele Jobs wegfallen, dass es ohne Grundeinkommen gar keine andere Lösung gibt.

Friedrich: Die Manager dieses Wandels haben das größtenteils schon verstanden: Herr Käser von Siemens, Elon Musk von Tesla, Telekom-Vorstand Timotheus Höttges und viele andere sprechen sich für ein BGE aus.

BondGuide: Meine Herren, perfekt, um in einem Jahr erneut zu sprechen und zu schauen, ob und was sich geändert hat – oder nicht geändert.



Interview mit Nicola Facciorusso, Geschäftsführer, Rosland GmbH

"Gold wird viel zu häufig und zu Unrecht als Risikoanlage dargestellt – das Gegenteil ist der Fall"

Bond Guide im Gespräch mit Nicola Facciorusso, Geschäftsführer der Rosland GmbH, über Leistung und Leistungsversprechen, Verbote und Must-Haves sowie ob Edelmetalle eine Alternative auch für Privatinvestoren sein können

BondGuide: Herr Facciorusso, in den vergangenen fünf Jahren hat Gold rund ein Fünftel an Wert eingebüßt, seit seinem relativen Höchststand – inflationsbereinigt immerhin rund 1/3. Muss sich ein Investor trotzdem nach wie vor mit Edelmetallen auseinandersetzen oder ist das pure Liebhaberei?

Facciorusso: Der Goldpreis wird nicht von Vorständen, Benchmark-Investoren, Aktionären und Quartalszahlen bestimmt. Tausende verschiedene Aktien und Aktienindizes werden von Anlegern als Investitionsobjekt für den Zweck der beabsichtigten Gewinnmaximierung ausgewählt. Gold ist nur eines davon und wird stets als Absicherung gesucht. Unternehmen können häufiger Dividenden und Zinsen nicht zahlen, oft gehen sie auch pleite, oft können sie fällige Anleihen nur mit Ausgabe neuer Anleihen begleichen. Gold kann einzig enttäuschen, wenn Händler den Preis der Gold-Kontrakte – das sogenannte Papier-Gold – plötzlich und vorübergehend in eine bestimmte Richtung

Die Rosland GmbH ist auf den Verkauf selektierter Goldmünzen in limitierter Auflage und bester Golderhaltungsqualität fokussiert, zwei entscheidende Faktoren für den Aufschlag zum täglichen Goldpreis. Als purer Goldhändler tätigt Rosland keinerlei Anlagegeschäfte, die einer Regulierung durch Finanzbehörden nach dem Finanzdienstleistungs- und Investmentgeschäft unterliegen würden. Nichts destotrotz folgt Rosland freiwillig Richtlinien und Kontrollmechanismen, die von einem externen Compliance Officer und Geldwäschebeauftragten konstant überprüft werden. Rosland Capital ist seit 2008 in Los Angeles und seit 2014 in London ein führender Ansprechpartner für qualitativ hochwertige Edelmetalle in limitierter Auflage.

www.roslandgold.de





Rosland Capital wurde von Stunt & Co. London weltweit als exklusiver Vertriebspartner der Formula 1® Gedenkmünzen in limitierten Auflagen aus 99,9% Gold und Silver (Polierte Platte, PROOF) designiert. Diese Münzen werden als gesetzliches Zahlungsmittel der Salomon Islands herausgegeben und offiziell von der Formula One World Championship Limited lizensiert, eine Unternehmensgruppe, die für die kommerzielle Verwertung der Formel 1 Weltmeisterschaft verantwortlich ist (die Rechte sind Eigentum der FIA Fédération Internationale de l'Automobile). Die Prägung dieser limitierten Sammlung wird unter der Dienstaufsicht der Royal Australian Mint von der Schweizerischen Münzprägestätte PAMP erstellt. Fotos: Rosland GmbH

treiben, ohne den tatsächlich zugrundeliegenden langfristigen Trend nach oben entscheidend zu verändern. Gold macht immer Sinn, Aktien und Anleihen nicht immer.

BondGuide: Auf Euro-Basis sieht der Rückgang weniger dramatisch aus. Muss man Währungsexperte sein, um in Edelmetalle investieren zu können?





Fotos: Rosland GmbH

Facciorusso: Zunächst sind die grundsätzlichen psychologischen Beweggründe von Gold- und Aktienkäufen ein erwähnenswerter Faktor, der für die Antwort dieser Frage eine wichtige Rolle spielt. Während Aktienkäufe grundsätzlich von Hoffnung auf hohe Renditen bis gar Euphorie und Gier getrieben werden, ist die überwiegende Antriebskraft eines Goldkaufs die Sorge um den Verlust von Vermögen und Liquidität. Dazu muss niemand Experte sein.

BondGuide: Rosland Gold setzt auf bekannte Marken, wie Formel-1 oder die "Gute alte D-Mark": das bekannte goldene 1-DM-Stück. Wer interessiert sich für diese Nischenprodukte? Facciorusso: Jeder, dem diese Stücke gefallen und der nichts von der Stange möchte, sondern noch ein bisschen mehr.

BondGuide: ...immerhin möchte man doch aber so wenig wie möglich Aufpreis zahlen, also so wenig wie möglich Liebhaberpreis auf den reinen Goldwert. Wäre der ganz normale Krügerrand nicht das Mittel der Wahl für Personen, die sich nicht sonderlich mit der Materie beschäftigen möchten?

Facciorusso: Der Krügerrand wurde seit 1967 über 52 Mio. mal geprägt: eine Massenware, die doch mit Aufpreis zum Gold verkauft wird, obwohl immer nur der reine Goldwert von 31,1 gr realisiert werden kann. Das gleiche gilt auch für andere moderne Massenware aus Gold wie Britannia, Maple Leaf, Philharmoniker, Kangaroo und Sovereign. Deshalb macht es für Anleger mehr Sinn, sich an Goldmünzen in limitierter Auflage und hochwertiger Golderhaltungsqualität zu orientieren.

BondGuide: Fremdkapital ist ja de facto ein Leistungsversprechen, also ein Versprechen des Gegenübers bzw. Dritter – manchmal werden Versprechen gebrochen. Wie ist das bei Edelmetallen?

Facciorusso: Eigentlich ist dies ja eine Fragestellung, die überwiegend knapp 9 Mio. Bundesbürger betrifft, die in Aktien direkt oder über Aktienfonds investiert sind. Die 25 Mio. Bundesbürger, die ca. 8.800 Tonnen Gold in privatem Eigentum halten, kennen solche Probleme nicht.

BondGuide: Das heißt konkret?

Facciorusso: Viel zu oft werden in Deutschland unsachliche Szenarien über ein möglicherweise bevorstehendes Goldverbot und Enteignungsmaßnahmen durch die Bundesregierung in Umlauf gebracht. Dadurch wird Gold als Risikoanlage dargestellt und konkret angeregt, Edelmetalle am besten in bar und damit anonym zu kaufen und es selbst aufbewahren, um eine künftige, unterstellte staatliche Enteignung zu unterlaufen. Tatsächlich ist Deutschland das einzige EU-Land, in dem Gold ohne jegliche Identitätsprüfung bis zu einer Höhe 15.000 EUR in bar gekauft werden kann. Das schlüpfrige Interesse der Behörden, einen wachsenden Goldmarktwert von mittlerweile 400 Mrd. EUR nicht zu regulieren, ist in Deutschland in kritischen Zeiten wie diesen unverständlich und unpassend.

BondGuide: Indes, es gab ja auch schon mal ein Verbot von Goldbesitz – in den USA seit 1933 für rund vier Jahrzehnte. Könnte so etwas nicht jederzeit wieder passieren?

Facciorusso: Die im Markt unterstellte potenzielle staatliche Enteignung bezieht sich auf eine sehr gewagte Interpretation des Grundgesetzartikels 14, Absatz 3: Eine Enteignung ist nur zum Wohle der Allgemeinheit zulässig. Sie darf nur durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes erfolgen, das Art und Ausmaß der Entschädigung regelt. Die Entschädigung ist unter gerechter Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten zu bestimmen. Wegen der Höhe der Entschädigung steht im Streitfalle der Rechtsweg vor den ordentlichen Gerichten offen.

BondGuide: Wir sind keine Juristen...

Facciorusso: In der Tat: Wir sind alle keine Juristen, aber aus beruflicher Historie kennen wir Finanzmärkte und folgen realitätsbezogenen Wirtschaftskriterien. Wie ein Gesetz in Deutschland entsteht, erklärt die Bundesregierung auf ihrer eigenen Website www.bundestag.de sehr verständlich. Demzufolge droht in Deutschland keinerlei Goldverbot und auch keine Enteignung. Ein Goldverbot bzw. eine Goldenteignung müsste – gegen geltendes EU-Gesetz – von der Bundesregierung oder einer Fraktion von mindestens 31 Bundestagsabgeordneten erst dem Bundesrat für eine Stellungnahme vorgelegt werden. Abgesehen von völlig unpassenden ökonomischen und juristischen Kriterien: Welcher Abgeordnete und welche Partei würde bei ca. 25 Mio. Wählern und Goldbesitzern undenkbare historische soziale Unruhen riskieren? Die Unterstellung eines Goldverbots und einer irgendwie gearteten Enteignung wird stets willkürlich und ohne jeden Realitätsbezug generiert.

BondGuide: Herr Facciorusso, dann schauen wir mal, ob Bond-Guide-Leser und damit Anleihe-Investoren sich auch für ein gewisses Gewicht an Edelmetallanlagen begeistern können.

Das Interview führte Falko Bozicevic.



Die **EQS Group** ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Digital Investor Relations. Mehr als **8.000 Unternehmen** weltweit sind dank der Anwendungen und Services in der Lage, komplexe nationale und internationale Informationsanforderungen und Meldepflichten sicher, effizient und gleichzeitig zu erfüllen und die Investment Community weltweit zu erreichen.

Das EQS COCKPIT, eine cloud-basierte IR-Plattform, bildet dazu die Arbeitsprozesse von IR-Managern digital ab, kommuniziert mit der Unternehmenswebsite und verbreitet Mitteilungen über eines der wichtigsten Financial Newswire. Produkte wie Websites, IR Tools, digitale Unternehmensberichte und Webcasts machen EQS Group zum digitalen Komplettanbieter.

Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet und hat sich kontinuierlich vom Startup zum internationalen Konzern mit **Standorten in den wichtigsten Finanzmetropolen** der Welt entwickelt. Der Konzern beschäftigt weltweit über 300 Mitarbeiter.

Kontakt:

Manuel Rekittke E-Mail: manuel.rekittke@eqs.com Tel.: +49 89 21 02 98-0

EQS Group AG Karlstr. 47 80333 München germany.eqs.com





Wir schaffen Transparenz in Kommunikation und Struktur. Beratungsleistungen für strukturierte Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen sowie Kapitalmarktkommunikation.

Die EULE Corporate Capital GmbH ist eine seit fast 20 Jahren auf Unternehmensfinanzierung und die Kommunikation im Kapitalmarkt spezialisierte Beratungsgesellschaft, die mittelständische Unternehmen in sämtlichen Finanzierungs- und Kapitalmarktfragen umfassend und umsetzungsstark berät und begleitet.

Unser Fokus ist stets ganzheitlich und auf die konkreten Finanzierungsbedürfnisse jedes einzelnen Kunden individuell ausgerichtet. Ziele unseres strukturierten Beratungsprozesses sind dabei immer eine individuelle, maßgeschneiderte Finanzierungslösung und eine professionelle Projektsteuerung. Dabei bieten wir eine optimale Strukturierung von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapitalfinanzierungen, die individuell auf die Kundenbedürfnisse zugeschnitten sind, und begleiten den gesamten Weg bis zur erfolgreichen Umsetzung.

Darüber hinaus unterstützen wir unsere Kunden in allen Bereichen der strategischen Kapitalmarkt- und Unternehmenskommunikation. Eine ganzheitliche Kommunikationsstrategie und die entsprechende professionelle Umsetzung sind am Kapitalmarkt und in Finanzierungsprozessen entscheidende Faktoren. Wir entwickeln dabei für Sie die passenden Kommunikationsmethoden und -instrumente, mit denen Ihr Unternehmen in der Öffentlichkeit und bei den relevanten Zielgruppen wahrgenommen und platziert wird. Bei der operativen Umsetzung unterstützen wir Sie ebenso wie im Dialog mit Investoren, Aktionären, Presse, Analysten, Banken und Börse.

Kontakt:

Andreas Uelhoff

E-Mail: kontakt@eulecc.de Tel.: +49 40 5550298882 Fax: +49 40 5550298889

www.eulecc.de





GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB ist eine der führenden Wirtschaftskanzleien in Deutschland. Mit 270 Anwälten an fünf Standorten in Berlin, 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 und in der Insolvenz.

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 etwa 350 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 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. Fondsanteile können auch über die Börsen in Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf, Hamburg/Hannover, München und Berlin ohne Ausgabeaufschlag erworben werden.

Die KFM Deutsche Mittelstand AG wurde beim Großen Preis des Mittelstandes in 2016 als Preisträger ausgezeichnet. Als Gründe für die Auszeichnung wurden 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

One Square ist der Spezialist und Marktführer für Corporate Finance Beratung bei Mittelstandsanleihen sowie deutscher Distressed Assets mit kreativen Lösungen für komplexe und grenzüberschreitende Situationen. Alle Partner und Teammitglieder verfügen über jahrzehntelange Erfahrung sowohl in Corporate Finance, M&A, Strukturierung von Kapitallösungen als auch in der Restrukturierung und waren in führenden Beratungsgesellschaften, Investmentbanken sowie in geschäftsführenden Positionen tätig.

Beratung von Kapitalgebern

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

Beratung bei Finanzrestrukturierungen

Entwicklung von Restrukturierungs- und Verhandlungsoptionen; Entwicklung, Umsetzung und Bewertung von Insolvenz- bzw. Vollstreckungsszenarien; Finanzanalyse (u.a. Kapitalstruktur, Verschuldung, Value-Break, Kapitaldienstfähigkeit); Liquiditätsplanung & -management

Distressed M&A

Beratung von Käufern und Verkäufern außer- und innerhalb der Insolvenz; Verhandlung mit Insolvenzverwaltern; Aufbereitung der Finanzdaten, Businessplanung und Unternehmensbewertungen; 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:

Frank Günther

E-Mail: fg@onesquareadvisors.com

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





RETTET LEBEN.

Jede Spende hilft. 10 Euro sichern Überleben.

IBAN: DE 93 37050198 0000 0440 40

COLSDE33 BIC:

www.care.de



Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating-agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|--|-------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------|---------------------------------------|-----------------|-----------------|---|------------------------------------|
| More & More (2018) | Modehändler A1TND4 | Jun 13/Feb 14 | FVS | 10 | ja | 8,13% | CC ⁹⁾ | 31,13 | 220,0% | quirin bank | * - - |
| Alno (2018) | Küchenmöbel A1R1BR | Apr 13 | FV FRA | 45 | ja | 8,50% | CC ^{3) 8)} (SR) | 47,50 | 123,3% | Oddo Seydler Bank | * |
| Beate Uhse (2019) | Erotikartikel A12T1W | Jul 14 | FV FRA | 30 | ja | 7,75% | BB- ⁹⁾ | 22,68 | 120,1% | Scheich & Partner (AS), youmex (LP) | |
| Scholz (2019) | Recycling A1MLSS | Feb 12/Feb 13 | FV FRA | 6 | ja | 0,00% | SD ⁸⁾ (EH) | 12,81 | 116,0% | Oddo Seydler Bank (AS), Blättchen & Partner (LP) | * |
| Peine (2018) | Modehändler A1TNFX | Jun/Jul 13 | FV S | 4 | nein | 8,00% | C ⁹⁾ (CR) | 45,00 | 112,6% | quirin Bank | * |
| 3W Power II (2019) | Energie A1ZJZB | Aug 14 | FV FRA | 45 | ja | 8,00% | | 42,00 | 67,6% | Oddo Seydler Bank | * - - |
| Smart Solutions (vorm. Sympatex) (2018) | Funktionstextilien A1X3MS | Dez 13 | FV FRA | 13 | ja | 8,00% | CCC ⁹⁾ | 52,95 | 62,1% | Oddo Seydler Bank | * |
| Herbawi (2019) | Modehändler A12T6J | Okt 14 | FV FRA | 1 | nein | 7,75% | B+ ^{3) 9)} (Feri) | 52,00 | 44,6% | DICAMA | * - - |
| Minaya Capital WA (2018) | Beteiligungen A1X3H1 | Aug 13 | PM DÜS (C) | 3 | ja | 7,00% | | 72,55 | 38,4% | Acon Actienbank | * * |
| Sanha (2018) | Heizung & Sanitär A1TNA7 | Mai 13/Jan 14 | FV FRA | 38 | ja | 7,75% | B- ⁸⁾ (CR) | 78,32 | 34,8% | equinet Bank | * * |
| Travel24 (2017) | Online-Reisen A1PGRG | Sep 12 | FV FRA | 21 | nein | 7,50% | | 91,55 | 34,6% | Acon Actienbank | * |
| 3W Power WA (2020) | Energie A1Z9U5 | Nov 15 | FV FRA | 14 | ja | 5,50% | | 51,00 | 29,6% | Oddo Seydler Bank | * - - |
| Air Berlin V (2019) | Logistik AB100N | Mai 14 | FV FRA | 82 | ja | 5,63% | | 69,90 | 27,3% | | * * |
| SeniVita Soz. GS (2019/unbegr.) | Pflegeeinrichtungen A1XFUZ | Mai 14 | FV FRA | 22 | nein | 8,00% | B+ ⁹⁾ | 75,00 | 24,8% | ICF, Blättchen FA | * 1 |
| Schneekoppe (2020) | Ernährung A1EWHX | Sep 10 | FV DÜS | 1 | ja | 3,50% | | 63,20 | 19,2% | Schnigge | * - - |
| Air Berlin IV (2019) | Logistik AB100L | Mai 14 | FV FRA | 170 | ja | 6,75% | | 85,00 | 16,3% | | * |
| Cloud No. 7 (2017) | Immobilien A1TNGG | Jun/Jul 13 | Bondm | 30 | ja | 6,00% | BBB ^{3) 8)} | 98,43 | 16,0% | Blättchen FA | **** |
| Stern Immobilien (2018) | Immobilien A1TM8Z | Mai 13 | FV FRA & m:access | 17 | nein | 6,25% | BB+ ^{3) 8)} | 91,90 | 15,1% | Dero Bank ¹¹⁾ | ** ** |
| Air Berlin II (2018) | Logistik AB100B | Apr 11/Jan 14 | Bondm | 225 | ja | 8,25% | | 95,36 | 14,1% | | * - - - |
| SeniVita Social WA (2020) | Pflegeeinrichtungen A13SHL | Mai 15 | FV FRA | 45 | nein | 6,50% | BB ^{3) 8)} | 85,00 | 12,8% | ICF | ** |
| Solar8 Energy (2021) | Erneuerbare Energien | Mrz/Apr 11 | FV DÜS | 10 | ja | 3,00% | BB- ⁹⁾ | 73,00 | 12,0% | | * |
| Metalcorp (2018) | Metallhändler A1HLTD | Jun 13/Mai 14 | FV FRA | 70 | ja | 8,75% | BB ⁸⁾ | 98,07 | 10,5% | Schnigge (AS), DICAMA (LP) | ** |

Bond Guide – Das Portal für Unternehmensanleihen

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating- agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|--------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|---------------|--|-----------------|-----------------|---|------------------------------------|
| Timeless Homes (2020) | Immobilien A1R09H | Jun 13 | PM DÜS (C) | 10 | n.bek. | 9,00% | 1 1 1 1 1 | 97,00 | 10,4% | Schnigge | * - - |
| Ekosem I (2021) | Agrarunternehmen A1MLSJ | Mrz 12 | Bondm | 50 | ja | 8,75% | CCC ⁸⁾ | 96,05 | 10,0% | Fion | ** |
| Singulus II (2021) | Maschinenbau A2AA5H | Jul 16 | FV FRA | 12 | ja | 3,00% | | 92,00 | 9,9% | Oddo Seydler Bank | ** |
| eno energy (2018) | Erneuerbare Energien A1H3V5 | Jun 11 | PM DÜS (C) | 10 | nein | 7,38% | D 9) (CR) | 97,95 | 9,9% | GBC, Bankhaus Neelmeyer | ** |
| 4finance (2021) | Finanzdienstleister A181ZP | Mai 16 | Prime Standard | 150 | ja | 11,25% | B+ ³⁾ | 105,50 | 9,8% | Wallich & Matthes, Dero Bank 11) | **** |
| Neue ZWL Zahnradwerk I (2019) | Automotive A1YC1F | Feb 14 | FV FRA | 25 | ja | 7,50% | B 8) (CR) | 96,61 | 9,6% | Steubing (AS), DICAMA (LP) | *** |
| FCR Immobilien I (2019) | Immobilien A1YC5F | Okt 14 | FV FRA | 5 | nein | 8% + Bonus | | 110,01 | 9,4% | Eigenemission | **** |
| Ekosem II (2022) | Agrarunternehmen A1R0RZ | Nov 12/Okt 13 | Bondm | 78 | ja | 8,50% | CCC ⁸⁾ | 96,15 | 9,4% | Fion | ** |
| BDT Automation (2017) | Technologie A1PGQL | Sep/Okt 12 | FV FRA | 13 | nein | 8,13% | CCC ⁹⁾ | 99,50 | 9,1% | Oddo Seydler Bank (AS), DICAMA (LP) | ** |
| VST Building Tech. (2019) | Bautechnologie A1HPZD | Sep/Okt 13 | FV FRA | 6 | nein | 8,50% | CCC 8) (CR) | 99,50 | 8,7% | Dero Bank ¹¹⁾ | *** |
| Neue ZWL Zahnradwerk II (2021) | Automotive A13SAD | Feb 15 | FV FRA | 25 | ja | 7,50% | B 8) (CR) | 97,00 | 8,4% | Steubing (AS), DICAMA (LP) | ** |
| HanseYachts II (2019) | Boots- und Yachtbau A11QHZ | Mai 14 | FV FRA | 13 | nein | 8,00% | ! ! ! ! ! | 100,50 | 7,7% | Steubing | *** |
| Photon Energy (2018) | Erneuerbare Energien | Mrz 13 | FV FRA | 5 | nein | 8,00% | BB- ⁹⁾ | 100,45 | 7,6% | Eigenemission | *** |
| gamigo (2018) | Online-Spiele A1TNJY | Jun 13 | FV FRA | 5 | nein | 8,50% | B+ ⁹⁾ | 101,37 | 7,4% | Kochbank (AS), GBC (LP) | *** |
| Euroboden (2018) | Immobilien A1RE8B | Jul 13 | PM DÜS (C) | 6 | nein | 7,38% | BB- ^{3) 8)} | 100,00 | 7,3% | SCALA CF | *** |
| Golfino II (2023) | Golfausstatter A2BPVE | Nov 16 | FV FRA | 4 | ja | 8,00% | B+ 8) (CR) | 104,18 | 7,2% | quirin bank, DICAMA (LP) | ** |
| FCR Immobilien II (2021) | Immobilien A2BPUC | Okt 16 | FV FRA | 3 | nein | 7,10% | | 100,10 | 7,0% | Eigenemission | *** |
| Eyemaxx IV (2020) | Immobilien A12T37 | Sep 14 | FV FRA | 19 | nein | 8,00% | BB ⁸⁾ | 102,50 | 7,0% | ICF | *** |
| Homann I (2017) | Holzwerkstoffe A1R0VD | Dez 12/Jun 13 | Prime Standard | 100 | ja | 7,00% | B+ ⁸⁾ | 100,00 | 6,9% | Oddo Seydler Bank (AS), Conpair (LP) | *** |
| eterna Mode II (2022) | Modehändler A2E4XE | Mrz 17 | FV FRA | 25 | ja | 7,75% | B+ ⁸⁾ | 104,80 | 6,6% | ICF | *** |
| JDC Pool (2020) | Finanzdienstleister A14J9D | Mai/Jun 15 | FV FRA | 15 | ja | 6,00% | | 98,50 | 6,5% | Steubing | *** |
| mybet Holding WA (2020) | Beteiligungen A1X3GJ | Dez 15 | FV FRA | 2 | ja | 6,25% | 1 | 100,00 | 6,3% | Oddo Seydler Bank | ** |
| Prokon (2030) | Erneuerbare Energien | Jul 16 | FV HH | 410 | nein | 3,50% | BBB- ³⁾ | 75,80 | 6,2% | M.M. Warburg | *** |

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating- agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|--|----------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------|--|-----------------|-----------------|---|------------------------------------|
| DEMIRE (2019) | Immobilien A12T13 | Sep 14/Mrz 15 | FV FRA | 100 | ja | 7,50% | | 103,25 | 6,1% | Oddo Seydler Bank | *** |
| Vedes II (2019) | Spiele & Freizeit A11QJA | Jun 14 | FV FRA | 20 | ja | 7,13% | B+ 3) (SR) | 102,07 | 6,0% | Steubing | *** |
| Royalbeach II (2020) | Sportartikel A161LJ | Nov 15 | m:access | 3 | nein | 7,38% | B- ⁸⁾ (CR) | 104,51 | 5,9% | Acon Actienbank | ** ** |
| Eyemaxx V (2021) | Immobilien A2AAKQ | Mrz 16 | FV FRA | 30 | ja | 7,00% | BBB- ^{3) 8)} | 104,00 | 5,9% | Small & Mid Cap IB | **** **** |
| REA III (vorm. Maritim Vertrieb) (2020) | Beteiligungen A1683U | Dez 15 | FV HH | 50 | n.bek. | 3,75% | | 93,11 | 5,9% | Eigenemission | ** |
| Eyemaxx II (2017) | Immobilien A1MLWH | Apr 12 | FV FRA | 12 | nein | 7,75% | BBB- ^{3) 8)} | 101,00 | 5,8% | Dero Bank 11) | *** *** |
| BeA Behrens II (2020) | Befestigungstechnik | Nov 15 | Scale 15) | 22 | nein | 7,75% | B+ ⁸⁾ | 106,91 | 5,6% | quirin bank | *** |
| Energiekontor II (2018/22) | Erneuerbare Energien A1MLW0 | Jul 12 | FV FRA | 10 | ja | 6,00% | | 103,75 | 5,5% | | *** |
| IPM (2018) | Immobilien A1X3NK | Okt 13 | FVS&FRA | 15 | ja | 5,00% | | 99,50 | 5,3% | Oddo Seydler Bank | *** |
| KSW Immobilien (2019) | Immobilien A12UAA | Okt 14/Jun 15 | FV FRA | 25 | ja | 6,50% | BBB ^{3) 8)} | 103,05 | 5,2% | ICF (AS), FMS (LP) | * |
| DEWB (2019) | Industriebeteiligungen A11QF7 | Apr 14 | FV FRA | 10 | ja | 6,00% | | 101,70 | 5,1% | Oddo Seydler Bank | *** |
| Eyemaxx III (2019) | Immobilien A1TM2T | Mrz 13 | FV FRA | 11 | ja | 7,88% | BB ⁸⁾ | 105,00 | 5,0% | Dero Bank ¹¹⁾ | *** |
| BioEnergie Taufkirchen (2020) | Energieversorger A1TNHC | Jul 13 | m:access | 15 | ja | 6,50% | BBB- ^{3) 8)} (SR) | 104,25 | 5,0% | GCI Management Consulting | *** |
| IPSAK (2019) | Immobilien A1RFBP | Nov 12 | Bondm | 30 | ja | 6,75% | BBB ^{3) 8)} | 105,00 | 4,6% | Rödl & Partner | **** |
| Alfmeier Präzision (2018) | Automotive A1X3MA | Okt 13 | FV FRA | 30 | ja | 7,50% | BB ⁸⁾ | 104,01 | 4,6% | Steubing (AS), DICAMA (LP) | *** |
| Stauder II (2022) | Bierbrauerei A161L0 | Jun 15 | FV FRA | 10 | ja | 6,50% | B+ ⁸⁾ | 108,50 | 4,6% | ICF | *** |
| DSWB II (2023) | Studentenwohnheime A181TF | Jun 16 | FV FRA | 64 | ja | 4,50% | BBB- ^{3) 9)} | 100,00 | 4,5% | equinet Bank | |
| Sanochemia (2017) | Pharmazie A1G7JQ | Aug 12 | FV FRA | 7 | nein | 7,75% | B ⁸⁾ | 100,80 | 4,5% | Lang & Schwarz | *** |
| Eyemaxx WA II (2019) | Immobilien A2DAJB | Apr 17 | FV FRA | 20 | ja | 4,50% | BB ⁸⁾ | 100,20 | 4,5% | Dero Bank ¹¹⁾ | *** |
| Accentro (vorm. Estavis) (2018) | Immobilien A1X3Q9 | Nov 13 | FV FRA | 10 | nein | 9,25% | | 102,20 | 4,4% | Oddo Seydler Bank | * |
| Constantin II (2018) | Medien & Sport A1R07C | Apr 13 | FV FRA | 65 | ja | 7,00% | | 102,40 | 4,4% | Oddo Seydler Bank | *** |
| Lang & Cie RE (2018) | Immobilien A161YX | Aug 15 | FV FRA | 15 | ja | 6,88% | | 103,26 | 4,3% | ICF | *** |
| ETL Freund & Partner II (2024) | Finanzdienstleistung A2BPCH | Dez 16 | FV MUC | 25 | ja | 6,00% | BBB- (EH) | 110,00 | 4,2% | Eigenemission | *** |
| Deutsche Rohstoff II (2021) | Rohstoffe A2AA05 | Jul 16 | Scale 15) | 51 | nein | 5,63% | BB+ ⁸⁾ | 105,87 | 4,1% | ICF | *** |

Bond *Guide* – Das Portal für Unternehmensanleihen

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating- agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|---------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------|--|-----------------|-----------------|---|------------------------------------|
| PORR Hybr. (2022/unbegr.) | Baudienstleister A19CTJ | Feb 17 | FV Wien | 125 | ja | 5,50% | 1 1 1 1 1 | 106,10 | 4,1% | HSBC | *** |
| Underberg II (2021) | Spirituosen A11QR1 | Jul 14 | FV FRA | 30 | ja | 6,13% | B+ ⁸⁾ | 107,98 | 4,1% | Oddo Seydler Bank | *** |
| Procar II (2019) | Autohandel A13SLE | Dez 14 | FV DÜS | 10 | ja | 7,25% | BB ⁹⁾ | 108,00 | 4,0% | Schnigge | *** |
| Hahn-Immobilien (2017) | Immobilien A1EWNF | Sep 12 | FV FRA | 20 | ja | 6,25% | BBB- ^{3) 9)} | 100,95 | 3,9% | Schnigge | *** |
| Seidensticker (2018) | Bekleidung A1K0SE | Mrz 12 | PM DÜS (C) | 30 | ja | 7,25% | B+ ⁹⁾ | 102,80 | 3,9% | Schnigge | *** |
| Ferratum II (2019) | Finanzdienstleister A2AAR2 | Jun 16 | Scale 15) | 25 | nein | 4,88% | BBB+ 8) | 102,12 | 3,8% | ICF | *** |
| Underberg III (2020) | Spirituosen A13SHW | Jul 15 | FV FRA | 30 | ja | 5,38% | B+ 8) (CR) | 105,00 | 3,7% | Oddo Seydler Bank | *** |
| Underberg IV (2018) | Spirituosen A168Z3 | Dez 15 | FV FRA | 20 | ja | 5,00% | B+ 8) (CR) | 102,02 | 3,7% | Oddo Seydler Bank | *** |
| publity WA (2020) | Immobilien A169GM | Nov & Dez 15 | FV FRA | 50 | ja | 3,50% | 1 1 1 1 1 1 | 100,00 | 3,5% | quirin bank | *** |
| Dt. Bildung SF II (2026) | Studiendarlehen A2AAVM | Jun 16 | PM DÜS (C) | 10 | ja | 4,00% | 1 1 1 1 1 1 | 105,00 | 3,4% | Small & Mid Cap IB | *** |
| Ferratum I (2018) | Finanzdienstleister A1X3VZ | Okt 13 | Scale 15) | 25 | ja | 8,00% | BBB+ 3) 8) (CR) | 106,50 | 3,4% | ICF | **** |
| PNE Wind (2018) | Erneuerbare Energien | Mai/Sep 13 | Prime Standard | 100 | ja | 8,00% | BB 8) (CR) | 105,00 | 3,3% | M.M. Warburg (AS), Oddo Seydler Bank | *** |
| SG Witten/Herdecke | Studiendarlehen A12UD9 | Nov 14 | PM DÜS (B) | 8 | ja | 3,60% | | 102,54 | 3,2% | SCALA CF | ** |
| Katjes II (2020) | Beteiligungen A161F9 | Mai 15 | FV DÜS & | 60 | ja | 5,50% | BB 9) (CR) | 106,50 | 3,2% | Bankhaus Lampe (AS), IKB (LP) | *** |
| MTU (2017) | Technologie A1PGW5 | Jun 12 | Prime Standard | 250 | ja | 3,00% | Baa3 3) (Moody's) | 99,99 | 3,1% | Oddo Seydler Bank | * |
| paragon (2018) | Automotive A1TND9 | Jun 13/Mrz 14 | FV FRA | 13 | ja | 7,25% | BB+ 9) (CR) | 104,75 | 3,0% | Oddo Seydler Bank | *** |
| UBM Development II (2020) | Immobilien A18UQM | Dez 15 | Scale 15) & FV Wien | 75 | ja | 4,25% | 1 1 1 1 1 1 | 104,42 | 3,0% | quirin bank | *** |
| FC Schalke 04 III (2023) | Fußballverein A2AA04 | Jun 16 | Scale 15) | 34 | ja | 5,00% | BB- 8) (CR) | 111,50 | 2,9% | equinet Bank | *** |
| Hörmann Industries II (2021) | Automotive A2AAZG | Nov 16 | Scale 15) | 30 | ja | 4,50% | BB 8) (EH) | 106,81 | 2,9% | equinet Bank (AS), IKB (LP) | *** |
| Deutsche Rohstoff I (2018) | Rohstoffe A1R07G | Jul/Sep 13 | FV FRA | 16 | nein | 8,00% | BB+ 8) (CR) | 106,00 | 2,8% | ICF | *** |
| Karlsberg Brauerei II (2021) | Bierbrauerei A2AATX | Apr 16 | Scale 15) | 40 | ja | 5,25% | BB 8) (CR) | 109,62 | 2,7% | Bankhaus Lampe (AS), IKB (LP) | *** |
| Adler Real Estate III (2020) | Immobilien A14J3Z | Apr/Okt 15, Apr 17 | Prime Standard | 500 | ja | 4,75% | BB- (S&P) | 106,00 | 2,6% | Oddo Seydler Bank | *** |
| UBM Development I (2019) | lmmobilien A1ZKZE | Jul/Dez 14, Mrz 15 | Scale 15) & FV Wien | 200 | ja | 4,88% | 1 1 1 1 1 1 | 104,77 | 2,6% | IKB, Steubing & quirin (Aufstockung) | *** |
| Deutsche Börse III (2041) | Börsenbetreiber A161W6 | Aug 15 | Prime Standard | 600 | ja | 2,75% | AA (S&P) | 105,92 | 2,4% | Deutsche Bank (AS), BNP, Goldman Sachs, Morgan Stanley | *** *** |

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating- agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|-------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|-----------------|--|-----------------|-----------------|---|------------------------------------|
| Adler Real Estate I (2018) | Immobilien A1R1A4 | Mrz/Apr 13 | FV FRA | 35 | ja | 8,75% | BB- (S&P) | 105,82 | 2,3% | Oddo Seydler Bank | *** |
| DIC Asset III (2019) | Immobilien A12T64 | Sep 14/Apr 15 | Prime Standard | 175 | ja | 4,63% | | 105,60 | 2,1% | Bankhaus Lampe (AS), Oddo Seydler Bank (LP) | *** |
| S&T (2018) | IT-Dienstleister A1HJLL | Mai 13 | FV FRA | 15 | ja | 7,25% | BBB- 9) (CR) | 105,40 | 2,0% | Oddo Seydler Bank | ** |
| FC Schalke 04 II (2021) | Fußballverein A2AA03 | Jun 16 | FV FRA | 16 | ja | 4,25% | BB- 8) (CR) | 109,02 | 2,0% | equinet Bank | ** ** |
| DIC Asset II (2018) | Immobilien A1TNJ2 | Jul 13/Feb 14 | Prime Standard | 100 | ja | 5,75% | | 104,50 | 1,9% | Baader Bank | *** *** |
| Berentzen (2017) | Spirituosen A1RE1V | Okt 12 | FV FRA | 50 | ja | 6,50% | | 102,10 | 1,8% | Oddo Seydler Bank | ** ** |
| TAG Immobilien II (2020) | Immobilien A12T10 | Jun 14 | Prime Standard | 125 | ja | 3,75% | | 106,00 | 1,8% | Oddo Seydler Bank | *** |
| ATON Finance (2018) | Industriebeteiligungen A1YCQ4 | Nov 13 | Prime Standard | 200 | ja | 3,88% | | 103,25 | 1,7% | Deutsche Bank | *** |
| PORR II (2018) | Baudienstleister A1HSNV | Nov 13 | FV FRA | 50 | ja | 6,25% | | 107,35 | 1,5% | Steubing | ** |
| Stauder I (2017) | Bierbrauerei A1RE7P | Nov 12 | FV FRA | 10 | ja | 7,50% | B+ ⁸⁾ | 103,35 | 1,4% | Oddo Seydler Bank (AS), Conpair (LP) | * - |
| DSWB I (2020) | Studentenwohnheime A1ZW6U | Jun/Nov 15 | FV FRA | 77 | nein | 4,68% | BB ^{3) 9}) | 110,00 | 1,3% | IKB, equinet Bank, BankM (Co-Lead) | ** |
| ETL Freund & Partner I (2017) | Finanzdienstleistung A1EV8U | Dez 10/Feb 13 | FVS | 8 | ja | 7,50% | BBB- (EH) | 103,55 | 1,3% | FMS, equinet Bank | ** |
| TAG Immobilien I (2018) | Immobilien A1TNFU | Jul 13/Feb 14 | Prime Standard | 310 | ja | 5,13% | | 105,20 | 0,9% | Oddo Seydler Bank | * |
| Dürr II (2021) | Automobilzulieferer A1YC44 | Mrz 14 | FV FRA | 300 | ja | 2,88% | | 107,80 | 0,8% | Deutsche Bank, HSBC | * |
| SAF-Holland (2018) | Automobilzulieferer A1HA97 | Okt 12 | Prime Standard | 75 | ja | 7,00% | BBB ⁸⁾ | 106,02 | 0,8% | IKB | * |
| Deutsche Börse IV (2025) | Börsenbetreiber A1684V | Okt 15 | Prime Standard | 500 | ja | 1,63% | AA (S&P) | 108,02 | 0,6% | Goldman Sachs, J.P. Morgan (AS), UBS | * |
| innogy Finance (2021) | Energiedienstleister A0T6L6 | Feb 09 | Prime Standard | 1.000 | ja | 6,50% | BBB ⁸⁾ (S&P) | 126,42 | 0,3% | Oddo Seydler Bank | * |
| Deutsche Börse I (2022) | Börsenbetreiber A1RE1W | Okt 12 | Prime Standard | 600 | ja | 2,38% | AA (S&P) | 111,51 | 0,2% | Deutsche Bank, BNP, Citi | * - |
| Deutsche Börse II (2018) | Börsenbetreiber A1R1BC | Mrz 13 | Prime Standard | 600 | ja | 1,13% | AA (S&P) | 101,21 | -0,2% | Commerzbank, DZ Bank, JP Morgan | * |
| Eyemaxx WA I (2019) | Immobilien A2BPCQ | Dez 16 | FV MUC | 4 | ja | 4,50% | BB ⁸⁾ | 113,00 | -0,4% | GBC | * - |
| Rickmers (2018) | Logistik A1TNA3 | Jun/Nov 13 & Mrz/Nov 14 | Prime Standard | 275 | ja | 8,88% | C ⁸⁾ (CR) | 4,62 | n.ber. | Oddo Seydler Bank | * |
| HPI WA (2024/unbegr.) | Industriedienstleister A1MA90 | Dez 11/Okt 13 | FV FRA | 6 | ja | 3,50% | | 6,00 | n.ber. | Süddeutsche Aktienbank | * |
| Identec (2017) | RFID-Technologie A1G82U | Okt 12 | FV HH-H | 25 | nein | 7,5% + Bonus | | n.bek. | n.ber. | FMS | * |
| René Lezard (2017) | Modehändler A1PGQR | Nov 12 | FV FRA | 15 | ja | 7,25% | CCC ⁹⁾ | 10,50 | in Insolvenz | Schnigge (AS), UBJ (LP) | * |

Bond *Guide* – Das Portal für Unternehmensanleihen

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating- agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|-------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------|--|-----------------|-----------------|--|------------------------------------|
| Karlie Group (2021) | Heimtierbedarf A1TNG9 | Jun 13 | FV FRA | 10 | nein | 5,00% | D 8) (SR) | 3,96 | in Insolvenz | Viscardi (AS), Blättchen & Partner (LP) | * |
| GEWA 5 to 1 (2018) | Immobilien A1YC7Y | Mrz 14 | FV FRA | 35 | ja | 6,50% | BBB ^{3) 9)} (CR) | 34,50 | in Insolvenz | equinet Bank (AS), FMS (LP) | * |
| Laurèl (2017) | Damenbekleidung | Okt 12 | FV FRA | 20 | ja | 7,13% | CCC ⁹⁾ | 9,70 | in Insolvenz | Oddo Seydler Bank | * |
| Sanders II (2018) | Bettenzubehör A1X3MD | Okt 13/Jul 14 | FV FRA | 22 | ja | 8,75% | D 8) (CR) | 32,99 | in Insolvenz | Oddo Seydler Bank (AS), Steubing (LP) | 1 * 1 |
| KTG Energie (2018) | Biogasanlagen A1ML25 | Sep 12 | FV FRA | 50 | ja | 7,25% | D ⁸⁾ (CR) | 2,59 | in Insolvenz | Schnigge (AS), equinet Bank (LP) | * |
| Enterprise Holdings II (2020) | Finanzdienstleister A1ZWPT | Mrz 15 | FV FRA | 30 | nein | 7,00% | D ⁸⁾ (CR) | 3,50 | in Insolvenz | Dero Bank ¹¹⁾ | * |
| Enterprise Holdings I (2017) | Finanzdienstleister A1G9AQ | Sep 12 | FV FRA | 20 | ja | 7,00% | D ⁸⁾ (CR) | 3,50 | in Insolvenz | Dero Bank ¹¹⁾ | * |
| Wöhrl (2018) | Modehändler A1R0YA | Feb 13 | FV FRA | 30 | ja | 6,50% | C ⁹⁾ | 16,57 | in Insolvenz | Viscardi | * |
| KTG Agrar III (2019) | Agrarrohstoffe A11QGQ | Okt 14 | FV FRA | 92 | ja | 7,25% | D ⁸⁾ (CR) | 2,59 | in Insolvenz | Scheich & Partner (AS), youmex (LP) | * |
| KTG Agrar II (2017) | Agrarrohstoffe A1H3VN | Jun/Dez 11, Feb 13, Feb/Dez 14 | FV FRA | 250 | ja | 7,13% | D ⁸⁾ (CR) | 2,75 | in Insolvenz | equinet Bank | * |
| Steilmann-Boecker II (2018) | Modehändler A12UAE | Sep 14 | FV FRA | 33 | ja | 7,00% | D ⁸⁾ (CR) | 1,35 | in Insolvenz | Oddo Seydler Bank | * |
| Steilmann-Boecker I (2017) | Modehändler A1PGWZ | Jun 12/Jun 13 & Mrz/Aug 15 | FV FRA | 45 | ja | 6,75% | D 8) (CR) | 4,65 | in Insolvenz | Schnigge (AS), Dero Bank ¹¹⁾ (LP), Oddo Seydler Bank (Aufstockung) | * T |
| German Pellets GS (2021/unbegr.) | Brennstoffe A141BE | Nov 15 | FV S | 14 | nein | 8,00% | D 8) (CR) | 0,10 | in Insolvenz | quirin bank | * |
| German Pellets III (2019) | Brennstoffe A13R5N | Nov 14 | FV FRA | 100 | ja | 7,25% | D 8) (CR) | 1,61 | in Insolvenz | quirin bank | |
| German Pellets II (2018) | Brennstoffe A1TNAP | Jul/Aug 13 | FVS | 72 | ja | 7,25% | D ⁸⁾ (CR) | 1,90 | in Insolvenz | quirin bank | * |
| DF Deutsche Forfait (2020) | Exportfinanzierer | Mai 13 | FV FRA | 30 | ja | 2,00% | D ⁹⁾ (SR) | 15,25 | in Insolvenz | equinet Bank | 1 |
| MBB (2019) | Erneuerbare Energien | Mai 13 | FV DÜS | n.bek. | nein | 6,25% | BBB ^{3) 9)} | n.bek. | in Insolvenz | Donner & Reuschel (AS), FMS (LP) | * |
| Penell (2019) | Elektronikdienstleister | Jun 14 | FV DÜS | 5 | ja | 7,75% | CC ^{3) 9)} (Feri) | 5,51 | in Insolvenz | DICAMA | * - - - |
| MS Deutschland (2017) | Tourismus A1RE7V | Dez 12 | FV FRA | 50 | nein | 6,88% | D ^{3) 9)} (Feri) | 5,79 | in Insolvenz | quirin Bank | * |
| MT-Energie (2017) | Biogasanlagen A1MLRM | Apr 12 | FV DÜS | 14 | nein | 8,25% | D ⁹⁾ | 7,50 | in Insolvenz | ipontix | * |
| MIFA (2018) | Fahrradhersteller A1X25B | Aug 13 | FV FRA | 25 | ja | 7,50% | CC ^{3) 9)} (Feri) | 2,88 | in Insolvenz | equinet Bank | * |
| Mox Telecom (2017) | Telekommunikation A1RE1Z | Okt 12 | FVS | 35 | ja | 7,25% | BBB ⁹⁾ | 3,55 | in Insolvenz | FMS | * |
| Rena II (2018) | Technologie A1TNHG | Jun/Jul 13 | FV FRA | 34 | nein | 8,25% | D ⁹⁾ | 5,91 | in Insolvenz | IKB | * |
| Rena I (2015) ¹²⁾ | Technologie A1E8W9 | Dez 10 | FVS | 43 | nein | 7,00% | D ⁹⁾ | 5,70 | in Insolvenz | Blättchen FA | * |

| Unternehmen (Laufzeit) | Branche WKN | Zeitraum der Platzierung | Plattform ¹⁾ | (Ziel-) Volumen in Mio. EUR | Voll- platziert | Kupon | Rating (Rating- agentur) ⁶⁾ | Kurs aktuell | Rendite p.a. | Technische Begleitung durch ⁷⁾ | Chance/ Risiko ^{2),5)} |
|-----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------|--|-----------------|-----------------|---|------------------------------------|
| Zamek (2017) | Lebensmittel A1K0YD | Mai 12/Feb 13 | FV DÜS | 45 | ja | 7,75% | D ⁹⁾ | 1,52 | in Insolvenz | Conpair | * |
| S.A.G. I (2015) ¹³⁾ | Energiedienstleistung A1E84A | Nov/Dez 10 | FV FRA | 25 | ja | 6,25% | BB+ ⁹⁾ | 30,01 | in Insolvenz | Baader Bank | * |
| S.A.G. II (2017) | Energiedienstleistung A1K0K5 | Jul 11 | FV FRA | 17 | nein | 7,50% | BB+ ⁹⁾ | 30,96 | in Insolvenz | Schnigge (AS), youmex (LP) | * |
| Alpine (2017) | Baudienstleister A1G4NY | | FV MUC & Wien | 100 | ja | 6,00% | | 0,85 | in Insolvenz | | * |
| 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 | * |
| SiC Processing (2016) 14) | Technologie A1H3HQ | Feb/Mrz 11 | FV FRA | 80 | nein | 7,13% | D 9) (CR) | 2,60 | in Insolvenz | FMS | * |
| | | 1 | Summe | 10.799 | | | | | | | |
| | | 1 | Durchschnitt | 74,0 | | 6,42% | ! ! | | | | 1 |
| | | 1 | Median | 27,4 | | 7,00% | B+ | 1 | 5,0% | (Median) | 1 |

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;

Impressum

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

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Marcelo Assalin, Dr. Wolfgang Bauer, Dr. Christian Becker, Benjamin Bischoff, Prof. Wolfgang Blättchen, Hans-Jürgen Friedrich, Marcel Goldmann, Christina Gündel, Dr. Matthias Gündel, Frank Günther, Peter Thilo Hasler, Peter Jeggli, Markus Held, Manuel Hölzle, René Krümpelmann, Dr. Thorsten Kuthe, Thomas Mayrhofer, Uwe Nespethal, Ralf Meinerzag, Bernhard Orlik, Dieter Pape, Lena Pfeufer, Lutz Pospiech, Manuel Rekittke, Dr. Sebastian Schwalme, Dr. Mirko Sickinger, Ingo Wegerich, Madeleine Zipperle

Interviewpartner: Nicola Facciorusso, Klaus Helffenstein, Tobias Fischer-Zernin, Marc Friedrich, Gerhard Mayer, Dr. Michael Munsch, Norbert Schmidt, Christian Weber, Matthias Weik, Götz W. Werner

Verlag: Bond*Guide* Media GmbH, c/o youmex AG, 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: Michael Jany; Tel.: 089/2000 339-21 Gültig ist die Preisliste Nr. 5 vom 1. Oktober 2014

Erscheinungstermine Online-Newsletter 2017: 19.5., 2.6., 16.6., 30.6., 14.7., 28.7., 11.8., 25.8., 8.9., 22.9., 6.10., 20.10., 3.11., 17.11., 1.12., 15.12. (14-tägig)

Kostenlose Registrierung unter www.bondguide.de

Druck: Kastner & Callwey Medien GmbH, Forstinning

Nachdruck: © 2017 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 Ausgabe 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 Bond*Guide* 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 potenzielle Interessenkonflikte hingewiesen.

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

² Einschätzung der Redaktion: Kombination u. a. aus aktueller Rendite, Bilanzstärke, Zinsdeckungsfähigkeit und wirtschaftlichen Perspektiven; ³⁾ Anleihe-Rating; ⁴⁾ Nachplatzierung läuft; ⁵⁾ Veränderung im Vergleich zum letzten Bond*Guide*; ⁶⁾ Ratingagenturen: CR = Creditreform; S&P = Standard & Poor's; EH = Euler-Hermes) Skala von * bis ****** (am besten); Quelle: Eigene Recherchen, OnVista, Unternehmensangaben u.a.; ⁷⁾ Bondm: Bondm-Coach; Scale (vorm. Entry Standard): Deutsche Börse Capital Market Partner (CMP) bzw. Antragsteller (AS), Listingpartner (LP); PM DÜS: Kapitalmarktpartner; MSB: Makler; m:access: Emissionsexperte; FV: Antragsteller (sofern bekannt): ⁶⁾ Folgerating; ⁶⁾ abgelaufen/nicht aktuell ⁶⁾ unbeauftragte, überwiegend quantitative (Financial Strength) Ratings; ⁷⁾ vormals VEM Aktienbank AG; ⁷² Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 15.12.2015 hinaus bewillict. ¹³⁾ Antrag auf Fortsetzung der prosenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 14.12.2015 hinaus bewillict. ¹³⁾ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 14.12.2015 hinaus bewillict. mindestens bis zum

¹⁰ unbeauftragte, überwiegend quantitative (Financial Strength) Ratings; ¹¹ vormals VEM Aktienbank AG; ¹² Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre End fälligkeit am 15.12.2015 hinaus bewilligt; ¹³ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 14.12.2015 hinaus bewilligt, mindestens bis zum Abschluss des Insolvenzverfahrens (nicht vor 2017); ¹⁴ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit an der Frankfurter Börse über die reguläre Endfälligkeit am 01.03.2016 hinaus bewilligt; ¹⁵ Als neues Börsensegment für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) ersetzt "Scale" seit 01.03.2017 den Entry Standard für Aktien und Unternehmensanleihen der Deutsche Börse AG; Quelle: Eigene Recherchen, OnVista, Unternehmensangaben u.a.

Übersicht der Rating-Systematik

| Note* | Eigenschaften des Emittenten | |
|------------|--|----------------------|
| AAA | Höchste Bonität, sehr starke Zins- und Tilgungsfähigkeit, geringstes Ausfallrisiko | Investment Grade |
| AA | Sehr gute Bonität, starke Zins- und Tilgungsfähigkeit, sehr geringe Ausfallwahrscheinlichkeit | |
| Α | Gute Bonität, angemessene Zins- und Tilgungsfähigkeit, geringe Ausfallwahrscheinlichkeit | |
| BBB | Stark befriedigende Bonität, noch angemessene Zins- und Tilgungsfähigkeit, leicht erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeit | |
| BB | Befriedigende Bonität, sehr mäßige Zins- und Tilgungsfähigkeit, zunehmende Ausfallwahrscheinlichkeit | Non-Investment Grade |
| В | Ausreichende Bonität, gefährdete Zins- und Tilgungsfähigkeit, hohe Ausfallwahrscheinlichkeit | |
| CCC, CC, C | Mangelhafte Bonität, akut gefährdete Zins- und Tilgungsfähigkeit, sehr hohe Ausfallwahrscheinlichkeit | |
| D | Ungenügende Bonität, Zins- und Tilgungsdienst teilweise oder vollständig eingestellt, Insolvenztatbestände vorhanden | Default (Ausfall) |

^{*) (+)/(-) –} Zur Feinjustierung innerhalb der betreffenden Notenkategorie werden die Ratingeinstufungen von AA bis CCC bei Bedarf mit einem + oder - ergänzt.

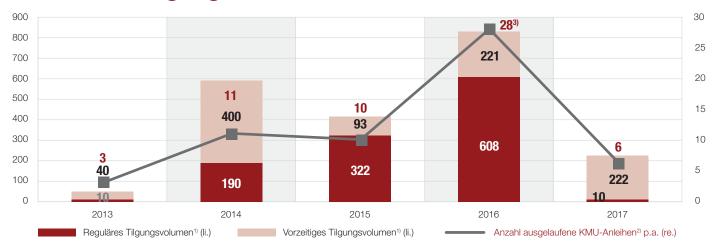


Rendite-Rating-Matrix Mittelstandsanleihen

| | | | Rating | | |
|-----------------|--|--|--|--------------------------------|--|
| Rendite aktuell | B+ oder weniger | BB +/- | BBB +/- | A- oder höher | ohne (gültiges) Rating |
| < 3% | Stauder I | Karlsberg II, DRAG I, Schalke 04 II & III, Eyemaxx (WA) I, Hörmann II, Adler RE I & III | SAF, innogy, ETL I | Deutsche Börse I, II, III & IV | PORR II, Dürr II, TAG I & II, ATON Finance, UBM I & II, DIC Asset II & III, DSWB I, Berentzen, S&T |
| 3 bis 5% | Underberg II, III & IV, Sanochemia, Stauder II | DRAG II, Alfmeier, Eyemaxx (WA) II, PNE | ETL II, Ferratum I & II, IPSAK, MTU | - | Katjes II, DB SF II, publity (WA), Seidensticker, Procar II, L&C RE, Accentro, Constantin II, Hahn-Immobilien, PORR (HY), SG Witten/Herdecke, DSWB II, paragon |
| 5 bis 7% | Behrens II, eterna II, Royalbeach II, Homann I, Vedes II | Eyemaxx III | KSW, BioEnergie Taufkirchen, PROKON, Eyemaxx II & V | - | Energiekontor II, DEMIRE, mybet (WA), DEWB, REA III, IPM, JDC Pool |
| 7 bis 9% | NZWL II, Golfino II, VST | Euroboden, Eyemaxx IV | - | - | FCR II, gamigo, HanseYachts II, Photon |
| > 9% | Alno, Scholz, Ekosem I & II, Rickmers, Sanha, NZWL I, 4finance | Metalcorp, Stern Immobilien, SeniVita Social (WA) | Cloud No. 7 | - | eno, Travel24, BDT, Identec, Peine, 3W Power II, SeniVita (GS), Solar8, Herbawi, AB II, IV & V, More & More, Beate Uhse, Smart Solutions, HPI (WA), Schneekoppe, Minaya (WA), Singulus II, 3W Power (WA), FCR I, Timeless Homes |

Quelle: Eigene Darstellung Bond Guide; fett markiert: neue/laufende Platzierungen

KMU-Anleihetilgungen ab 2013



¹⁾ in Mio. EUR; ggf. abzgl. Tauschvolumen bei Folge-/Umtauschanleihen oder vorherige Zwischentilgungen; zzgl. letztem Zinskupon bzw. zum Kündigungstermin aufgelaufener Stückzinsen

Ausgelaufene KMU-Anleihen im Überblick

| Unternehmen ²⁾ (originärer Fälligkeitstermin) | WKN | Zeitraum der Platzierung | Volumen in Mio. EUR ¹⁾ | Offizieller/Vorzeitiger Rückzahlungstermin |
|--|--------|--------------------------|-----------------------------------|--|
| PCC III (2013) | A1MA91 | Jan 12 | 10 | Offiziell am 01.12.2013 |
| Helma I (2015) | A1E8QQ | Dez 10 | 10 | Vorzeitig am 01.12.2013 zu 100% |
| Nabaltec (2015) | A1EWL9 | Okt 10 | 30 | Vorzeitig am 31.12.2013 zu 100% |
| Estavis I (2014) | A1R08V | Feb 13 | 10 | Offiziell am 01.03.2014 |
| Amadeus Vienna (2014) | A1HJB5 | Apr 13 | 14 | Offiziell am 17.04.2014 |
| Sanders I (2014) | A1TNHD | Mai 13 | 11 | Offiziell am 31.05.2014 |
| Constantin I (2015) | A1EWS0 | Okt 10 | 30 | Vorzeitig am 28.08.2014 zu 100% |
| Dürr I (2015) | A1EWGX | Sep 10 | 225 | Vorzeitig am 28.09.2014 zu 100% |
| DIC Asset I (2016) | A1KQ1N | Mai 11/Mrz 13 | 100 | Vorzeitig am 16.10.2014 zu 100,50% |
| Air Berlin III (2014) | AB100C | Okt 11/Okt 12 | 130 | Offiziell am 01.11.2014 |
| Uniwheels (2016) | A1KQ36 | Apr 11 | 45 | Vorzeitig am 05.11.2014 zu 102% |
| Maritim Vertrieb I (2014) | A1MLY9 | Mai 12 | 13 | Offiziell am 01.12.2014 |
| Vedes I (2014) | A1YCR6 | Dez 13 | | Offiziell am 11.12.2014 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

Die vollständige Übersicht können Sie mit dem **Bond***guide-***Premium-Abonnement** einsehen.

| Gesamtanzahl getilgte KMU-Anleihen | | 58 |
|--|--|-------|
| Reguläres Tilgungsvolumen | | 1.140 |
| Vorzeitiges Tilgungsvolumen | | 975 |
| Gesamtes Tilgungsvolumen 2013 bis 2017 | | 2.115 |

¹⁾ in Mio. EUR; ggf. abzgl. Tauschvolumen bei Folge-/Umtauschanleihen oder vorherige Zwischentilgungen; zzgl. letztem Zinskupon bzw. zum Kündigungstermin aufgelaufener Stückzinsen

Quelle: Bond Guide Research; ohne Gewähr und Anspruch auf Vollständigkeit

²⁾ Ohne Berücksichtigung insolventer KMU-Anleiheemittenten und zwischenzeitlicher Anleiherestrukturierungen (via DES)

³⁾ Vorzeitige hälftige Kündigung Deutsche Rohstoff I 2013/18 (WKN: A1R07G), ausstehendes Restvolumen ca. 15,8 Mio. EUR

²⁾ Ohne Berücksichtigung insolventer KMU-Anleiheemittenten und zwischenzeitlicher Anleiherestrukturierungen (via DES)

³⁾ Vorzeitige hälftige Kündigung Deutsche Rohstoff I 2013/18 (WKN: A1R07G), ausstehendes Restvolumen ca. 15,8 Mio. EUR

Insolvente KMU-Anleiheemittenten im Überblick

| Unternehmen | Anleihe(n)-Volumen in Mio. EUR | Zeitpunkt des Insolvenzantrags (ggf. in EV = Eigenverwaltung) |
|---------------------|--------------------------------|---|
| SIAG | 12 | Insolvenzantrag in EV am 19.03.2012 |
| Solarwatt | 25 | Insolvenzantrag in EV am 13.06.2012 |
| bkn biostrom | 25 | Insolvenzantrag am 13.06.2012 |
| SiC Processing | 80 | Insolvenzantrag in EV am 18.12.2012 |
| Solen (vorm. Payom) | 28 | Insolvenzantrag am 16.04.2013 |
| Alpine | 100 | Insolvenzantrag im Juni/Juli 2013 |
| Windreich | 125 | Insolvenzantrag am 06.09.2013 |
| Centrosolar | 50 | Insolvenzantrag in EV am 17.10.2013 |
| FFK Environment | 16 | Insolvenzantrag am 24.10.2013 |
| getgoods.de | 60 | Insolvenzantrag am 15.11.2013 |
| hkw | 10 | Insolvenzantrag am 10.12.2013 |
| S.A.G. | 42 | Insolvenzantrag in EV am 13.12.2013 |
| Zamek | 45 | Insolvenzantrag in EV am 24.02.2014 |
| Rena | | Insolvenzantrag in EV am 26.03.2014 |
| | 12 | Insolvenzantrag in EV um 16.04.2014 |
| Mox Telecom | | Insolvenzantrag in EV am 17.06.2014 |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |

Die vollständige Übersicht können Sie mit dem **Bond***guide-***Premium-Abonnement** einsehen.

| Ausgefallenes Anleihe-Volumen | 1.824 | |
|-------------------------------|-------|--|
| Insolvente Emittenten | 37 | |
| Ausgefallene KMU-Anleihen | 47 | |

Quelle: Bond Guide Research; ohne Gewähr und Anspruch auf Vollständigkeit

League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt seit 2009

| TOP 3 Banken/Sales/Platzierung: ¹⁾ | | | |
|---|-------|--|----|
| • | | Bank/Platzierer (Anzahl der Emissionen seit 2013) | |
| Oddo Seydler | 52 | Oddo Seydler | 31 |
| equinet, youmex | je 25 | Steubing | 16 |
| quirin, Schnigge, Steubing | je 18 | ICF | 13 |

| Advisor (Anzahl der Emissionen seit 2009) Conpair 17 Conpair 9 FMS 15 DICAMA 8 DICAMA 12 SCALA CF 5 | TOP 3 Advisory/Corporate Finance: | | | |
|---|-----------------------------------|----|----------|------------|
| FMS 15 DICAMA 8 | | | | seit 2013) |
| | Conpair | 17 | Conpair | 9 |
| DICAMA 12 SCALA CF 5 | FMS | 15 | DICAMA | 8 |
| | DICAMA | 12 | SCALA CF | 5 |

| TOP 3 Kanzleien: | | | | |
|--------------------------|----|--|----|--|
| 1 | | Kanzlei (Anzahl der Emissionen seit 2013) | | |
| Norton Rose | 47 | Norton Rose | 26 | |
| Heuking Kühn Lüer Wojtek | 31 | Heuking Kühn Lüer Wojtek | 18 | |
| GSK | 16 | GSK | 10 | |

| TOP 3 Technische Begleitung der Emission: ²⁾ | | | |
|---|----|--|----|
| | | Begleiter (Anzahl der Emissionen seit 2013) | |
| Oddo Seydler | 45 | Oddo Seydler | 31 |
| equinet | 18 | Steubing | 13 |
| quirin | 16 | quirin | 12 |

TOP 3 Kommunikationsagenturen:

| TOP 3 KOHIHUHKALIOHSAYEHLUFEH: | | | | |
|--------------------------------|-------|--|----|--|
| | | Agentur (Anzahl der Emissionen seit 2013) | | |
| Biallas, Better Orange | je 24 | Better Orange | 17 | |
| IR.on | 23 | IR.on | 12 | |
| Instinctif Partners | 18 | edicto | 10 | |

¹⁾ sofern Daten vorhanden

Hinweis: Berücksichtigt sind ausschließlich die in der Mastertabelle (S. 72–78) notierten Anleihen.

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

Glossar

Covenants

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

Duration

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

Emission

Die Ausgabe neuer Anleihen bezeichnet man als Emission.

Emittent

Schuldner der Anleihe.

Fälliakeit

Tag, an dem die Laufzeit der Anleihe endet und der Anleger den Nennwert der Anleihe zurückbezahlt bekommt.

Haircut

Gerät ein Anleiheemittent in Notlage, schickt er seine Anleger in der Regel zu einem "Haarschnitt", der einen teilweisen Verzicht der Forderungen beinhaltet. Die Höhe des Verzichts ist Verhandlungssache.

Kündigungsrecht

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

Kupon

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

Kurswert

Der Kurswert ist der tagesaktuelle Preis, der für eine Anleihe an der Börse gezahlt wird. Bei Anleihen wird der Kurs in Prozent angegeben. -> Nominalwert

Liquiditätsprovider

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

Nachrangige Anleihen

Nachrangige Anleihen werden bei Insolvenz des Emittenten erst nach der Rückzahlung aller nicht nachrangigen Verbindlichkeiten aus der Liquidationsmasse bedient. Sie rentieren dafür grundsätzlich höher als vergleichbare, nicht nachrangige Anleihen des gleichen Emittenten.

Rating

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

Nominalwert

Auch Nennwert oder Nennbetrag genannt. Der Nominalwert beschreibt den jeweiligen Teilbetrag der Schuldverschreibung, in den die gesamte Anleihe aufgeteilt wurde, bzw. die Höhe der Forderung, auf die jede einzelne Anleihe lautet. -> Kurswert

Ratingagentur

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

Rendite

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

Stückzins

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

Zinsstruktur

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



dero:bank

André Centner

Arne Aßmann
Director,

Co-Head of Capital Markets | Sales

Justus Linker Director, Co-Head of Capital Markets | Sales

Director,
Capital Markets | Sales

Associate Director,
Capital Markets | Sales

Marcel Prix

März 2016



Unternehmensanleihe EUR 100 Mio. Co-Manager Regulierter Markt Nasdaq OMX

Mai 2016



Unternehmensanleihe EUR 150 Mio. Co-Lead-Manager Prime Standard

April 2017

Ihr Zugang zum europäischen Kapitalmarkt



4,5% Wandelanleihe 2017/2019 mit Bezugsrecht und Platzierung EUR 20.376.000

Ihr Partner rund um die Börse



Aktien





Schuldscheindarlehen



Designated Sponsoring

Spitzenkompetenz für Corporate Finance Lösungen nleihe € 320 Mio. SOLARWORLD **Financial** Anleihe € 400 Mio. Advisor 6,125% 2010 / 2017 Wind reich **Financial** Advisor Anleihe € 74 Mio. 2014 6,500% 2010 / 2015 STRENESSE **Financial** Advisor Anleihe € 12 Mio. 9,000% 2013 / 2017 Beate O Uhse Anleihe € 30 N 7,750% SCHOLZ 2014 / 201 **Financial Advisor** Anleihe € 183 Mio. SINGULUS 8,500% 2016 2012 / 2017 **Financial** Anleihe € 60 Mio. **Advisor** 7,750% 2012 / 2017 2016 **Financial Advisor** one square 2016 MÜNCHEN FRANKFURT LONDON

www.onesquareadvisors.com