

BONDGUIDE

Die Plattform für Unternehmensanleihen



In Kooperation mit

GoingPublic
— Magazin

Anleihen 2018

Chancen & Risiken investierbar machen

8. Jg.

powered by



IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI



KfM

Deutsche Mittelstand AG



Wertpapierhandelsbank



Luther.

one
square



Deutscher
Mittelstandsanleihen
Fonds

WKN: A1W5T2, ISIN: LU0974225590



Ihre Vorteile auf einen Blick:

- ▶ Attraktive Rendite (4 % - 5 % p.a.)
- ▶ Einzigartige Transparenz über ALLE Investments
- »» *Anleger des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS sind immer tagesaktuell informiert*

Rendite • Sicherheit • Transparenz



Die starke Rendite „Made in Germany“
überzeugt bereits zahlreiche Anleger!

Überzeugen auch Sie sich und fordern Sie noch heute
Ihr kostenloses Informationspaket an unter:

www.dma-fonds.de/informationspaket



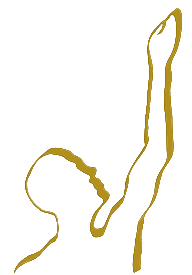
KFM

Deutsche Mittelstand AG

Rathausufer 10
40213 Düsseldorf

Tel: + 49 (0) 211 21073741
Fax: + 49 (0) 211 21073733

Web: www.kfmag.de
Mail: info@kfmag.de



PREISTRÄGER
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 Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG, Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg 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.



VORWORT

Falko Bozicevic,
Chefredakteur

Frischluftzufuhr

Liebe Leserinnen und Leser,

ich hätte da eine gute und eine schlechte Nachricht für Sie. Die schlechte ist so naheliegend wie scheinbar profan: Es ist nicht alles Gold, was glänzt. Zumindest einst glänzte. In unserem Zusammenhang hier spricht man von „Markennamen“.

Denken Sie nur mal an den Verschleiß der Marken **Beate Uhse, MIFA, Karlie** sowie all die Modenamen, deren Aufzählung diesen Satz aus den Angeln heben würde. Der Begriff Markensterben ist also nicht ganz weit hergeholt. So dürfte Sie vielleicht interessieren – und hoffentlich amüsieren –, was zwei Experten im *BondGuide*-Interview zu Brand Risk Management und Wertigkeitsthemen zum Besten gaben (S. 16/17).

Überhaupt hat diese Jahresausgabe des *BondGuide* bewusst ein wenig weiter ausgeholt – statt Jahr für Jahr Wunden zu salben. Ich denke, davon haben wir in den vergangenen Jahren genug gehört. Und heben es uns für die regulären, zweiwöchentlichen *BondGuides* auf. Jedenfalls sofern nötig.

In diesem Zusammenhang deshalb an dieser Stelle schon der Hinweis auf das gleichfalls unterhaltende Interview mit Amel Lariani (S. 30–32), ferner ein Gespräch mit **René-Lezard**-Restrukturierer Ralf Meinerzag, den Sie sicherlich aus den monatlichen Steubing-Kolumnen mehr als gut kennen, und schließlich, ein weiteres Highlight dieser Ausgabe, der kleine Roundtable mit KFM-Fondsmanager Hans-Jürgen Friedrich und mwb-Kapitalmarktteamleiter Kai Jordan (S. 10–15).

An der Stelle schließt sich der Kreis zur eingangs erwähnten guten Nachricht: Der Markt für KMU-Anleihen befindet sich seit dem Crash 2016 auf dem Weg der Genesung. Wie nach einem Gewitter die Luft gesäubert ist. Wir werden schon noch – auch – Ausfälle erleben, aber sicherlich nicht nur – dieser Eindruck hatte sich in der Vergangenheit ja durchaus zu etablieren versucht. Die Medienlandschaft ist daran nicht ganz schuldlos.

BondGuide bedankt sich herzlich bei allen Mitwirkenden an dieser Jahresausgabe, die einmal mehr gemeinsam zum guten Gelingen beigetragen haben! Mir bleibt nur noch der Hinweis, dass Sie diese Ausgabe – natürlich – gerne herunterladen, abspeichern oder an Interessierte weiterleiten dürfen.

Viel Unterhaltung, Selbsterkenntnis und Kritikbereitschaft
(→ redaktion@bondguide.de) wünscht Ihnen

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

ANSPRECHPARTNER

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

BLÄTTCHEN FINANCIALADVISORY

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

www.blaettchen-fa.de

3 **Vorwort** Frischluftezufuhr

Grundlagen & Einführung

6 **Marktüberblick** Institutionellen Anleihen deutscher Non-Financial-Emittenten *Uwe Nespethal, Prof. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory*

10 **„Die Einhaltung von starren Best-Practice-Kennzahlen ersetzt bei keinem Investor die eigene Überprüfung“**

Interview mit Hans-Jürgen Friedrich, KFM Deutsche Mittelstand, und Kai Jordan, mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG

16 **„Marken-Burnout als Risiko Nr. 1 für Unternehmen der Luxusgüterbranchen“** Interview mit Wolfgang Schiller, Markenberater, und Daniel O. Schindler, valuePROS

18 **Logik macht das Leben leichter** Ist Verhaltensökonomie geeignet, die Entwicklung bei Mittelstandsanleihen zu erklären? *Peter Thilo Hasler, Sphene Capital GmbH*



Roundtable mit **Hans-Jürgen Friedrich**, KFM, und Kai Jordan, mwb
S. 10

Platzierung & Handel

20 **Prospektfreie Emissionen** Crowdfunding jetzt auch für Wertpapieremissionen *Dr. Matthias Gündel, Christina Gündel, Gündel & Katzorke Rechtsanwaltsgesellschaft mbH*

22 **Stimmensammlung und Petition zur Gesetzeskorrektur** Bezugsrechtskapitalerhöhungen von den prospektfreien Emissionen bis zu 8 Mio. EUR ausgeschlossen *Ingo Wegerich, Interessenverband kapitalmarktorientierter KMU („Kapitalmarkt KMU“) und Luther Rechtsanwalts-gesellschaft mbH*

24 **Opt-in als Perspektive?** Schuldscheindarlehen in der Restrukturierung *Frank Günther, Asmus Ohle, Donatus Wang, One Square Advisors GmbH*

28 **Anleihen mit Sicherheitenstrukturen** Ein zunehmend beliebteres Finanzierungsinstrument *Dr. Anne de Boer, Dr. Mirko Sickinger, Heuking Kühn Lüer Wojtek*



Daniel O. Schindler,
valuePROS
S. 16

Restrukturierung

30 **„Es ist sinnlos, eine Wunde zu salben, solange der rostige Nagel noch drin ist“** Interview mit Amel Lariani, Embodiment Guide

34 **Alles nach Plan** Möglichkeiten und Grenzen der Anleiherestrukturierung im Insolvenzplanverfahren *Lutz Pospiech, Josepha Rüberg, GÖRG*

36 **Der gemeinsame Vertreter** Eine Haftungsfalle für Insolvenzverwalter? *Sascha Borowski, Buchalik Brömmekamp*



Amel Lariani,
Embodiment Guide
S. 30



Josepha Rüberg,
GÖRG
S. 34



Ralf Meinerzag,
Wolfgang Steubing AG
S. 38



Peter de Coensel
Degroof Petercam AM
S. 48

38 „Mit einer Anleihe-Emission haben sich einige Emittenten schlichtweg Zeit erkauf – Zeit, unbequeme Baustellen vor sich herzuschieben“

Interview mit Ralf Meinerzag, Wolfgang Steubing AG

Legal

42 In der (Melde-)Pflicht

Directors'-Dealings-Meldungen im Zusammenhang mit aktienbasierten Vergütungsmodellen

Dr. Thorsten Kuthé, Sascha Beck, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Investment

44 Neu aufgenommene Werte beflügeln Performance

GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) erreicht neuen Höchststand
Marcel Goldmann, Cosmin Filker, GBC Investment Research

46 Kommentar

Der Mittelstandsbond ist besser als sein Ruf
Jacob Fichtner, Bondwelt

48 Anleihemärkte vor ungewisser Zukunft

Angst ist dennoch unangebracht
Peter de Coensel, Degroof Petercam AM

50 Top oder Flop?

An Fußball-Anleihen scheiden sich die Geister
Robert Steininger, Fachautor

52 Kommentar

Kann Argentinien Turbulenzen wie in der Türkei verhindern?
Verena Wachnitz, T. Rowe Price

Service

54 Partner der Ausgabe im Portrait

58 Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick

62 Impressum

63 Aktuelle Emissionen, Handelsvoraussetzungen & Folgepflichten: die Plattformen im Vergleich

64 KMU-Anleiheitilgungen ab 2013, ausgelaufene KMU-Anleihen im Überblick

65 Insolvente KMU-Anleiheemittenten im Überblick, League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt seit 2009

66 Glossar

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

von

Uwe Nespethal, Senior Advisor, Partner

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, geschäftsführender Gesellschafter,

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH

Aktueller Marktüberblick zu institutionellen Anleihen deutscher Non-Financial-Emittenten

Das Jahr **2017** endete mit einem **Gesamtemissionsvolumen von 94 Mrd. EUR und 168 Platzierungen** und zählt damit als **stärkstes Emissionsjahr** seit dem bisherigen Rekord im Jahr 2009 (105 Mrd. EUR). In den **ersten fünf Monaten des laufenden Jahres 2018** wurden **47 Mrd. EUR und 104 Anleihen** platziert. Gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum hat sich einerseits das Volumen – nach einem sehr starken ersten Quartal – um nur **8,2 Mrd. EUR** reduziert. Andererseits erhöhte sich die Anzahl der Emissionen um **17**. Es scheint, dass 2018 an das Rekordjahr 2017 anknüpfen kann.

Der starke Emissionstrend setzt sich fort

Im laufenden Jahr beträgt das **Emissionsvolumen der 104 platzierten Anleihen 47 Mrd. EUR**. Davon entfallen **22 Mrd. EUR bzw. 56 Emissionen** auf das **erste Quartal 2018**. Im



Uwe Nespethal (li.)

ist Senior Advisor und Partner bei der **BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH**. Er begann seine berufliche Laufbahn als unabhängiger Berater für Kapitalmarktthemen bei der Blättchen & Partner AG. Nespethal ist verantwortlich für zahlreiche Kapitalmarkttransaktionen und Projekte rund um die Themen Börse und langfristige Finanzierungsstrategien.

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

ist geschäftsführender Gesellschafter der **BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH** und seit 30 Jahren als unabhängiger Berater für Kapitalmarktstrategien aktiv. In dieser Zeit konnte er rund 50 erfolgreiche IPOs und IBOs sowie zahlreiche weiterführende Kapitalmarkttransaktionen begleiten. Blättchen ist stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender der **AIXTRON SE**.

Vorjahr konnte in den ersten fünf Monaten ein Volumen von 55 Mrd. EUR bzw. 87 Anleihen emittiert werden, wobei allein auf das erste Quartal 44 Mrd. EUR entfallen. Damit liegt das derzeitige volumenmäßige Niveau zwar rund 15% unter dem des Vorjahreszeitraums (Januar bis Ende Mai), jedoch um 48% höher als in den ersten fünf Monaten des Jahres 2016.

Der **größte Anteil betrifft Investment-Grade-Emittenten**, die eine **Quote von aktuell 92% (43 Mrd. EUR)** einnehmen, die damit ähnlich hoch ausfällt wie im Jahr 2017 (94%). Damit bleiben die Non-Investment-Grade-Emittenten im Marktgeschehen eine Minderheit.

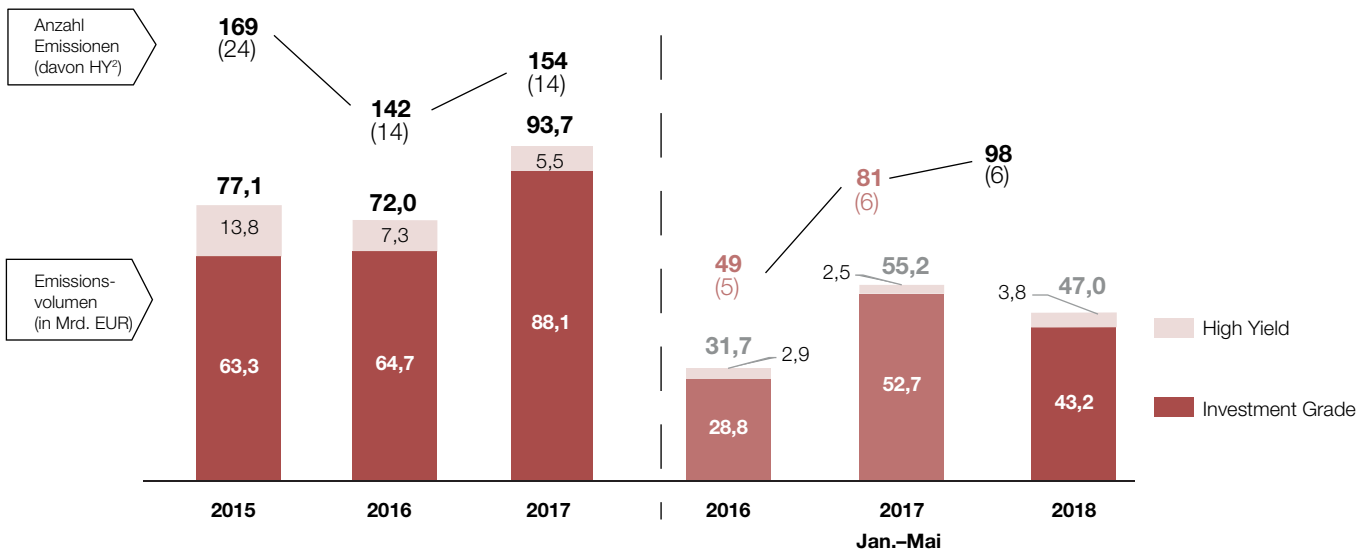
Auch dominieren in den ersten fünf Monaten dieses Jahres die **Euro-Anleihen mit einer Quote am Gesamtvolumen von 64% oder 30 Mrd. EUR**. Im gesamten Vorjahr wurde eine Quote von 70% erreicht. Innerhalb der **Fremdwährungs-emissionen**, die im laufenden Jahr 2018 ein Volumen von rund **17 Mrd. EUR (51 Anleihen)** umfassen, stehen die USD-Emissionen mit einem Volumenanteil von 64% (17 Anleihen) an erster Stelle. Mit weitem Abstand folgen Platzierungen in Kanadischen Dollar sowie Britischen Pfund mit jeweils rund 1,7 Mrd. EUR. Eine nahezu gleich hohe Quote von 63% für USD-Emissionen wurde auch im gesamten Jahr 2017 erzielt.

Laufzeiten zwischen sechs und sieben Jahren dominieren unter den Euro-Anleihen

Die **mittleren Laufzeiten der Euro-Anleihen** in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres betragen **6,6 Jahre** und im **Median 6,0 Jahre**. Im ersten Quartal 2018 wurden mittlere Laufzeiten von 7,0 Jahren bzw. 6,0 Jahren im Median erzielt. Damit hat sich gegenüber dem vierten Quartal 2017 **keine wesentliche Veränderung in den Laufzeiten** ergeben, die im Mittel 7,0 Jahre und 6,2 Jahre im Median betragen.

Im **Nicht-Euro-Segment** beträgt von Januar bis Ende Mai dieses Jahres die **durchschnittliche Laufzeit 4,0 Jahre und im Median 3,0 Jahre**. Im ersten Quartal 2018 liegt der Mittelwert der 27 Emissionen bei 4,6 Jahren (Median 3,0). Im

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



1) Ohne Mittelstandsanleihen 2) HY: High-Yield; Quelle: Thomson Reuters

Vergleich zum letzten Quartal des Jahres 2017 mit Werten von 4,6 Jahren (Mittelwert) bzw. 3,3 Jahren (Median) ergeben sich im Nicht-Euro-Segment auch keine wesentlichen Verschiebungen. Es zeigt sich aber in den Statistiken, dass die Laufzeit bei Nicht-Euro-Anleihen nur etwa halb so lange ausfällt wie bei Euro-Emissionen.

Floater spielen eine immer größere Rolle

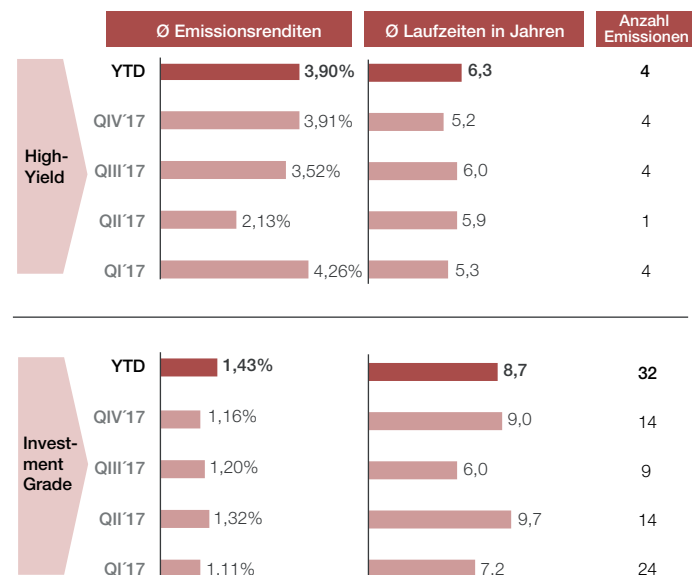
Von den 53 emittierten Euro-Anleihen in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres erfolgten 17 Platzierungen als Floater mit einem Gesamtvolumen von 6,7 Mrd. EUR. Das heißt, Anleihen mit variabler Verzinsung nehmen aktuell einen volumenmäßigen Anteil von 22% unter den Euro-Anleihen ein. Im gesamten vergangenen Jahr 2017 wurde die gleiche Quote erzielt. In Bezug auf die Anzahl der Emissionen ist der Anteil im laufenden Jahr auf 33% von 23% im Jahr 2017 gestiegen. Sämtliche Floater-Emissionen in diesem Jahr erfolgten im „Investment-Grade“-Status.

Der Volumenanteil der Fixed-Kupon-Anleihen innerhalb der Euro-Emissionen beträgt 78% oder rund 24 Mrd. EUR mit 36 Platzierungen in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres. Davon fanden 32 Emissionen (22 Mrd. EUR) im Investment-Grade- und vier Platzierungen im High-Yield-Segment (1,7 Mrd. EUR) statt.

Die mittlere Emissionsrendite der 32 Anleihen im Investment Grade liegt bei 1,43% (Median 1,36%) und damit um 27 Basispunkte höher als noch im 4. Quartal 2017 mit 1,16% (Median 1,08%). Die durchschnittliche Laufzeit in diesem

Segment ist mit 8,7 Jahren (Median 8,0 Jahre) gegenüber dem letzten Quartal 2017 etwas gefallen (Mittelwert 9,0 Jahre und Median 7,5 Jahre). Damit zeigt sich eine leichte Erhöhung des Zinsumfeldes an den Euro-Bondmärkten. Auch Platzierungen von Null-Kupon-Anleihen oder Anleihen mit negativer Emissionsrendite, wie sie im letzten Jahr noch zu beobachten waren, fielen bisher aus.

Mittlere Emissionsrenditen und Laufzeiten der Fixkupon-Euro-Anleihen (Non-Financials)



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen; Stand: 31. Mai 2018



Die **vier High-Yield-Emissionen** der Emittenten Adler Real Estate, Tele Columbus und Nordex mit einem Euro-Kupon weisen im laufenden Jahr eine **mittlere Emissionsrendite von 3,90%** (Median 3,50%) auf. Im letzten Quartal 2017 konnten ähnliche Größenordnungen in der mittleren Rendite (3,91%) ermittelt werden. Nur die durchschnittliche Laufzeit von 5,2 Jahren (Median 5,3 Jahre) lag etwas geringer als die der aktuellen Fristen (6,3 Jahre bzw. 6,0 Jahre). Darin spiegelt sich die **gleichbleibende Zinserwartung** unter den Investoren. Auch der Durchschnitt des iTraxx Crossover Spreads veränderte sich kaum. Im 4. Quartal 2017 beträgt der Durchschnitt 2,37%, der in den ersten fünf Monaten dieses Jahres auf 2,65% moderat anstieg. Trotz des stabilen Umfeldes für High-Yield-Anleihen bleiben die Aktivitäten in diesem Segment überschaubar.

Die Automobilhersteller bleiben die „Platzhirsche“

In den fünf Monaten des laufenden Jahres traten 19 Emittenten am Bondmarkt auf. Die **drei Automobilhersteller (Daimler, BMW und VW)** konnten wieder den Markt mit einem **Anteil von 55% (26 Mrd. EUR)** wie im gesamten abgelaufenen Jahr mehrheitlich dominieren. Neben diesen Daueremittenten platzierte die **Deutsche Telekom** mit ihrer **US-Tochter (T-Mobile) sieben Anleihen** mit einem Volumen von **rund 5 Mrd. EUR** und steht damit auf Platz 3 noch vor VW im aktuellem Ranking. Dem Immobilienunternehmen

Emittenten-Ranking (Jan.–Mai 2018)

Nr.	Emittent	# Emissionen	Volumen in Mio. €	Status
1	Daimler	32	12.262	IG
2	BMW	17	8.598	IG
3	Dt. Telekom	7	5.139	IG
4	VW	16	4.984	IG
5	Vonovia	6	3.100	IG
6	Innogy	3	2.000	IG
7	Dt. Bahn	3	1.884	IG
8	BASF	2	1.500	IG
9	SAP	3	1.500	IG
10	Grand City Properties	5	1.196	IG
11	Adler Real Estate	2	800	HY
12	HeidelbergCement	1	750	IG
13	Tele Columbus	1	650	HY
14	Dt. Börse	1	600	IG
15	Lanxess	1	500	IG
16	Würth	1	500	IG
17	Metro	1	498	IG
18	Nordex	1	275	HY
19	Sixt	1	250	IG
Summe		104	46.987	

Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

Vonovia gelang es, zwei Euro-Tranchen mit je drei Anleihen zu insgesamt **3,1 Mrd. EUR** zu platzieren. Es gehört damit zu den Top Five in der Rangliste.

JP Morgan hat sich an die Spitze geschoben

Im laufenden Jahr 2018 wurden insgesamt rund **47 Mrd. EUR** bzw. **98 Anleihen** von **Non-Financial-Emittenten** platziert. Darunter waren **53 Emissionsbanken** in ihrer Funktion als **Konsortialführer** bzw. „**Bookrunner**“ aktiv. Im Durchschnitt bildeten sie untereinander ein Konsortium von 3,3 Banken, wie auch in den Perioden zuvor. Zu den **Marktführern** (Top Three) gehören aktuell **JP Morgan, Barclays** und **BNP Paribas**. Die Deutsche Bank, die bisher immer zu den Top-Three-Emissionshäusern gehörte, wurde auf Platz 4 – knapp nach BNP Paribas – verdrängt. Auf den Plätzen 5 und 6 folgen UniCredit und Société Générale. Unter den Top 20 finden sich zwei deutsche Institute: **Deutsche Bank (Platz 4)** und die **Commerzbank** auf **Platz 11**. Weitere deutsche Banken befinden sich auf den Rängen 18 (Bayern LB), 29 (DZ Bank).

TOP 20 Emissionsbanken (Jan.–Mai 2018)

Institut	Begleitetes Volumen in Mrd. €	Anzahl beteiligte Emissionen
JPM	17,2	29
Barclays	12,2	19
BNP	11,2	14
Dt. Bank	11,1	20
UniCredit	10,6	16
Société Générale	10,3	19
Citi	9,8	17
Goldman Sachs	9,3	19
TD Securities	8,6	18
HSBC	8,3	16
Coba	6,6	10
Crédit Agricole	6,3	10
Santander	6,2	8
Mitsubishi UFJ	6,1	10
ING	5,5	9
Mizuho	4,7	8
BofA ML	4,3	8
Bay. LB	4,3	7
MS	3,5	6
Wells Fargo	2,9	4

Quelle: Thomson Reuters

Fazit & Ausblick

Der Corporate-Bond-Markt deutscher Non-Financials konnte in den ersten fünf Monaten des Jahres 2018 an der **sehr hohen Emissionstätigkeit des Vorjahres nahezu anknüpfen**. Eine Abschwächung lässt sich zurzeit nicht erkennen, trotz der wachsenden politischen Risiken, die u.a. durch fortgesetzte Anleihekäufe und Niedrigzinspolitik seitens der EZB kompensiert werden.


WE LIVE SERVICE!

Beratung bei IPO

2018



Beratung bei IPO

2018


REAL ESTATE AG

Beratung bei einer Unternehmensanleihe einschließlich Prospekterstellung

2018


MÜNCHENER
BÖRSE

Beratung bei Debt-to-Equity-Swap und Listing an der Börse München

2018


REAL ESTATE DEVELOPMENT AG

Reverse IPO mit Dual Listing einschließlich Prospekterstellung

2018


Passt immer.

Beratung bei der Prolongation einer Anleihe

2017



Beratung bei einer Anleihe

2017



Beratung bei vier Barkapitalerhöhungen und drei Sachkapitalerhöhungen einschließlich Prospekterstellung

2017


GmbH & Co. KG

Beratung bei Restrukturierung einer Unternehmensanleihe

2017



Beratung bei einer Kapitalerhöhung und einer Wandelanleihe

2017




Beratung bei einer Bar- und einer Sachkapitalerhöhung

2017


IT Services + Solutions

Beratung bei einer Kapitalerhöhung

2017



Beratung bei einer Barkapitalerhöhung einschließlich Prospekterstellung

2016



Beratung des Hauptaktionärs bei einem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out

2016


Bier-Gefühl

Beratung bei einer Unternehmensanleihe einschließlich Prospekterstellung

2016



Beratung bei einer Projektanleihe einschließlich Gesamtfinanzierung

2016

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

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

Interview mit
Hans-Jürgen Friedrich, Vorstand, KFM Deutsche Mittelstand,
Kai Jordan, Bereichsvorstand, mwb Wertpapierhandelsbank AG

„Die Einhaltung von starren Best-Practice-Kennzahlen ersetzt bei keinem Investor die eigene Überprüfung“

Interview mit Hans-Jürgen Friedrich, KFM Deutsche Mittelstand, und Kai Jordan, mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG, über Havarien am Markt für KMU-Anleihen. Aber natürlich nicht nur: Dies wäre völlig wert- und zeitlos, könnten die Interviewpartner hier nicht auch umsetzbare Erfahrungen aus zwei ganz verschiedenen Perspektiven beisteuern – und konstatieren, dass dieser kleine BondGuide-Roundtable vor etwa drei Jahren ganz anders ausgefallen wäre. Sind wir also wenigstens auf der richtigen Schiene anno 2018?

BondGuide: Meine Herren, am Markt für KMU-Anleihen hat sich in den vergangenen drei Jahren einiges getan. Wie lautet Ihre Bestandsaufnahme anno 2018?

Friedrich: 2016 lässt sich sicherlich als das Jahr des Umbruchs bezeichnen. Gleich zu Beginn des Jahres gab es die Ausfälle dreier namhafter Emittenten mit German Pellets, Steilmann und KTG Agrar. Das war schlimm für das gesamte Marktsegment. Nicht zuletzt, da auch die Kurse bonitätsstarker Emittenten mitgerissen wurden. Zugleich war das auch für den Deutschen Mittelstandsfonds eine spannende Zeit, konnten wir hier doch zu bis dahin nicht gesehenen Ausverkaufskursen zuschlagen. Für die meisten – auch für uns – war diese Zeit weniger erholsam und nervenaufreibend.

Jordan: Fairerweise muss man sagen, dass auch schon in den Anfangsjahren Kritik am Konstrukt Mittelstandsanleihe vorgebracht wurde, teilweise noch verhalten, aber teilweise eben schon damals nicht zu Unrecht. Ich habe mir die gesamte Geschichte bereits bei meiner vorherigen Wirkungsstätte zusammen mit Kollegen angesehen, um zu prüfen, in welcher Form wir uns hier überhaupt engagieren wollten. Da war auch zu beachten, dass diese Form von Anleihe eine richtige und auch gute Form der Finanzierungsmöglichkeit für kleinere und mittelgroße Unternehmen ist, um ihre Wachstumsmög-



Hans-Jürgen Friedrich (li.)

ist seit 2012 Vorstand der **KFM Deutsche Mittelstand AG** und verantwortet die strategische Steuerung und Organisation. Seit 2013 ist er Mitglied im Anlageausschuss des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS und dessen Vorsitzender.

Kai Jordan

ist seit 2016 Bereichsvorstand und Leiter des Kapitalmarktteams der **mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG**. Zuvor war er bis 1999 Leiter des ECM Syndication der Commerzbank AG. 1999 trat er in die Steubing AG ein, wurde 2007 in den Vorstand der Gesellschaft berufen und zeichnete u.a. ab 2012 auch für das Kapitalmarktgeschäft verantwortlich.



lichkeiten und Geschäftsmodelle etc. voranzubringen bzw. am Leben zu halten. Gerade auch, wenn man auf die verschärften Eigenkapitalrichtlinien für Banken bei der Kreditvergabe durch Basel III vorausgeblickt hat. Aber schon damals war etwas Rauch am Himmel zu erkennen, sodass für uns klar war, dass wir nur mit hohen Sorgfaltsansprüchen an die Sache herangehen konnten.

BondGuide: Was konnte man denn anders machen – bzw. kann es aktuell auch noch?

Jordan: Das fängt mit der Auswahl der potenziellen Emittenten an, geht über deren Vorbereitung auf den Kapitalmarkt und die Öffentlichkeit, die Strukturierung der Themen bis hin zur Plausibilität einer Bond-Story. Wir haben so auch auf das eine oder andere mögliche Mandat verzichtet, wenn

„Für uns klar war, dass wir nur mit hohen Sorgfaltsansprüchen an die Sache herangehen konnten.“

Kai Jordan

wir der Ansicht waren, das wäre nicht unbedingt das Richtige für den Emittenten – oder auch den Markt.

Friedrich: Natürlich traten umgehend all diejenigen auf den Plan, die sagten, das hätten sie eh schon immer gewusst. Hier wurde alles in eine einzelne, gemeinsame Schublade gesteckt. Allerdings hatten die Verwerfungen der Jahre 2015/16 auch eine Art Hallo-Wach-Effekt: Beratenden Dienstleistern, emissionsbegleitenden Banken und auch Emittenten war klar – musste klar werden –, dass es so nicht weiter gehen konnte. Die Entwicklung der Vergangenheit zeigt auch deutlich, dass ein Änderungsprozess in Gang gesetzt wurde.

BondGuide: In welcher Form?

Friedrich: Die Dürr AG – interessanterweise einer der allerersten und auch namhaftesten Emittenten am Markt für Mittelstandsanleihen 2010 – hat ihre erste Gelegenheit genutzt, sich aus diesem diskutierten Umfeld zurückzuziehen. Andere taten es dem Automobilzulieferer nach, aber nicht jeder hatte auch die Möglichkeit dazu. Speziell, wenn Dein Anleihekurs auf Misstrauensniveau von 70% oder 80% des Nominalwertes notiert und eine Refinanzierung ansteht.

„Die Jahre 2015/16 hatten
auch eine Art Hallo-Wach-Effekt.“

Hans-Jürgen Friedrich

BondGuide: Wer ist, oder war, aufgerufen, etwas in Richtung Verbesserung oder mindestens Professionalisierung zu unternehmen?

Friedrich: Auch IR-Agenturen und natürlich besonders Investoren haben eingestimmt, dass dieser Zustand so nicht akzeptabel war. Gerade Investoren können den größten Reformdruck ausüben. Wenn Investoren sagen: Geschieht dieses oder jenes nicht, z.B. hinsichtlich gewünschter Dokumentation bei einer Emission, dann wird diese Emission nicht weiter als Anlage in Betracht gezogen und bleibt unplatzierbar.

Jordan: Da kann ich nur zustimmen. Institutionelle Investoren schauen schon kritischer auf eine Emission, mindestens aber häufig aus anderen Blickwinkeln. Daher haben wir stets Augenmerk darauf gelegt, dass eine Emission zunächst einmal institutionell platzierbar sein muss. Hier muss der größere Teil der Transaktion platzierbar sein. Im Vorfeld einer Emission spricht man immer erst einmal mit institutionellen Investoren, über die geplante Struktur der Transaktion und die Ausgestaltung der Anleihebedingungen, um deren Anmerkungen möglichst zu berücksichtigen. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit des Platzierungserfolges. Insgesamt hat dies dazu geführt, dass wir bei den von mir verantworteten Transaktionen keinen einzigen Ausfall zu beklagen hatten. Viele Dinge, die wir seinerzeit schon freiwillig unternommen haben, fanden später Einzug ins Regelwerk der Marktsegmente, z.B. die Durchführung einer Due Diligence, Research oder die Einhaltung einer maximalen Privatanlegerquote. Auch die von



Foto: © Euroboden GmbH

uns im Rahmen der Anleihe Euroboden II neu eingeführten freiwilligen Transparenzkriterien mit Strafzins bei einem Verstoß finden mittlerweile zahlreiche Nachahmer und werden im Markt mittlerweile auch oft als neuer Standard bezeichnet.

BondGuide: Spielen Privatanlegerinteressen eine untergeordnete Rolle?

Jordan: Natürlich nicht. Das Wichtigste für uns war zunächst stets die generelle Transaktionssicherheit. Wenn ein Emittent mit uns zusammenarbeitet, dann soll er auch davon ausgehen können, dass er seine Business-Planung mit erfolgreicher Platzierung der geplanten Anleihe wird fortsetzen können. Und wenn er seine Hausaufgaben während der Laufzeit gemacht hat, dann kann er anschließend auch weiterhin auf den Kapitalmarkt zurückgreifen. Dafür lohnt sich seine Arbeit. Gerne würden wir einen solchen Emittenten erneut begleiten, denn unsere Prüfung hat ja bereits stattgefunden. So vermitteln wir als Brücke zwischen Investoren und Emittenten, da beide unsere Kunden sind. Wenn institutionelle Investoren eine Emission gutgeheißen haben, dann wird sie in der Regel auch für Privatinvestoren passen. Umgekehrt wird nicht zwangsläufig ein Schuh daraus.

„Von einigen damals marktführenden
Emissionsbegleitern ist heute
nichts mehr zu sehen oder zu hören.“

Hans-Jürgen Friedrich

BondGuide: Was wurde aus Anleihevorhaben, deren Mandat Sie ablehnen mussten?

Jordan: Zweifellos hat man dann einige Emittenten bei anderen Begleitern wiedergefunden. Aber wenn wir Gründe in der Struktur oder der Situation eines Emittenten finden, die gegen das Vorhaben sprechen, werden das andere eigentlich auch. Dieses Tingeln eines Emittenten zu einer anderen Bank haben wir zwar auch in jüngerer Vergangenheit noch beobachtet, allerdings ist keine dieser Anleihen dann auch gekommen. Wünsche von Emittenten in der Richtung, die Transaktion doch wenigstens beim Privatanleger unterzubringen, haben ➤

wir stets abgelehnt. Diese Transaktionen haben dann zum Glück ebenfalls nicht stattgefunden, und die spätere Entwicklung der Unternehmen hat uns in diesem Vorgehen auch bestätigt.

Friedrich: Das kann ich unterstreichen: Diese Situation hat sich mittlerweile deutlich verbessert. Hier kommt wiederum sehr deutlich der Druck von institutionellen Investoren, die sehr kritisch geworden sind. Falls eine Emission von Beratern oder einer Bank in den Markt gebracht werden soll, die in der Vergangenheit mit Reputationsverlusten zu tun hatten, ist die Mehrheit deutlich reservierter. Das sieht man ganz klar daran, dass von vielen der damals, also ab 2010 aufwärts, marktführenden Adressen heute nichts mehr zu sehen oder zu hören ist. Der Anspruch an die Qualität richtet sich nicht nur an den Emittenten, sondern auch die emissionsbegleitende Bank.

Jordan: Die potenziellen Emittenten auf Herz und Nieren zu prüfen, bevor man ein Mandat annimmt, tun wir nicht aus reinem Gutmenschentum, sondern weil wir das als zu unserer Sorgfaltspflicht gehörend zählen – und natürlich aus Eigeninteresse. Wir sitzen hier mit den Investoren und mit den Emittenten in einem Boot, da eine negative Transaktionsperformance auch die Bank belastet. Die Platzierungskraft einiger Emissionsbegleiter ist unlängst deutlich zurückgegangen, ganz einfach, weil das Geschäftsvertrauen in sie aufgrund des Gebarens in der Vergangenheit deutlich gelitten hat.

**„Wir prüfen Emittenten nicht
aus reinem Gutmenschentum auf Herz und Nieren,
sondern weil das zu unserer Sorgfaltspflicht gehört.“**
Kai Jordan

BondGuide: Ich konnte mich allerdings des Eindrucks nicht erwehren, dass es etwas lange dauerte, bis sich die Reputationsorgen bei den Begleitern einer Emission auch tatsächlich manifestierten. War es da nicht bereits etwas spät?

Friedrich: Solange alles gut läuft und wie geplant, beschwert sich in der Regel niemand. In den Anfangsjahren von 2010 an herrschte ja eine richtige Aufbruchstimmung. Dabei waren einige Konstruktionsfehler schon da sicherlich vorhanden – aber die meisten haben geflissentlich darüber hinweggesehen. Meines Erachtens haben so Anleihen an den Markt gefunden, die da einfach nicht hingehörten. Von den Beteiligten kam dagegen stets: „Was wollt ihr, wir haben doch alles richtig gemacht. Die Anleihe wurde vollständig platziert.“ Das war eine Situation, die nicht lange gutgehen konnte.

BondGuide: Der Deutsche Mittelstandsfonds hatte mit der überraschenden Havarie von Gewa Ende 2016 einen recht prominenten Fall. Schiebt man das eigentlich den Emissionsbegleitern zu?

Friedrich: Nein, in diesem erwähnten Fall war klar, dass das Management katastrophal versagt hat. Hier wurde Inves-



Foto: © Gewa 5 to 1 GmbH & Co. KG

toren, der Rating-Agentur und der emissionsbegleitenden Bank von der Geschäftsführung nach meiner Einschätzung nicht die Wahrheit gesagt. Noch eine Woche vor der Insolvenzanmeldung hatte Gewa mitgeteilt, dass keine Liquiditätshilfen benötigt würden. Der Fall Gewa zeigt aber auch, dass sich Investoren ihrer rechtlichen Stellung bewusst werden und ihre Rechte konsequent verfolgen müssen. Wenn aber bei Emittenten auch noch kriminelle Energie ins Spiel kommt, haben alle Adressen gemeinsam schlechte Karten. Solche Situationen – zum Glück Ausnahmefälle, wobei jeder einzelne einer zu viel ist – lassen sich nur vermeiden, wenn man aufgrund der Struktur des Emittenten oder der handelnden Personen selbst schon im Vorfeld den Gang an den Kapitalmarkt und Zugang zu Investoren verwehrt. Schwieriger zu bewerten oder abzusehen ist ein Fall wie German Pellets, die noch heute erfolgreich im Markt unterwegs sein könnten – aber zwischendurch hob die Sache zusammen mit ihrem Geschäftsführer einfach ab. Beanstandete Makel wurden als durchlaufende Posten immer von Jahr zu Jahr durchgeschoben und

DEUTSCH.MITTELST.FDS M EO (WKN: A1W5T2)



Quelle: BondGuide

nicht behoben. Das musste dann leider schiefgehen. Hier bleibt nur, solche Zeichen richtig zu deuten und sich rechtzeitig aus dem Wertpapier zurückzuziehen.

„Wenn kriminelle Energie ins Spiel kommt,
haben alle Adressen gemeinsam schlechte Karten.“
Hans-Jürgen Friedrich

BondGuide: Gibt es denn für jeden der teilweise schlimmen, da großvolumigen Ausfälle eine plausible Erklärung?

Friedrich: Man darf nicht auf das Extrem umschwenken und konstatieren, dass sich alle Anleihen von praktisch allen Begleitern als wurmstichig herausstellten. So war es ja nicht. Selbst die begleitenden Adressen mit mehreren Ausfällen hatten auch sehr gute und erfolgreiche Emissionen auf den Kapitalmarkt begleitet. Bei den weniger guten hätten sie vielleicht lieber auf das Mandat verzichten sollen. Der Ehrenrettung halber muss man festhalten, dass einige Anleihen nicht – primär – wegen struktureller Fehler notleidend wurden, sondern da einige Geschäftsführer oder Vorstände nach erfolgreicher Kapitalaufnahme schlicht die Bodenhaftung verloren. Dazu würde ich als bestes Beispiel die erwähnte German Pellets zählen. Nicht zu vergessen, dass bei einigen Emittenten auch kriminelle Energie vorhanden war.



Foto: © German Pellets GmbH

Jordan: Es ist für alle enorm wichtig, dass solche Fälle vermieden werden. Nicht nur im eigenen Hause, sondern uns allen geht es besser, wenn sämtliche Emissionsbegleiter kritischer hinschauen. Daher nehmen wir gerne zur Kenntnis, dass dies inzwischen der Fall ist und einige der Sachen, die wir schon damals gemacht oder gefordert hatten, inzwischen zum Standard geworden sind. Und Kursentwicklungen, Ausfallquoten, reguläre und vorzeitige Anleiherückführungen untermauern diese Einschätzung anno 2018.

„In einigen Fällen gab es schlicht keine Bond-Story.
In noch anderen Fällen nicht mal
eine kapitalmarktfähige Story.“

Kai Jordan



Foto: © Falko Bozicevic

BondGuide: Wie sehr achten Sie auf die eigentliche Bond-Story?

Friedrich: Erheblich. Wir haben uns in der Vergangenheit häufig gewundert, warum dieses oder jenes ein Anleihethema sein soll – Eigenkapital hätte das Mittel der Wahl sein müssen. Tatsächlich hatten wir dann ja einige Restrukturierungen mit dem Debt-to-Equity-Swap, also dem Tausch von Fremd- in Eigenkapital. Im Nachgang eine Bestätigung dafür, dass eben kein Anleihen-, sondern doch ein Eigenkapital war.

Jordan: Mein Punkt. In einigen Fällen gab es schlicht keine Bond-Story. In noch anderen Fällen nicht mal eine kapitalmarktfähige Story, mit welchem Instrument auch immer. Diese Emittenten mussten wir in eine andere Richtung beraten oder das Mandat sein lassen.

BondGuide: War nicht schon die Namensgebung „Mittelstandsanleihe“ die Wurzel des späteren Übels?

Jordan: Einige Emittenten und Emissionsbegleiter haben den Begriff „Mittelstand“ schlicht missbraucht. Dieses Gütesiegel war in vielen Fällen nicht gerechtfertigt.



Foto: © Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG



Friedrich: Ein grundlegender Fehler in der öffentlichen Wahrnehmung war sicherlich, dass der Begriff Mittelstands-anleihe nicht definiert wurde. Ich wundere mich noch heute darüber, dass im Marktsegment BondM Anleihen zu finden waren, die mit Mittelstand eher wenig zu tun hatten. Zum Beispiel Air Berlin. Aus meiner Sicht nicht zielführend und mit fatalen Folgen verbunden. Denn in der Folgezeit wurden die einzelnen Marktsegmente wie BondM, Entry Standard u.a.m. für die Bemessung der Ausfallraten herangezogen, ohne die einzelnen Anleihen differenziert zu betrachten oder auch die Mittelstandsanleihen mit zu berücksichtigen, die sich in anderen Marktsegmenten befinden.

„Wir können Investoren nicht sagen,
wir hätten uns auf einen Best-Practice-Leitfaden
verlassen.“

Hans-Jürgen Friedrich

BondGuide: Weshalb wurden so simple Sachen, wie etwa dass die Emissionsbegleiter eine Due Diligence vorzunehmen haben, nicht längst schon regulatorisch vorgegeben? Der Entry-Standard-Selbstverpflichtungskodex von 2014 schien doch ein probater Ansatz.

Jordan: Das war zwar ein Dreh in die richtige Richtung, allerdings hat auch die Emission der Beate Uhse AG im Jahr 2014 vorgeblich alle oder praktisch alle Kriterien des Best-Practice-Kodex erfüllt – 2016 war sie insolvent.

BondGuide: Welche Schlussfolgerung zog das nach sich?



Foto: © Falko Bozicevic



Foto: © Falko Bozicevic

Jordan: Es bedeutet, dass nichts an einer eingehenden Prüfung aller Beteiligten bei der Emission vorbeiführt, und zwar die Prüfung des jeweiligen Einzelfalls. Das ist Due Diligence. mwb lässt standardmäßig eine Financial Due Diligence durch einen unabhängigen externen Wirtschaftsprüfer durchführen und macht die finale Transaktionsentscheidung vom Ergebnis abhängig. Unsere Investoren erwarten dies mittlerweile auch von uns.

Friedrich: Absolut. Die Einhaltung von starren Best-Practice-Kennzahlen ersetzt nicht die eigene Überprüfung der Bonität der Emittentin und Qualität der Anleihe sowie die anschließende Überwachung. Gleichwohl sind diese Kennzahlen ein wichtiger Leitfaden, an dem sich alle Beteiligten ausrichten können. Die eigene Überprüfung des Geschäftsmodells, Gespräche mit dem potenziellen Emittenten und Emissionsbegleitern etc., und die daraus resultierende eigene Einschätzung zur Risikotragfähigkeit des Investments müssen von jedem Investor in Eigenregie durchgeführt werden. Wir können Investoren nicht sagen: „Wir haben uns halt auf einen Best-Practice-Leitfaden verlassen.“

BondGuide: Was ist eigentlich aus Ratings geworden? – Die waren anfangs das Gütesiegel, heute scheinen sie obsolet, da die meisten aktuellen Emittenten den allgemeinen Freiverkehr ohne jegliche Auflagen vorziehen.

Jordan: Da möchte ich ein wenig widersprechen. Sie werden sich wundern: Wir verlangen ein aktuelles Rating von unseren Emittenten, die wir an den Kapitalmarkt begleiten. Wir halten es für wichtig, dass auch noch jemand außerhalb des eigentlichen Emissionsprozesses den Emittenten unter die Lupe nimmt.

Friedrich: Verlangen wir zwar nicht, aber wir finden es stets sinnvoll, dass auch andere Adressen eine Emission entsprechend durchleuchten. Unabhängig davon, was eine Rating-Agentur befindet, bewerkstelligen wir mit dem KFM-Scoring ja ohnehin unsere eigene Analyse – die gibt darüber Auskunft, ob der Fonds überhaupt investieren darf. Selbst wenn das negativ beschieden wird, sagt das noch nichts über die Qualität der Emission aus. Andere Adressen dürfen vielleicht durchaus investieren, da ihre Regularien anders sind oder da sie an einigen Stellen zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen kommen oder ein höheres Risiko eingehen dürfen. Kurz gesagt: Wir lesen Rating- oder Researchberichte stets sehr genau, sofern vorhanden, und nicht nur das Ergebnis des Berichtes.

„Sie werden sich wundern: Wir verlangen stets ein aktuelles Rating von unseren Emittenten.“

Kai Jordan

BondGuide: Wie fällt Ihr Ausblick aus – werden die Jahre 2019/20 eher denen 2015/16 ähneln oder 2017/18?

Friedrich: Ausgelöst durch die Auflagen aus Basel III und irgendwann Basel IV werden auch weitere neue potenzielle Unternehmen an den Markt für KMU-Anleihen drängen. Und das ist auch notwendig. Mittelständische Unternehmen müssen zunehmend ihre Passivseite mit weiteren Finanzierungsinstrumenten breiter aufstellen, um die Gesamtfinanzierung des Unternehmens für die Zukunft wetterfest zu machen. Belassen wir dem Mittelstand die Mittel, dann hat er auch einen guten Stand. Wir stellen fest, dass die Mehrzahl dieser Emittenten die Anleihegelder verantwortungsvoll und sinnvoll betriebswirtschaftlich einsetzt.

Jordan: Das sehe ich sehr ähnlich. Ich rechne damit, dass 2019/20 eine Fortsetzung der eingeleiteten strukturellen und generellen Verbesserungen der Jahre 2017/18 sein sollte. Hätten wir das Gespräch vor drei bis vier Jahren geführt, wäre meine Prognose sicherlich negativer ausgefallen.

BondGuide: Herr Friedrich, Herr Jordan, besten Dank an Sie beide für die Einblicke!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Anzeige

Bei Ihrer Kapitalanlage sieht's düster aus? Wir zeigen einen Ausweg.



Rufen Sie uns an: 0211 82 89 77-191

Ihr Turm in der Brandung bei Kapitalkrisen und Insolvenz

Droht Ihre Kapitalanlage in einer Krisensituation zu zerschellen, ist schnelles und zielgerichtetes Handeln erforderlich. Wir geben Ihnen Orientierungshilfen und zeigen Auswege. So können Sie als institutioneller oder privater Investor Ihre Rechte nutzen, Verluste minimieren oder gar einen Totalverlust verhindern. Gewinnen Sie an Klarheit und Durchblick, wenn unsere Spezialisten für Sie mögliche Handlungsfelder beleuchten. Dazu beraten wir Sie zielgerichtet, effektiv und unabhängig. Profitieren Sie von unserer langjährigen Erfahrung bei der Beratung von Krisenunternehmen. Nutzen Sie das Know-how unserer interdisziplinären Expertenteams: aus Insolvenz-, Kapitalmarkt-, Anfechtungs-, Bank- und Steuerrecht sowie betriebswirtschaftlicher und finanzieller Sanierung.

Weitere erhellende Informationen über unsere Leistungen finden Sie hier:
www.kapitalanlagen-krise.de

Rechtsberatung
Steuerberatung
Unternehmensberatung

Buchalik Brömmekamp

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

Interview mit
Wolfgang Schiller, Markenberater,
Daniel O. Schindler, Mitinhaber, valuePROS

„Marken-Burnout als Risiko Nr. 1 für Unternehmen der Luxusgüterbranchen“

Mit Schrecken lesen wir heute über das zunehmende „Markensterben“ in vielen Branchen. Dutzende von großen Marken sind in den vergangenen 25 Jahren gar verschwunden. International etwa Kodak, Commodore, AEG, Saba, Nixdorf Computer oder D2. Bei den Automarken sind zu nennen: Rover, SAAB, Hummer, Pontiac und Lancia. Betroffen ist auch die Uhren- und Schmuckindustrie mit dem Einbruch bei einigen sehr traditionellen Herstellerfirmen und deren Marken. Ein genauer Blick lohnt. Über strategische Risiken und die Ursachen für das Markensterben hat sich BondGuide mit Wolfgang Schiller, einem der führenden Experten im Bereich Brand Risk Management, und Daniel O. Schindler, einem anerkannten Coach zur Steigerung der Wertigkeit von Markenfirmen im Luxusgüter- und Lifestyle-Umfeld, unterhalten.

BondGuide: Meine Herren, viele reden von einem zunehmenden „Markensterben“. Können denn Marken überhaupt sterben?

Schiller: Markensterben bedeutet in diesem Sinne eigentlich Kundschaftssterben, indem sich der Kunde von der Marke abwendet und die Marke damit ihre einzige Ertragsquelle verliert. Denn Marke bedeutet im Kern Kundschaft. Starke Marken haben im Gegensatz zu Produkten jedoch keinen Lebenszyklus.

Schindler: Wenn Marken unzulänglich gepflegt werden, erreichen diese mit ihrer stetig abnehmenden Energie die Endkunden nicht mehr. Dann geht es meist schnell. Die Verantwortlichen werden nervös, erkennen das Marken-Burnout zu spät, brüskieren mit unkontrollierten Aktionen die Kundschaft und strapazieren damit deren bisheriges Vertrauen. Das ist der Moment, wo sich der Handel wie auch der einzahlende Endkunde als einstiger „stolzer Fan“ vom Markenstar abwendet.

BondGuide: Sie sprechen von Kundschaften und nicht von dem ansonsten gebräuchlichen Begriff des Käufers. Was ist hier der Unterschied?

Schiller: Nicht jeder, der kauft, ist ein Kunde. Der Käufer kauft über den Preis, vor allem der Schnäppchenjäger. Der Kunde kauft aus einer nutzenorientierten Haltung und legt darauf



Wolfgang Schiller (li.)

ist strategischer Markenberater und der führende Experte auf dem Gebiet des Brand Risk Management. Er hat zuverlässige Prozesse und effiziente Tools entwickelt, wie man Marken proaktiv vor Risiken schützt. Mit „Risikomanagement für Marken“ hat er das erste Fachbuch im deutschsprachigen Raum verfasst.

Daniel O. Schindler

ist Mitinhaber von **valuePROS**, Zürich, und Coach in Wertigkeitsthemen entlang der Wertschöpfungskette und entwirft/etabliert Wachstums-Szenarien für emotionale Geschäftsfelder sowie Luxus- & Lifestyle-Märkte.

Wert, worauf die Marke und das dahinterstehende Markenartikelunternehmen Wert legen – Kunden und Marke bilden damit eine Wertgemeinschaft.

BondGuide: Ist mangelhafte Übereinstimmung zwischen dem Markenangebot und dem Kundenbedürfnis die Ursache für das zunehmende Markensterben?

Schiller: Aber ja. Erhöht die Markenleistung nicht den Kundennutzen, verliert die Marke an Bedeutung und damit an Anziehungskraft. Und es findet kein Kauf und somit für die Unternehmung keine Wertschöpfung statt. Doch das Markensterben fängt schon viel früher und oftmals unbemerkt an.

BondGuide: Was meinen Sie damit?

Schiller: Starke Marken sind einzigartig, sie bieten etwas Besonderes und Nützliches, was andere nicht haben. Marke ist also auch Unterschied. Doch im Durchschnitt erleben 64%

der Konsumenten Marken in ihrer jeweiligen Produktgruppe als austauschbar. Laut einer weltweiten Havas-Studie aus dem Jahr 2017 werden sogar 74% aller Marken als bedeutungslos angesehen. Mit anderen Worten: Niemand würde diese Marken vermissen, wenn es sie nicht mehr gäbe.

BondGuide: Was müssen denn Ihrer Meinung nach Unternehmen sicherstellen, damit ihre Marken keine Kunden verlieren?

Schindler: Kundschaft halten oder gewinnen hat etwas Sportliches. Wir vergleichen gerne mit dem Eiskunstlauf. Die Pflicht ist in der Wertschöpfung der rationale Anteil, und die kreative Kür zeigt die echt faszinierenden Elemente und erhöht die Wertigkeit der Darbietung. Pflicht und Kür halten die Kundschaft und somit die Firma und deren Marken im Markt.

BondGuide: Das klingt einleuchtend und einfach, aber warum wird das in der Praxis nicht sichergestellt?

Schiller: Hauptursache sind Managementfehler aufgrund eines fehlgeleiteten Markenverständnisses. So fokussieren noch viele Unternehmen in der Führung ihrer Marken Definitionen, die im Wesentlichen eine reine Identifikations- und Differenzierungsfunktion verfolgen, und reduzieren Markenführung auf die Gestaltung von grafischen Erscheinungsbildern und Slogans in der Werbung. Außerdem besitzen Unternehmen oftmals nur eine reine Binnensicht. Der Kunde kommt darin gar nicht oder nur am Rande vor.

Schindler: Gerade in emotionalen Geschäftsfeldern, wie Uhren und Schmuck oder Mode, ist die Anreicherung des Leistungs-Mix mit Passion und Storytelling extrem wichtig. Die Nachfrager wollen Teil dieser Super-Story sein.

BondGuide: Was machen denn Unternehmen für zentrale Fehler in der Markenführung?

Schiller: Unternehmen bewirtschaften Marken wie Unternehmen. Das heißt Verkaufen von Produkten auf Basis von Quartalergebnissen und gesetzter Vertriebsziele. Je nervöser eine Firma ist, desto größer auch die Verleitung, sich in kurzfristigen Verkaufsaktionen und Rabatten zu verlieren, anstatt in nachhaltiges Kundenvertrauen mittels Markenaufbau zu investieren. Außerdem orientieren sich Unternehmen zu oft am Wettbewerb und nicht an ihren Kunden.

Schindler: Herkunft hat Zukunft – wenn es gelingt, die Erfolgspur des Markenkerns von damals in die heutige Zeit zu transferieren. Eine markenbasierte Strategie, ideal umgesetzt in der Markenkommunikation, kann eine Art Versicherung werden in den zunehmend hartumkämpften Märkten. Hiermit entscheidet sich auch, ob die Firma als relevanter und stolzer Markenhersteller weiter wahrgenommen und honoriert wird oder vermehrt als Anbieter von austauschbaren, markierten Produkten. Ein überlebenswichtiger Ansatz für jede Firma ist hier anzufügen.

BondGuide: Was können Unternehmen anders machen?

Schindler: Bewährt hat sich immer wieder im Luxus- und Lifestyle-Segment: Wer in die Kür investiert und dabei die

Stärke erhalten, Kräfte entfalten: die 10 Dos & Don'ts

Damit Marken ihre Stärke und ihren Wert erhalten, empfiehlt es sich, folgende Grundlagen für eine nachhaltige Markenführung im Unternehmen sicherzustellen:

1. Investoren müssen den Mut haben, nebst den Kennzahlen **eine aktuelle Markenbilanz** der Traditionsfirma zu verlangen – bitte von Dritten erstellt.
2. Schwächelnde Marken (Burnout-Kandidaten) erkennt der Investor mittels Fachgespräch beim Retailpartner und an der unvorteilhaften Werbung oder **hohen Rabatten im Verkaufsgeschäft** oder in den üblichen E-Shops weltweit.
3. **Das Management fragen**, ob erkannt wurde, dass man nicht mit vielen Produkten, sondern mit vielen Kunden (= Marken-Fans) Geld verdient.
4. **Die Identität der Marke** und den darin abgelegten Nutzensinn kennenlernen – dem Ideal der Marke folgen (differenziert!) und nicht dem Idealbild des Marktes.
5. Die Vertrauensparameter des selbstähnlichen Marken-Erfolgsmusters kennen und dieses fortlaufend reproduzieren – **sich selbst und nicht den Wettbewerb nachahmen**.
6. Sich kontinuierlich mit den Kunden rückkoppeln und **Innovationen auf die Erhöhung des Kundennutzens ausrichten** – nicht auf Rabattpromos.
7. Rabatte vermeiden, **denn der Preis kommuniziert die Qualität der Marke**.
8. **Marke ist Kundenvertrauen** – was tut die Unternehmung zur Vermeidung der Beschädigung dieses Vertrauensbonus? Gibt es ein Frühwarnsystem?
9. **Monitoring in der Presse**. Wie berichten die Fachzeitschriften und die Publikumspresse über die betreffende Marke und deren Management-Team?
10. Schlussendlich: **all die persönlichen Erfahrungen** und eventuell jene seines Bezugskreises mit explizit der gewählten Luxus- oder Lifestyle-Firma im Fokus erfragen.

„Welten der Faszination“ betritt, macht auf sich aufmerksam und gewinnt am ehesten Sympathien und neue Kundschaft. Diese Kosten müssen als Investment in die Marke verstanden werden, um den Zusatznutzen des Markenwerts beim Publikum hochzuhalten oder gar zu steigern. Eine emotional starke Marke ist bedeutend weniger anfällig in einer nächsten Phase eines Abschwungs. Das Vertrauen und Markenverständnis sind ja jetzt wohlwollend beim Kunden im Gedächtnis hinterlegt.

Schiller: Marken sind keine Produkte oder Unternehmen. Marken besitzen eine einzigartige Identität, entwickeln ihre Kraft in den Köpfen von Menschen und leben vom fragilen Vertrauen ihrer Kunden. Markenführung heißt deshalb nicht Verkaufen von Produkten, sondern Gewinnung des Vertrauens von Kunden.

BondGuide: Herr Schiller, Herr Schindler, vielen Dank einstweilen für das interessante Gespräch.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

von
Peter Thilo Hasler,
Sphene Capital GmbH

Logik macht das Leben leichter

Ist Verhaltensökonomie geeignet, die Entwicklung bei Mittelstandsanleihen zu erklären?

Viel ist geschrieben worden über die Ursachen des Scheiterns deutscher Mittelstandsanleihen. Häufig kommt bei diesen Beiträgen das Verhalten der beteiligten Parteien zu kurz. Dabei lassen sich gerade aus nicht-rationalem Verhalten der Marktteilnehmer durchaus aufschlussreiche Ergebnisse ableiten, die für eine Erklärung der geringen Akzeptanz dieses elementaren Instruments der Unternehmensfinanzierung hilfreich sein können.

Dabei beziehen sich verhaltenstheoretische Konzepte, und das ist bemerkenswert, mehrheitlich auf nicht-rationale Verhaltensformen von Anlegern gegenüber Aktien, nicht jedoch gegenüber Anleihen.

Schnelles und langsames Denken

In seinem wegweisenden Buch „**Schnelles Denken, langsames Denken**“ beschreibt Wirtschaftsnobelpreisträger Daniel Kahneman zwei „Systeme“ menschlichen Denkens, durch die schlechte, also nicht-rationale Entscheidungen erklärt werden können. Da ist zunächst das schnelle Denken, das aus dem Bauch heraus erfolgt. Einfache Rechenaufgaben, die Beantwortung von Wissensfragen oder das Erkennen von emotionalen Ausdrücken auf Gesichtern werden von Menschen durch schnelles Denken gelöst („**System 1**“). Es wird vom Unterbewusstsein und von Emotionen gesteuert und ist für das Überleben des Menschen unabdingbar, ermöglicht es doch, Entscheidungen sofort fällen zu können.

Peter Thilo Hasler

ist Gründer der **Sphene Capital GmbH**. Er ist Analyst sowie Buchautor und schreibt regelmäßig zu Finanzierungs- und Kapitalmarktthemen.



Foto: © agsandrew – stock.adobe.com

Schwierige Aufgaben ($24 \times 17 = ?$) lösen Menschen mit dem „**System 2**“. Dieses läuft jedoch nicht im Unterbewusstsein ab, sondern erfordert logisches und bewusstes Denken. **Deshalb ist System 2 anstrengend und erfordert Zeit.** Da das menschliche Gehirn von Natur aus Anstrengungen zu vermeiden sucht, verfällt es häufig auch bei der Bewältigung schwieriger Probleme in das System 1, wo doch System 2 das adäquate wäre.

System 1, wo System 2 gefordert wäre

„Mittelstandsanleihe versinkt in der Bedeutungslosigkeit“, „Anleger sollten sehr vorsichtig sein“ oder „Nur mit Vorsicht zu genießen“: Das sind nur einige der Schlagzeilen. Bei all den negativen Überschriften neigt das schnelle Denken von System 1 zu emotionalem Handeln und urteilt den Mittelstandsanleihen-Markt pauschal als gescheitert ab. Mit Einzelfällen will es sich gar nicht erst beschäftigen. Selbst langjährige Kapitalmarktteilnehmer geraten in diese Argumentationsschiene. Doch eröffnet dieses Verhalten einem System-2-Anleger genau die Ertragschancen, die eine Outperformance an den Kapitalmärkten überhaupt erst möglich machen. Das System 2 nämlich würde den Anleger zu einer sorgfältigen Analyse eines einzelnen Emittenten

veranlassen, um Ertragschancen zu entdecken, wo andere nur Risiken einer ganzen Assetklasse vermuten.

Doch schon während der Hochphase der Mittelstandsanleihen war System 2 unterbeschäftigt. So haben Anleihegläubiger die leicht verfügbaren Informationen wie Rating, Nominalzins oder Laufzeit in ihre Anlageentscheidung einfließen lassen, nicht jedoch die wesentlich komplexeren Informationen wie die dem Rating zugrunde liegenden Ausfallwahrscheinlichkeiten, Recovery Rates oder Covenants. Das intuitive, schnell verfügbare Ergebnis einer im Vergleich mit Benchmark-Anleihen überdurchschnittlichen Verzinsung wurde als ausreichende Entscheidungsgrundlage angesehen. Schließlich zeigt dieser sog. Ownership Bias, dass schlechte Dinge immer nur anderen passieren – während man selbst davon natürlich verschont bleibt.

Der Bias des Verfügbaren

Die individuelle Einschätzung der Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz hängt nicht zuletzt von der Wahrscheinlichkeit ab, ein solches Ereignis bereits selbst erlebt zu haben. Psychologen bezeichnen die Abhängigkeit einer Erwartung von den eigenen Erfahrungen als **Verfügbarkeitsheuristik**.

Damit lässt sich begründen, **dass ausgerechnet so viele Brandnames** durch ihre Insolvenzen das Vertrauen der Anleger in Mittelstandsanleihen **erschüttert haben**. Dass beispielsweise Modeeinzelhändler unter Mitwirkung einer Investmentbank eine Anleihe emittieren „durften“, wurde als Gütesiegel verstanden. Dabei steht der deutsche Einzelhandel schon seit Jahren unter massivem Druck, den nur Unternehmen mit echten Alleinstellungsmerkmalen überleben werden.

Mehr Rendite bei weniger Risiko

Besonders problematisch: Je häufiger eine Information aktiviert wurde, desto leichter kann sie von Menschen abgerufen werden. Wenn Menschen tagein, tagaus (selbst von Seiten der Bundesregierung) gesagt wird, Anleihen seien sicher, Aktien dagegen spekulativ, werden sie diese Pauschalität leichter abrufen als Informationen, die erst kürzlich aktiviert wurden und vielleicht das genaue Gegenteil beinhalten.

Eine weitere, als allgemeingültig angesehene Fehlinformation ist daher die Annahme, Rendite und Risiko seien grundsätzlich positiv miteinander korreliert. BWL-Studenten

lernen dies bereits in den frühen Semestern ihres Studiums. So wählen Entscheider jene Alternative(n), die bei gleicher erwarteter Rendite das niedrigste Risiko bzw. bei gegebenem Risiko die höchste erwartete Rendite aufweisen. Auch wenn System 1 diese Annahme unterstützt, ist sie doch nicht immer richtig.

Schon Anfang der 1980er-Jahre hat der Wirtschaftswissenschaftler Edward H. Bowman festgestellt, dass Aktien von Unternehmen, deren Profitabilität über dem Branchendurchschnitt liegt, an der Börse eine überdurchschnittliche Kursentwicklung (d.h. Rendite) bei einer vergleichsweise geringen Streubreite (d.h. Risiko) erzielen, während die Aktien unterdurchschnittlich ertragsstarker Unternehmen an der Börse nur eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung bei überdurchschnittlichem Risiko verzeichnen können. Dieses Phänomen bezeichnete Bowman als **Risiko-Rendite-Paradoxon**.

Die für Mittelstandsanleihen relevante Erklärung dürfte sein, dass Geschäftsführer und Vorstände von Anleiheemittenten sich nicht durchgängig rational und risikoavers verhalten, wie es die Entscheidungstheorie unterstellt, sondern **insbesondere bei geringen bzw. negativen operativen Renditen zu risikoreichen Investitionsentscheidungen verleitet werden** – die dann letztlich fehlschlagen und die Krise sogar noch verstärken. Ein derartiges Verhalten konnte bei verschiedenen (später insolventen) Anleiheemittenten beobachtet werden: So basierten etwa bei **Beate Uhse oder Air Berlin** die auch nach außen kommunizierten Cashflow-Planungen ganz offensichtlich auf einem bestenfalls vagen Turnaround-Szenario, das dann, wenig überraschend, jeweils nicht eintrat.

Fazit

Letztlich ersparen Heuristiken, die auf intuitiven Entscheidungen basieren, den Anlegern Aufwand und Zeit. Kahneman und sein verstorbener Kollege Amos Tversky beschäftigten sich im Wesentlichen mit den systematischen Verzerrungen, die durch diese Heuristiken verursacht werden. Diese können nur durch System 2 überwunden werden. Rationales Handeln in einem emotionsgetriebenen Marktumfeld wie den Mittelstandsanleihen erfordert Geduld und Ausdauer – und der Annahme zu widerstehen, Mittelstandsanleihen seien eine grundsätzlich zu meidende Assetklasse. Denn wie sagte schon Marlene Dietrich: **Logik macht das Leben leichter**.

PLATZIERUNG & HANDEL

von

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

Prospektfreie Emissionen

Crowdfunding jetzt auch für Wertpapieremissionen

Bislang hatten es Crowdfunding-Plattformen schwer, europaweit zu agieren. Der Grund: unterschiedliche Regularien in den 28 EU-Staaten. Mit der Schaffung einer Kapitalmarktunion bis Ende 2019 soll sich das jetzt ändern: Einheitliche Regeln sollen kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) die Finanzierung über die Kapitalmärkte in der Europäischen Union erleichtern. Dies gilt unabhängig von dem Vorhaben, einen europaweit gültigen Pass für EU-Crowdfunding-Plattformen einzuführen.

Anfang April 2018 hatte die Bundesregierung den Entwurf für ein „Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ vorgelegt. Am 28. Juni 2018 hat der Bundestag das Gesetz verabschiedet. Am 13. Juli 2018 wurde es im Bundesgesetzblatt verkündet.

Klar ist nun: Die Schwelle hinsichtlich der Prospektspflicht für öffentliche Angebote von Wertpapierbeteiligungen wird auf



Foto: © Julien Eichinger – stock.adobe.com

8 Mio. EUR angehoben und damit Ausnahmen von der Prospektspflicht in größtmöglichem Umfang genutzt. Regulatorisch wird so mit anderen EU-Ländern gleichgezogen und eine Benachteiligung deutscher Unternehmen vermieden – im Gesetzgebungsverfahren war dies seitens Branchenteilnehmern und Verbänden kritisch angemahnt worden. Dies gilt auch – aber nicht nur – für onlinebasierte öffentliche Angebote und kann damit auch für Crowdfunding genutzt werden.

Wertpapier-Informationsblatt statt Prospekt

Für Anbieter öffentlicher Angebote von Wertpapieren wie z.B. Anleihen, Genussscheinen und Aktien im Inland bedeutet das: Sie können künftig statt eines Prospekts ein Wertpapier-Informationsblatt veröffentlichen, sofern der Gesamtgegenwert des Angebotes über einen Zeitraum von zwölf Monaten mehr als 100.000 EUR, aber weniger als 8 Mio. EUR beträgt – und: nicht bereits die Pflicht zur Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts besteht.

Das Wertpapier-Informationsblatt wurde – angelehnt an das Vermögensanlagen-Informationsblatt – neu eingeführt als Informationsquelle für die Anlageentscheidung und darf erst veröffentlicht werden, wenn die BaFin die Veröffentlichung gestattet. Sie prüft auf Vollständigkeit und auf Einhalten der



Dr. Matthias Gündel

ist Rechtsanwalt und Geschäftsführer der auf das gesamte Kapitalmarktrecht spezialisierten Kanzlei **Gündel & Katzorke Rechtsanwaltsgesellschaft mbH**.

Christina Gündel

ist Rechtsanwältin und betreut vorrangig Registrierungs- und Zulassungsverfahren im KAGB und KWG. Ihr Schwerpunkt ist Aufsichts- und Vertriebsrecht.

Reihenfolge der erforderlichen Angaben, nicht aber auf inhaltliche Richtigkeit. Auf nicht mehr als drei DIN-A4-Seiten müssen alle wesentlichen Informationen über Wertpapiere, Anbieter, Emittenten und etwaige Garantiegeber in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise enthalten sein und auch Hinweise bzgl. Risiken des Wertpapiers, des Nichtvorliegens eines Prospekts sowie des Umfangs der BaFin-Prüfung.

Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger bei Emissionsvolumen ab 1 Mio. EUR

Um nicht qualifizierte Anleger, wie Privatanleger, zu schützen, sind Wertpapieremissionen ab 1 Mio. EUR nur unter folgenden Voraussetzungen ohne Prospekt möglich:

Wertpapiere dürfen ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein nach § 32 KWG lizenziertes Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden.

Darüber hinaus sind folgende Einzelanlageschwellen zu beachten, d.h., das Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss prüfen, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt:

- 1.) **1.000 EUR;**
- 2.) **10.000 EUR**, sofern der jeweilige nicht qualifizierte Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 EUR verfügt, oder
- 3.) **den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens** des jeweiligen nicht qualifizierten Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10.000 EUR.

Erleichterungen für bereits am Markt zugelassene Kreditinstitute und Emittenten im WpPG bleiben bestehen: Emittenten, deren Aktien bereits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, und CRR-Kreditinstitute müssen weiterhin keinen Prospekt und auch kein Wertpapier-Informationenblatt für öffentliche Wertpapierangebote veröffentlichen, wenn der Verkaufspreis weniger als 5 Mio. EUR beträgt.

Anpassungen in anderen Gesetzen: Im VermAnlG gibt es Anpassungen der Regelungen zum Vermögensanlagen-Informationenblatt, zu seiner Veröffentlichung und der Bußgeldtatbestände. Im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) wird klar gestellt, dass neben einem Wertpapier-Informationenblatt nicht zusätzlich ein Produktinformationsblatt erstellt werden muss.

Fazit & Ausblick

Deutsche KMUs können künftig in vollem Umfang von der Prospektbefreiung bis zu 8 Mio. EUR Gebrauch machen. Dies stärkt ihre Wettbewerbsfähigkeit in der EU. Dem Anlegerschutz wird durch das Wertpapier-Informationenblatt Rechnung getragen.

Wertpapierangebote können – anders als Crowdfunding-Angebote nach dem Vermögensanlagengesetz – auch ohne Beachtung der 10.000-EUR-Anlagegrenze vertrieben werden. Das erleichtert wiederum die Kapitalaufnahme für Unternehmen.

Problematisch werden dürfte die praktische Umsetzung der Vorgaben für prospektfreie Wertpapierangebote an nicht qualifizierte Anleger (Emissionsvolumen ab 1 Mio. EUR). Zum einen bedeutet die Vorgabe, dass Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden dürfen, im Umkehrschluss, dass ein Eigenvertrieb wohl ausgeschlossen ist. Der Vertrieb darf nur über KWG-lizenzierte Finanzdienstleistungsinstitute erfolgen, nicht über freie Vermittler mit Zulassung nach § 34f Gewerbeordnung. Zum anderen stellt sich die Frage, wie der Vertrieb den Aufwand der Überprüfung der Einhaltung der Schwellenwerte bewältigen soll.

Die Möglichkeit, künftig mit einem Angebot von Wertpapierbeteiligungen an den Markt zu gehen, wenn vorab – statt eines umfangreichen und kostspieligen Prospektes – lediglich ein Wertpapier-Informationenblatt veröffentlicht werden muss, wird voraussichtlich einige Anbieter, die bislang noch Vermögensanlagen nach dem VermAnlG vertrieben haben, dazu veranlassen, mit weniger Aufwand Wertpapiere anzubieten. Dies gilt sicherlich auch für Anbieter, die aufgrund des Aufwandes einer Prospekterstellung bislang gar nicht an den Markt gekommen waren.

PLATZIERUNG & HANDEL

von Ingo Wegerich,
Präsident des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V.
(„Kapitalmarkt KMU“) und
Partner, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Stimmensammlung und Petition zur Gesetzeskorrektur

Bezugsrechtskapitalerhöhungen von den prospektfreien Emissionen bis zu 8 Mio. EUR ausgeschlossen

Zum **21. Juli 2018** ist das Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze in Kraft getreten. Hierdurch hat der Gesetzgeber u.a. **Wahlmöglichkeiten ausgenutzt, die ihm die EU-Prospektverordnung eingeräumt hat**. Die Verordnung sieht vor, dass ein öffentliches Angebot von Wertpapieren **ab 1 Mio. EUR nur mit einem Prospekt möglich ist**. Gleichzeitig eröffnet sie den Mitgliedstaaten die Möglichkeit, nationale öffentliche Angebote bis zu 8 Mio. EUR (innerhalb von zwölf Monaten) von der Prospektpflicht auszunehmen.

In einem Gesetzentwurf hatte das Finanzministerium die Prospektfreiheit zunächst nur bis zu 1 Mio. EUR vorgesehen. Aus Sicht des kapitalmarktorientierten Mittelstandes stellte dies eine große Benachteiligung für deutsche Unternehmen dar. **Andere Mitgliedstaaten beabsichtigten deutlich weitergehende Regelungen**. Nach Kritik aus dem Mittelstand auch seitens des Verbandes Kapitalmarkt KMU hat die Bundesregierung entschieden, die EU-Regelung voll auszu-schöpfen. Anbieter für öffentliche Angebote nur in Deutschland mit **einem Gesamtgegenwert von mehr als 100.000 EUR, aber weniger als 8 Mio. EUR können statt eines Prospekts ein dreiseitiges Wertpapier-Informationsblatt veröffentlichen**, wenn zuvor die BaFin die Veröffentlichung des Wertpapier-Informationsblattes gestattet hat.

Ingo Wegerich

ist Präsident des **Interessenverbandes kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V.** („Kapitalmarkt KMU“) und Partner der **Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH**.



Foto: © chrisdorney – stock.adobe.com

Prospekt mit erheblichem Zeit- und Kostenaufwand verbunden

Grundsätzlich ist die Erweiterung der **Prospektfreiheit sehr zu begrüßen**, denn die von der BaFin vor ihrer Veröffentlichung zu prüfenden Prospekte sind i.d.R. mehrere Hundert Seiten dick. Entsprechend ist die Erstellung eines solchen Prospekts, in dem das Unternehmen und die mit dem Investment verbundenen Risiken im Detail dargestellt werden müssen, mit erheblichem Zeit- und Kostenaufwand verbunden. Bei KMUs, die nicht über große Stabsabteilungen verfügen, bindet die Erstellung erhebliche Management-Ressourcen.

Leider hat der Gesetzgeber diese Erleichterung jedoch wieder beschränkt. Dabei hat er den Anwendungsbereich **so weit eingeschränkt, dass der neuen Regelung kaum praktische Relevanz zukommt**. So müssen bei prospektfreien Angeboten ab einem Betrag von 1 Mio. EUR bestimmte Anlageschwellen entsprechend der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen (Crowdfunding) für nicht qualifizierte Anleger (insbesondere Privatpersonen) eingehalten werden. Wertpapiere dürfen ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder -vermittlung über ein Wertpapier-Dienstleistungsunternehmen vertrieben werden, das **zudem verpflichtet ist, zu prüfen, dass der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden, 1.000 EUR nicht übersteigt**; selbst bei



Foto: © alphaspirit – stock.adobe.com

höherem Einkommen und größerem Vermögen darf ein privater Anleger lediglich 10.000 EUR investieren.

Bezugsrechtskapitalerhöhungen ausgeschlossen

Diese Regelung führt dazu, dass eine Bezugsrechtskapitalerhöhung ausgeschlossen ist – obwohl es sich um die gesetzliche Grundform der Kapitalerhöhung handelt. Laut einer Studie des Deutschen Aktieninstituts führen zwei Drittel der Unternehmen nach einem Börsengang mindestens eine Kapitalerhöhung durch.

Bei einer Bezugsrechtskapitalerhöhung haben sämtliche Aktionäre entsprechend ihrer Beteiligung am Grundkapital das Recht, neue Aktien zu erwerben. Da aber davon auszugehen ist, dass regelmäßig mehr als nur einem Aktionär Bezugsrechte auf neue Aktien für über 1.000 EUR und auch über 10.000 EUR zustehen, **scheidet eine Anwendung der Regelung zu Prospektfreiheit aus**. Gleiches gilt für Wandelschuldverschreibungen, da für Wandelschuldverschreibungen die Regelungen über das Bezugsrecht sinngemäß gelten. Damit kommt der Regelung kaum praktische Relevanz zu und sie **geht an den Bedürfnissen der kapitalmarktorientierten Unternehmen völlig vorbei**. Den Interessenverband erreichen täglich viele Anrufe kapitalmarktorientierter Mittelständler, die sich über die neue Regelung beschweren.

Sinnvolle Korrektur einfach möglich

Eine sinnvolle Korrektur ist jedoch einfach möglich: So könnten von den Schwellenwerten Unternehmen **ausgenommen werden, die bereits einen Prospekt erstellt haben** und deren Wertpapiere an einem Freiverkehr oder geregelten Markt gelistet sind (ähnlich der Neuregelung zu Sekundär-

emissionen). Diese Unternehmen unterliegen der Marktmissbrauchsverordnung und gewähren hierdurch ein hohes Maß an Transparenz und sind auch nicht mit i.d.R. sehr kleinen Unternehmen vergleichbar, die sich über Crowdfunding finanzieren. Darüber hinaus läge auch bereits ein einmal gebilligter und veröffentlichter Prospekt vor.

Eine derartige Ausnahme von der Einschränkung würde auch dazu führen, dass die Unternehmen sich wieder verstärkt den Börsen und Kapitalmärkten zuwenden, was auch der Intention der europäischen Initiative zur Kapitalmarktunion entspräche.

Stimmensammlung zur Einreichung einer Petition

Der Interessenverband Kapitalmarkt KMU **führt gegenwärtig eine Stimmensammlung zur Einreichung einer Petition** beim Bundesministerium der Finanzen durch, um eine sinnvolle Gesetzeskorrektur zu erreichen. **Kapitalmarktorientierte Unternehmen und Dienstleister aus deren Umfeld sind aufgerufen**, sich an der Stimmensammlung zu beteiligen.

Der Interessenverband Kapitalmarkt **KMU rechnet mit guten Chancen auf eine Gesetzeskorrektur** bei entsprechend hoher Teilnahme an der Stimmensammlung.

Informationen über die Stimmensammlung erhalten Sie auf der Website des Interessenverbandes Kapitalmarkt KMU unter <http://www.kapitalmarkt-kmu.de>.

PLATZIERUNG & HANDEL

von Frank Günther, Geschäftsführender Gesellschafter,
Asmus Ohle, Managing Director,
Donatus Wang, Intern,
One Square Advisors GmbH

Opt-in als Perspektive?

Schuldscheindarlehen in der Restrukturierung

Das Schuldscheindarlehen hat sich in den vergangenen Jahren geradezu boomhaft entwickelt und stellt mit einem Gesamtvolumen von ca. 150 Mrd. bis 200 Mrd. EUR am Markt zunehmend die erste Alternative zur Anleihefinanzierung dar. Bei diesem Volumen werden Restrukturierungsfälle nicht ausbleiben. Noch ist der Schuldscheinmarkt vom Krisenstadium der Mittelstandsanleihe weit entfernt, die ersten Anzeichen einer Krise sind jedoch bereits zu erkennen. So fiel der britische Baukonzern Carillion im Januar dieses Jahres nur zwölf Monate nach der Begebung von Schuldscheinen im Volumen von 112 Mio. GBP in die Insolvenz, und auch der Möbelkonzern Steinhoff, der Schuldscheine im Umfang von mehr als 770 Mio. EUR emittiert hat, befindet sich seit Dezember 2017 in einer akuten finanziellen Krise.¹ Der folgende Beitrag beleuchtet die Optionen, die sich Anlegern und Emittenten in einem Krisenfall bieten.

¹ Eine Übersicht über Credit Events deutscher Schuldscheinemittenten zwischen 2014 und 2017 zudem bei Scope Ratings, Schuldschein market (08.01.2018), S. 3.



Frank Günther (l.o.)

ist Geschäftsführender Gesellschafter und Managing Director bei der **One Square Advisors GmbH** in München.



Asmus Ohle (r.o.)

ist Managing Director bei One Square Advisors in London.

Donatus Wang

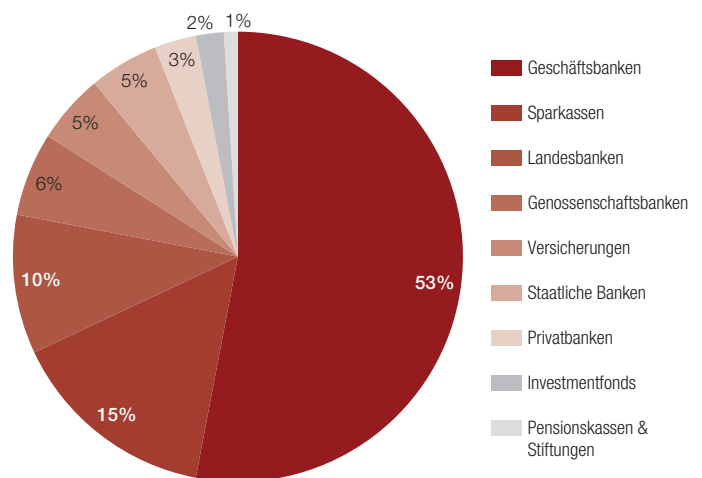
absolvierte sein Studium an der EBS Law School und der EBS Business School, derzeit arbeitet er an seiner Promotion im Restrukturierungsrecht und ist Intern bei One Square Advisors.



Der deutsche Schuldscheinmarkt

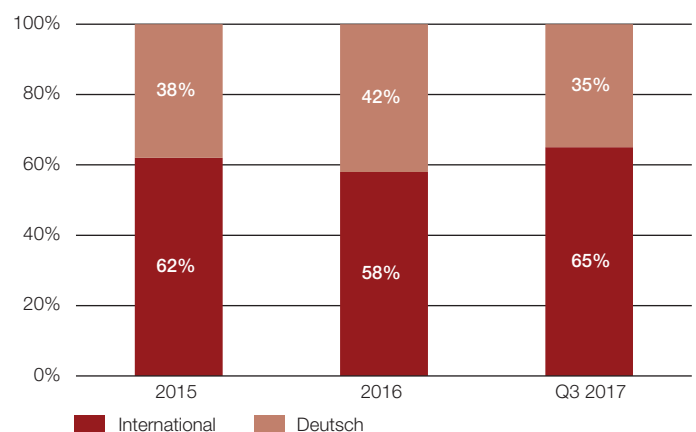
In Schuldscheine investieren neben Geschäftsbanken und Sparkassen auch institutionelle Anleger wie Fonds, Versicherungen und Pensionskassen aus dem In- und Ausland. Retailinvestoren zählen üblicherweise nicht zum Anlegerkreis.

Verteilung nach Investoren 2015–Q3 2017



Quelle: HSBC Research, Scope Ratings, One-Square-Analyse

Anteil von internationalen Investoren 2015–Q3 2017



Quelle: HSBC Research, Scope Ratings, One-Square-Analyse



PHOTON ENERGY ANLEIHE 2017/22



7,75% jährlicher
Kupon

Quartalsweise
Auszahlung

Tägliche
Liquidität

JETZT NOCH DIREKT BEI DER EMITTENTIN ZEICHNEN!*

**Photon Energy ist ein integriertes Solarenergieunternehmen
und Ökostrom-Produzent**

- ISIN: DE 000A19MFH4
- Stückelung: 1000 EUR
- Restlaufzeit bis Oktober 2022
- Handel im Open Market der Börse Frankfurt

KfM-Barometer
Mittelstandsanleihen
Mai 2018

7,75%-Anleihe
Photon Energy N.V.
Anleihe 17/22, WKN A19MFH



Attraktiv
(4 von 5)

WEITERE INFORMATIONEN:

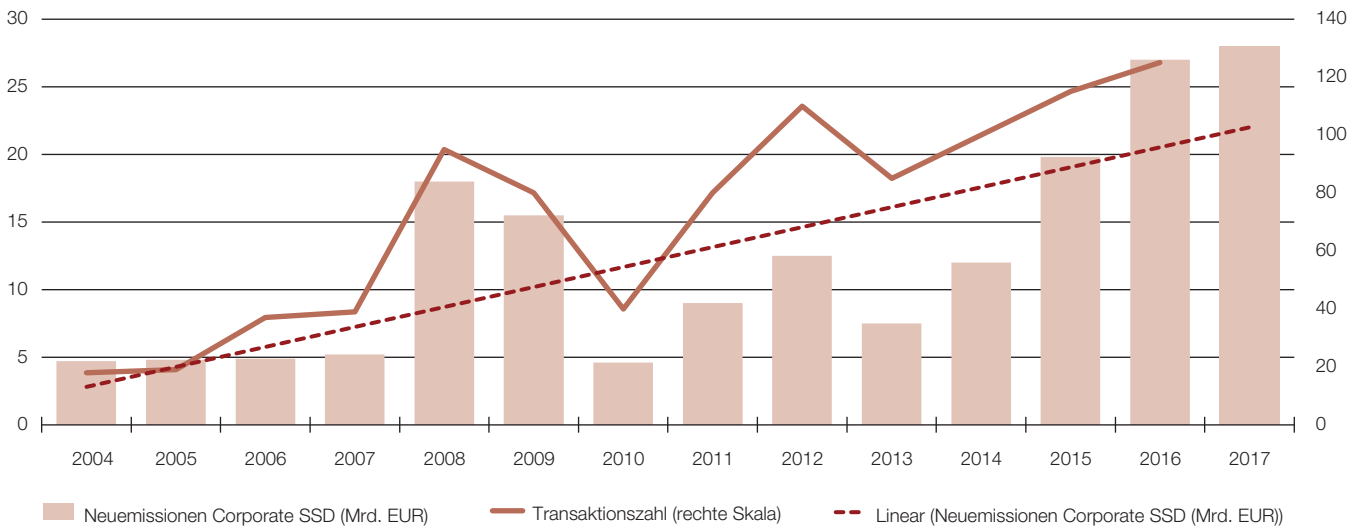
www.photonenergy.com

KONTAKTIEREN SIE UNS:

bond@photonenergy.com

* Angebot nur gültig bis das Emissionsvolumen von 30 Millionen Euro erreicht ist.

Der Schuldscheinmarkt seit 2004



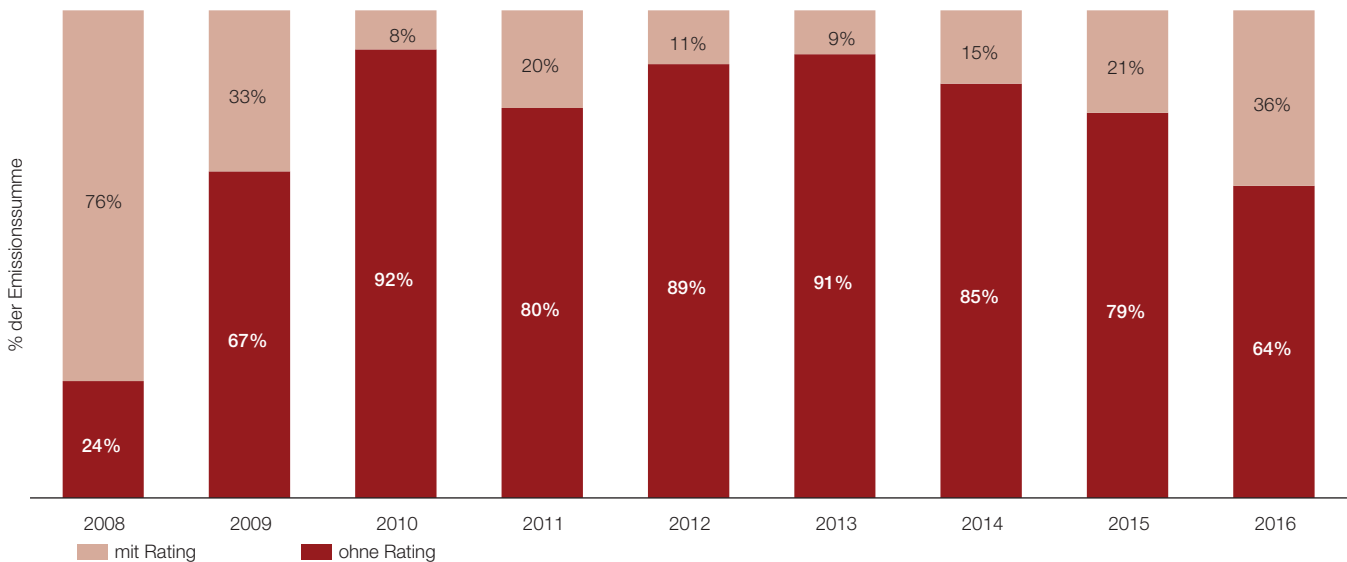
Quelle: Bloomberg, Scope Ratings, One-Square-Analyse

Da eine Börsennotierung nicht erfolgt, besteht weder eine Prospektspflicht noch kapitalmarktrechtliche Transparenz- und Offenlegungspflichten.² Der Schuldscheinmarkt steht Emittenten damit bereits ab einem geringen Emissionsvolumen von rund 10 Mio. EUR offen.

Mit dieser für Emittenten freundlichen Struktur verzeichnete der deutsche Schuldscheinmarkt über die vergangenen Jahre ein stetiges Wachstum und erreichte allein im Jahr 2017 ein Neuvolumen von 27 Mrd. EUR. Nach Berechnungen der Ratingagentur Scope hat der Schuldscheinmarkt dabei mit

² Dazu Wehrhahn, BKR 2012, 363.

Anteil des Emissionsvolumens mit externem Rating



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research, One-Square-Analyse

lediglich fünf von mehr als 500 Emittenten bislang historisch niedrige Ausfallraten zu verzeichnen.³

Während Mitte der 2000er-Jahre vor allem große Unternehmen und größere Mittelständler mit Umsätzen jenseits 1 Mrd. EUR und erstklassiger Bonität den Schuldschein als Finanzierungsinstrument nutzten, treten zunehmend kleinere und stärker verschuldete Unternehmen als Emittenten auf. Externe Ratings weisen inzwischen nur etwa 25% bis 30% der Emittenten auf.⁴ Angesichts der Kombination eines höchst emittentenfreundlichen Finanzierungsinstruments, fehlender Markt- und Transparenzstandards sowie eines mittelfristig steigenden Zinsniveaus drängt sich der Vergleich zum zusammengebrochenen Markt für Mittelstandsanleihen auf.

Schuldscheindarlehen in der Restrukturierungspraxis

Das deutsche Recht bietet derzeit keine gangbare Perspektive für eine außerinsolvenzliche Restrukturierung von Schuldscheindarlehen.⁵ Trotz ihrer anleiheähnlichen Konzeption handelt es sich bei Schuldscheindarlehen nicht um Schuldverschreibungen, sondern um Darlehen im Sinne des § 488 BGB. Eine Restrukturierung von Schuldscheinen nach dem Schuldverschreibungsgesetz, insbesondere mittels Collective Action Clauses nach § 5 Abs. 3 SchVG, kommt damit nicht in Betracht.

Ebenso sehen Schuldscheindarlehen in aller Regel keine Möglichkeit zur Durchführung von Restrukturierungsmaßnahmen nach Mehrheitsbeschlüssen vor, wie es in Konsortialdarlehensverträgen üblich ist.

Es fehlt mithin an rechtlichen Grundlagen, Restrukturierungsmaßnahmen durch Mehrheitsbeschluss mit Bindungswirkung gegenüber sämtlichen Schuldscheingläubigern umzusetzen. Damit sehen sich der Emittent und die Mehrheit der Gläubiger mit dem Erpressungspotenzial einer individuellen Kündigung und dem sich daraus ergebenden Insolvenzrisiko konfrontiert.

Institutionelle Investoren veräußern ihre Forderungen in der Krise deshalb häufig an spezialisierte Distressed-Debt-Investoren, die die Forderungen bündeln. Eine zunehmende Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen für europäische

Kreditinstitute lässt eine Intensivierung dieses Trends erwarten.

Die übliche Praxis wie z.B. bei Scholz und aktuell auch bei Steinhoff ist eine Sitzverlagerung nach UK, um das dortige Regime des Scheme of Arrangement mit der Möglichkeit von Mehrheitsentscheidungen zu nutzen.

Perspektiven für die Restrukturierungspraxis

Die Restrukturierungspraxis sieht sich damit vor der dringenden Herausforderung, tragfähige Restrukturierungskonzepte zu entwickeln. Allein eine frühe Refinanzierung des Schuldscheindarlehens bietet Emittenten aufgrund fehlender Sondertilgungsrechte und vereinbarter Vorfälligkeitsentschädigungen häufig keine Perspektive.

Es sind bereits Bestrebungen zu vernehmen, die Vertragsdokumentation von Schuldscheindarlehen zu vereinheitlichen und Regelungen für Restrukturierungsmaßnahmen durch Mehrheitsbeschluss in die Verträge aufzunehmen.

Darüber hinaus hat sich inzwischen eine Reihe von Emissions- und Handelsplattformen (z.B. VC Trade, u.a. Helaba, BayernLB, SEB) formiert, welche zukünftig auch die Vertretung der Anleihegläubiger in Restrukturierungssituationen als Teil ihres Service-Angebotes aufnehmen könnten.

In Anlehnung an das Schuldverschreibungsgesetz sehen wir die Bündelung der Schuldscheine bei einem gemeinsamen Vertreter für die Verhandlungen als die beste Alternative zur verlustreichen Veräußerung des Darlehens an Distressed-Debt-Investoren an. Im weiteren Verlauf könnte ein gemeinsamer Vertreter sodann die Interessen der Gläubiger in den Verhandlungen wahrnehmen, ein umfassendes Restrukturierungskonzept ausarbeiten und damit zu einer wertmäßigen Maximierung ihrer Forderungspositionen verhelfen, wobei weiterhin alle Gläubiger diesem Konzept zustimmen müssten.

Ein umfassender Lösungsansatz wäre daher ein vertraglicher Opt-in der Schuldscheindarlehensgläubiger in das Regelungsregime des Schuldverschreibungsgesetzes bereits im Rahmen der Emission. Wie aktuell bereits in der Restrukturierung von Anleihen würde der gemeinsame Vertreter dabei helfen, die Interessen der Anleihegläubiger effektiv zu bündeln und als „eine Stimme“ in den Verhandlungen mit den übrigen Beteiligten durchzusetzen. Außerdem wäre die Bevorteilung einzelner Gläubiger durch den Mehrheitsbeschluss ausgeschlossen.

3 S. Scope Ratings, Schuldschein market (08.01.2018), S. 3.

4 Für das Jahr 2016 Helaba, Credit Special – Corporate Schuldscheindarlehen, 22. Mai 2017, S. 2.

5 Eine Übersicht geben Warnke/Becker, ZIP 2018, 1332 ff.

PLATZIERUNG & HANDEL

von

Dr. Anne de Boer, Partnerin und Rechtsanwältin,
Dr. Mirko Sickinger, LL.M. (Columbia), Partner,
Heuking Kühn Lüer Wojtek

Anleihen mit Sicherheitenstrukturen

Ein zunehmend beliebteres Finanzierungsinstrument

Anleihen, bei denen Anleihegläubigern Sicherheiten gestellt werden, sind inzwischen Normalität, und dies nicht nur bei klassischen Immobilienanleihen. Die Anleihen greifen dabei auf typische Sicherheitenstrukturen der Bankfinanzierung zurück. Bei der Ausgestaltung sind Anleihen jedoch im Vergleich zur Bankenfinanzierung flexibler und weitgehend mit weniger Auflagen/Covenants verbunden. Allerdings sollten die Bedingungen und insbesondere Sicherheitenstrukturen sorgfältig geregelt sein, da nach der Emission die Zustimmung zu Anpassungen nur noch mit erheblichem Aufwand eingeholt werden kann und das Risiko besteht, dass eine Zustimmung ausbleibt.

Arten von Sicherheiten und Treuhänder

Als Sicherheiten sind alle auch aus der klassischen Bankfinanzierung bekannten Sicherheiten zu finden, seien es Grundschulden, Verpfändungen von Anteilen als auch Konten zum Ansparen von Zinsen und Rückzahlungsmitteln, Sicherungsabtretungen und Garantien oder Bürgschaften von Gesellschaftern.

Soweit die Anleihe bei einer Vielzahl von Anlegern platziert wird, können die Anleiheinhaber nicht unmittelbar an der



Foto: © protectnature – stock.adobe.com

Bestellung der Sicherheiten beteiligt werden. Für die meisten Sicherheiten wird daher ein Treuhänder bestellt. Dieser verwaltet die Sicherheiten für sämtliche Anleger. Bürgschaften und Garantien werden häufig auch unmittelbar im Rahmen von Verträgen zu Gunsten Dritter gewährt.

In den Treuhandverträgen ist insbesondere zu regeln, wann der Treuhänder die Sicherheiten vollstrecken darf: Bedarf es dazu eines vollstreckbaren Urteils oder kann ein Verwertungsfall bereits eintreten, wenn der Emittent nach Kenntnis des Treuhänders seinen Pflichten nicht nachkommt?

Ebenso ist sorgsam zu strukturieren, wann Sicherheiten freizugeben sind und inwieweit der Emittent über Sicherheitenobjekte disponieren kann, also z.B. wann der Emittent Verträge, aus denen Forderungen abgetreten sind, anpassen oder gar auflösen darf.

Werden Sicherheiten gewährt, sollten nicht nur die Anleihebedingungen aufgrund eines Gläubigerbeschlusses geändert werden können, sondern auch die Sicherheitenverträge gemäß § 22 SchVG.

Aufsichtsrechtliche Fragen bei Sicherheiten

Inhaberschuldverschreibungen unterfallen grundsätzlich per Bereichsausnahme nicht dem Tatbestand des Einlagengeschäfts im Sinne des KWG. Offen ist, ob Anleihen der genannten Bereichsausnahme auch unterfallen, wenn sie besichert sind, und zwar unabhängig davon, ob die Schuldverschreibungen direkt vom Emittenten erworben werden oder vermittelt durch eine Emissionsbank. Aus dem Umstand, dass die Garantie einen selbständigen Anspruch



Dr. Anne de Boer

ist Partnerin bei **Heuking Kühn Lüer Wojtek** und berät schwerpunktmäßig u.a. in den Bereichen Kapitalmarktrecht, Finanzierung und Börsengängen;

Dr. Mirko Sickinger

ist ebenfalls Partner und berät bei Aktien- und Kapitalmarktrecht, Compliance und M&A.

neben den Inhaberschuldverschreibungen begründet, wird mitunter ein Einlagengeschäft abgeleitet.

Im Interesse der Anleger dürfte es sein, dass auch besicherte Anleihen weiterhin genehmigungsfrei zulässig bleiben, und zwar sowohl mit akzessorischen Sicherheiten, insbesondere Verpfändungen, als auch nicht-akzessorischen Sicherungsabtretungen und Grundschulden und den marktgängigen Treuhandstrukturen. Die Anleger werden hierdurch besser und nicht schlechter gestellt. Auch ist zu berücksichtigen, dass dies seit etlichen Jahren praktiziert wird und entsprechende Prospekte von der BaFin gebilligt werden. Eine entsprechende Klarstellung der BaFin wäre daher wünschenswert.

Sicherheiten für nachrangige Anleihen

Immer wieder wird auch das Thema Sicherheiten für nachrangige Anleihen diskutiert. Sofern es dabei um eine Abrede zur Rangfolge von Rückzahlungen, der Verteilung von Erlösen aus der Verwertung von Sicherheiten geht oder dem Recht eine solche Verwertung auszulösen, wird auf Interkreditorenabreden zwischen den Finanzierern einschließlich des Treuhänders als Vertreter der Anleihegläubiger zurückgegriffen.

Fraglich ist allerdings, ob auch für Anleihen, die mit einem (qualifizierten) Nachrang versehen sind, Sicherheiten wirtschaftlich sinnvoll sind.

Gruppenfinanzierung und Limitation Language

In der Immobilien- und Projektfinanzierung sind häufig auch Strukturen zu finden, bei denen die Finanzierung durch eine Holding aufgenommen wird und die Sicherheiten durch die entsprechenden Tochtergesellschaften gestellt werden. Hier sind jeweils notwendige Beschränkungen in Form der sogenannten Limitation Language zur Beschränkung der Verwertung von Sicherheiten im Interesse der Tochtergesellschaften und ihrer Geschäftsführer aufzunehmen. Dabei sollte auf die jeweilige aktuelle Rechtsprechung in dem jeweils anwendbaren Recht geachtet werden.

ICOs

Zunehmend finanzieren sich Projekte auch über Initial Coin Offerings. Inhaltlich können diese als Security Token vergleichbar einer Anleihe oder Genussrecht ausgestaltet werden. Es kann auch überlegt werden, hier Sicherheitenstrukturen aufzunehmen. Insofern dürfte zunächst aber ein Bruch zwischen der digitalen und der traditionellen Welt bestehen, solange die Sicherheiten z.B. bei Grundschulden nicht digital abgebildet werden können.

Fazit

Die Besicherung von Anleihen ist inzwischen üblich geworden. Allerdings ist diese sorgfältig sowohl hinsichtlich des Aufsichtsrechts als auch einer Vermeidung von Eingriffen in den laufenden Geschäftsbetrieb der Emittentin aufzusetzen.

Anzeige

VERTRAUEN
aufbauen.

Das Hausbankprinzip für den Kapitalmarkt.

Bank **M**

RESTRUKTURIERUNG

Interview mit
Amel Lariani, Inhaberin, Beraterin und Coach,
Embodiment Guide

„Es ist sinnlos, eine Wunde zu salben, solange der rostige Nagel noch drin ist“

Manche Unternehmen wachsen schnell, manche sogar zu schnell, z.B. Start-ups. Das kann ganz eigene Probleme hervorrufen, namentlich wenn Strukturen oder auch eigene Denkmuster nicht ständig überprüft und dem Entwicklungsprozess angepasst werden. Das betrifft u.a., aber sicher nicht nur Start-ups, Familienunternehmen, Wachstumsunternehmen. BondGuide sprach mit Amel Lariani über genau diese Herausforderungen – Leser werden die Assoziation zu aktuellen und vergangenen Phänomenen am Markt für KMU-Anleihen sicherlich rasch herstellen können.

BondGuide: Frau Lariani, zunächst einmal müssen Sie uns aufklären, was „menschzentrierte Forschung“ bedeutet. Ist das so etwas wie Verhaltensökonomie oder -psychologie?

Lariani: Der Mensch ist viel mehr als nur sein Verhalten oder seine Psyche. Schlussendlich habe ich den Ansatz der Milieutheorie verfolgt, nach der das Milieu, in dem ein Mensch aufwächst, allein oder vorwiegend für seine Entwicklung ausschlaggebend ist. Im Zuge der Finanzkrise habe ich als Outplacement-Coach die deutschen Banken in Luxemburg betreut. Auffällig war die Häufung von Burnout-Erkrankungen und Angststörungen. Nach einigen Wochen habe ich die ersten Muster entdeckt. Diejenigen, die sich stark mit ihrer beruflichen Rolle identifizierten, waren anfälliger für Erkrankungen. Ich habe den Menschen in den Mittelpunkt meiner Forschung gestellt, die Umweltbedingungen analysiert und im Feld disziplinenübergreifend geforscht. Daraus habe ich, über einen Zeitraum von acht Jahren, eine zeitgemäße, beschleunigte und zugleich intensive Vorgehensweise in Beratung und Coaching entwickelt.

„Die Überwindung der fast 70 Jahre alten Denk- und Verhaltensmuster ist die wahre Führungskrise.“

BondGuide: Mit dem Thema „Führen“ haben Sie sich intensiv auseinandergesetzt. Haben wir derzeit denn eine „Führungskrise“?

Lariani: Eindeutig ja! Die Überwindung der fast 70 Jahre alten Denk- und Verhaltensmuster ist die wahre Führungskrise. Viele Unternehmen setzen derzeit auf Agilität als Heilmittel.



Amel Lariani

ist Inhaberin, Beraterin und Coach bei **Embodiment Guide – menschenorientierte Personalarbeit**. Sie ist Gastdozentin an der Universität in Bayreuth für Wirtschafts- und Unternehmensethik und hat acht Jahre lang menschenzentrierte Forschung betrieben. Ihre Schwerpunkte sind Beratung im Kulturwandel New Work, Coach für agile Persönlichkeit im oberen Management und Mentalcoach im Spitzensport.

Meines Erachtens ist es sinnlos, eine Wunde zu salben, solange der rostige Nagel noch drin ist. Da spielen mehrere Faktoren eine Rolle, ich gehe auf einen näher ein. Das verinnerlichte System von Vollbeschäftigung, Hierarchien, planbaren Karrieren, vertrauten Regeln wie der 40-Stunden-Woche, die Bedeutung von Rolle und Funktion hat ihre Wurzeln in den 50er- und 60er- Jahren.

BondGuide: Und diese verwurzelten Arbeitswelteinstellungen gelten heute nicht mehr oder sind kontraproduktiv?

Lariani: Wir befinden uns in einem radikalen Umbruch unseres Arbeitssystems und kommen nicht umhin, Arbeit neu zu denken. Globalisierungsprozesse und die Digitalisierung von Arbeitsprozessen, bedingt durch den technologischen Fortschritt, führen unser noch stark hierarchiegeprägtes Arbeitssystem derzeit an seine Grenzen. Der Umgang mit Unsicherheit und ungeplanten Veränderungen wird zum Alltag. Hierarchie kann mit Komplexität nicht umgehen. Ich erlebe täglich, dass halbherzige Versuche gestartet werden, „agil“ zu werden. Es scheitert an der Konsequenz, es wirklich

zu leben. Hinter dem abstrakten Begriff Unternehmen stehen in erster Linie Menschen – ein Unternehmen kann nicht agil werden! Agilität ist viel mehr als eine Methode, es ist eine gelebte Einstellung und Haltung, gerade auf der Führungsebene.

„Wie viel Ethik ist gewollt? Wenn die Vorstandsvergütung an der Performance festgelegt wird, ist die Gewinnmaximierung das übergeordnete Ziel.“

BondGuide: Ich denke beim Thema Unternehmensethik z.B. an Volkswagen – bzw. auch an all die anderen Automobilgrößen, die in der Zwischenzeit wegen Abgasschummelei aufgefliegen sind. Wo war da Führung, wo die Ethik und wo das Teamdenken?

Lariani: Eine sehr gute Frage. Für mich stellt sich die Frage: „Wie viel Ethik und Teamdenken ist von den Investoren und Stakeholdern gewollt?“ Geld schlägt Ethik! Wenn die Vorstandsvergütung an der Performance festgelegt wird, ist die Gewinnmaximierung das übergeordnete Ziel. Ich weiß zu wenig über Volkswagen, um eine konkrete Aussage zu treffen, aber eine Vereinbarung wie die Vorstandsvergütung kann Menschen dazu verleiten, zu „schummeln“. Etwas, das ich mit Sicherheit sagen kann, ist: Viele meiner Kunden spüren Stress mehr denn je. Es herrscht großer Druck im oberen Management und es tritt immer häufiger das Muster „unerbittliche Ansprüche“ auf. Dadurch zeigen sich vor allem Männer nach außen hin stark, verbergen ihre Gefühle und/oder erdulden die Situation. Im Kern geht es darum, den Status zu erhalten und das Gesicht zu wahren. Berufliche und ➤

Anzeige



*) Das BondGuide Special „Anleihen 2018“ entstand mit freundlicher Unterstützung von:



IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI



KEM

Deutsche Mittelstand AG



Luther.

one
square

persönliche Faktoren spielen also immer eine Rolle, auch wenn die Gewichtung variiert. Eine positive Entwicklung resultierend aus derartigen Skandalen ist, dass immer mehr Investoren auf sogenannte ESG-Themen, also Environmental, Social, Governance, achten. Diese sollen die Nachhaltigkeit und soziale Verträglichkeit ihrer Investments sicherstellen.

„Eine gute Geschäftsidee oder ein gutes Produkt macht einen nicht zwangsläufig zum guten Unternehmer.“

BondGuide: Kleine Unternehmen, speziell Start-ups, wachsen anfangs häufig rasant. Dann jedoch kann viel schiefgehen, und man fragt sich: Warum?

Lariani: Eine gute Geschäftsidee oder ein gutes Produkt macht einen nicht zwangsläufig zum guten Unternehmer. Unternehmer müssen über viel Wissen und bestimmte Fähigkeiten verfügen, um ein Unternehmen erfolgreich zu führen. Es setzt die Bereitschaft voraus, aus eigenen Fehlern und den Fehlern anderer zu lernen, Risiken einzugehen, Veränderung aktiv zu gestalten, sich stetig selbst weiterzuentwickeln und vor allem Verantwortung für sein Handeln zu übernehmen. Eigenschaften, die selten an Schulen und Hochschulen gelehrt beziehungsweise entwickelt werden.

BondGuide: Gibt es da so etwas wie Beratungsresistenz von außen?

Lariani: Ich erlebe häufig, dass Gründer so tief in ihrem eigenen Business stecken, dass sie Feedback von außen komplett ignorieren. Einer von zahlreichen Gründen sind Businesspläne, die zwar die Umsatz- und Wachstumsziele berücksichtigen, jedoch keine detaillierte Cashflow-Planung beinhalten. In dem Fall kann es zu Liquiditätsengpässen kommen. Zudem ist das Betriebskapital eine Bilanzkennzahl, die als wichtiger Indikator für die Bewertung eines Unternehmens herangezogen wird.

„Gründer stecken häufig so tief in ihrem eigenen Business, dass sie Feedback von außen komplett ignorieren.“

BondGuide: Zu schnelles Wachstum kann zur Einschränkung der Entfaltung der eigenen Möglichkeiten führen – u.a. auch, da Gründer nicht die Notwendigkeit zur Anpassung der Struktur sehen. Muss man den Gründern, den Machern auf die Füße treten und sie auf die richtige Schiene setzen?

Lariani: Wenn es eine richtige Schiene geben würde, dann hätte sie schon jemand zu Geld gemacht. Zu schnelles Wachstum kann es nur geben, wenn es noch an etwas

mangelt. Das kann zu einer Lernerfahrung führen, die im schlimmsten Fall die Unternehmung kostet und zugleich das persönliche Wachstum fördert. Verarbeitetes Scheitern fördert die Flexibilität im Denken und Handeln. Tatsächlich bin ich überzeugt davon, dass es diese Erfahrung braucht. Der Erfolg spricht ja für sich, wer lässt sich da auf die Füße treten?! Menschen mit hohem Bewusstseitsgrad holen sich entsprechend professionelle Unterstützung.

„Externe Einflüsse verändern eine Unternehmenskultur, und das kann im schlimmsten Fall zum ‚Desaster‘ führen.“

BondGuide: Sicherlich beobachten Sie in diesem Zusammenhang auch die Kapital- und Finanzmärkte. Familienunternehmen gelten in Deutschland als Qualitätssiegel. Umgekehrt hatten wir viele Fälle, wo sich Patriarchen einfach nicht an Herausforderungen des Kapitalmarkts – da stehen sie nun mal plötzlich in der Öffentlichkeit – anpassen konnten. Wie lässt sich hier einschreiten, bevor es im Desaster endet?

Lariani: Familienunternehmen sind durch die dominante Stellung einer Familie mit einem generationsübergreifenden Unternehmensverständnis gekennzeichnet. Warum brauchen Familien externes Kapital? Wenn sie beispielsweise im Rahmen von Globalisierungsprozessen ihre Unternehmung ausbauen. In Internationalisierungsstrategien haben Familien häufig Schwierigkeiten, ihre Finanzen transparent offenzulegen, weil sie es nie mussten. Zudem sind sie nicht mehr alleiniger Entscheider im Unternehmen. Damit tun sich die meisten meiner Erfahrung nach schwer.

BondGuide: Einigen Familienunternehmern und Gründern müsste man vor diesem Hintergrund raten, sich einen Gang an die Öffentlichkeit sehr genau zu überlegen.

Lariani: Die Entscheidung, sich den Kapital- und Finanzmärkten zu öffnen, ist ein Startschuss. Die Vorbereitung mit professioneller Unterstützung wäre der zweite Schritt, um Bewusstsein für das Ausmaß der Auswirkungen dieser Entscheidung zu schaffen. Gemeinsame Werte und Ziele geben den Mitarbeitern Identität und Richtung in Familienunternehmen. Je stärker und akzeptierter das Wertesystem, desto besser sind die Arbeitsergebnisse und Erfolgsaussichten. Externe Einflüsse verändern die Unternehmenskultur, und das kann im schlimmsten Fall zum „Desaster“ führen.

BondGuide: Frau Lariani, vielen Dank einstweilen für das interessante Gespräch.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

EUROBODEN

EUROBODEN
ARCHITEKTURKULTUR

Euroboden GmbH
Unternehmensanleihe
Umtauschangebot
Öffentliches Angebot
Sole Lead Manager
Sole Bookrunner
€ 25.000.000
Oktober 2017

EYEMAXX
REAL ESTATE

EYEMAXX Real Estate AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Joint Global Coordinator
Joint Bookrunner

€ 30.000.000
April 2018

FCR Immobilien

FCR Immobilien AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Joint-Placing-Bank

€ 25.000.000
2018

Ihre Brücke zum Kapitalmarkt

© Michael Kügler



Emissionsexperte
miaccess

corporates-markets@mwbfairtrade.com
www.mwbfairtrade.com

Berlin | Frankfurt | Hamburg | Hannover | München

mwb
Wertpapierhandelsbank

RESTRUKTURIERUNG

von

Lutz Pospiech, Rechtsanwalt,
Josepha Rüberg, Rechtsanwältin,
GÖRG

Alles nach Plan

Möglichkeiten und Grenzen der Anleiherestrukturierung im Insolvenzplanverfahren

Die Sanierungspraxis ist zunehmend mit Fällen konfrontiert, in denen sich Unternehmen mittels Anleihen finanziert haben. Mit der Zunahme dieses Finanzierungsinstruments ist unweigerlich die Zahl von Insolvenzverfahren mit der Beteiligung von Anleihegläubigern gestiegen. Prominente Fälle in der Praxis (u.a. Laurèl, Beate Uhse, René Lezard, KTG Energie) zeigen jedoch, dass eine erfolgreiche Sanierung von Anleiheemittenten durch einen Insolvenzplan gelingen kann.

Ausgangslage

Ein Insolvenzverfahren kann (i) als Regelinsolvenzverfahren mit dem Ziel der Verwertung des Schuldnervermögens und anschließender Erlösverteilung an die Gläubiger oder (ii) als Insolvenzplanverfahren, in dem die Verfahrensbeteiligten abweichend davon privatautonome Lösungen für die Insolvenzsituation finden, durchgeführt werden. Eine Sanierung im Insolvenzplanverfahren kommt nur in Betracht, wenn sie gegenüber dem Regelinsolvenzverfahren größere Erfolgsaussichten verspricht. Da bei Letzterem die Anleihe lediglich quotaal aus der Verteilungsmasse befriedigt wird, kann eine

Restrukturierung von Anleihen nur im Insolvenzplan umgesetzt werden.

Das Insolvenzplanverfahren

Im Insolvenzplan kann jegliche Veränderung der Rechtsstellung der Insolvenzgläubiger, wie etwa Reduzierungen oder Stundungen der Hauptforderung, geregelt werden, § 224 InsO. Daneben kann gem. § 225a Abs. 3 InsO jede Regelung getroffen werden, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist, insbesondere die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital (sog. genannter Debt-Equity-Swap). Mit Einführung des ESUG ist der Insolvenzplan zu einem attraktiven Sanierungsinstrument geworden, in den nun auch die Gesellschafter eines Schuldners einbezogen werden können und durch den Blockadepotenziale Einzelner abgebaut wurden.

Der Insolvenzplan besteht aus zwei Teilen, (i) dem darstellenden Teil, der der Information über das Ziel des Planverfahrens sowie die hierfür zu ergreifenden Maßnahmen dient, und (ii) dem gestaltenden Teil, der diese umsetzt und vollzieht. Die Gläubiger stimmen über den Insolvenzplan in Gruppen ab, in denen Gläubiger mit im Wesentlichen gleichartigen wirtschaftlichen Interessen zusammengefasst werden. Ein Insolvenzplan ist angenommen, wenn in jeder Gruppe die Summen- und Kopfmehrheit erreicht wird, § 244 Abs. 1 InsO. Verweigert eine Gruppe ihre Zustimmung, kann dies unter den Voraussetzungen des Obstruktionsverbots überwunden werden, § 245 InsO. Neben der Zustimmung des Schuldners bedarf der Plan der Bestätigung durch das Insolvenzgericht (§ 248 InsO). Mit Rechtskraft des Insolvenzplans treten die Wirkungen des gestaltenden Teils für und gegen alle Beteiligte ein.

Die Restrukturierung von Anleihen im Insolvenzplan

Ein Insolvenzplan kann unabhängig davon, ob der Anwendungsbereich des SchVG überhaupt eröffnet ist oder die Anleihebedingungen die Möglichkeit der Beschlussfassung der Anleihegläubiger über Maßnahmen nach §§ 5 ff. SchVG vorsehen, Regelungen zur Änderung der Rechtsstellung der Anleihegläubiger enthalten. Nach herrschender Literaturansicht



Lutz Pospiech

ist Rechtsanwalt und Assoziierter Partner bei GÖRG am Münchner Standort. Er berät schwerpunktmäßig im Aktien- und Kapitalmarktrecht sowie in den Bereichen M&A und Anleiherestrukturierung.

Josepha Rüberg

ist Rechtsanwältin bei GÖRG in München; ihre Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Gesellschaftsrecht, M&A, Restrukturierung sowie in der Beratung in der Krise.

können sämtliche in § 5 Abs. 3 SchVG genannten Maßnahmen auch im Insolvenzplan vollzogen werden. Bei der Abstimmung über diesen kommt es nicht auf die Mehrheitsverhältnisse des SchVG an, sondern allein auf die der InsO. Damit kann auf die Forderungsrechte der Anleihegläubiger sogar gegen deren Willen eingewirkt werden, wenn in der Mehrzahl der jeweiligen Gruppen die Mehrheit erreicht wird oder aber – wie etwa im Insolvenzverfahren der KTG Energie – deren Zustimmung im Wege des Obstruktionsverbots als erteilt gilt.

Bei der Sanierung von Anleiheemittenten sieht der Insolvenzplan (z.B. bei Laurèl oder René Lezard) häufig einen Debt-Equity-Swap vor. Insolvenzzurechtlich gilt, dass dieser nicht gegen den Willen der betroffenen Gläubiger umgesetzt werden darf, § 225a Abs. 2 S. 2 InsO. Es ist umstritten, ob die Anleihegläubiger die Zustimmung per Mehrheitsbeschluss gem. § 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 SchVG erteilen können. Neben der ungeklärten verfassungsrechtlichen Zulässigkeit eines zwangsweisen Debt-Equity-Swaps ist unklar, ob eine Beschlussfassung nach dem SchVG wegen des in § 19 Abs. 1 SchVG geregelten Vorrangs der InsO im Insolvenzverfahren überhaupt möglich ist. In der Praxis wird diese Problematik sowie offene

prospektrechtliche Fragen dadurch umgangen, dass der Insolvenzplan lediglich einen Tausch der Forderungen in Erwerbsrechte vorsieht und den Anleihegläubigern damit die Wahl gelassen wird, ob sie ihre Erwerbsrechte ausüben möchten (sogenannter freiwilliger Debt-Equity-Swap).

Fazit

Für die Sanierung von insolventen Anleiheemittenten eröffnet das Insolvenzplanverfahren Gestaltungsspielräume. So ist etwa die Aggregation einzelner Anleihen möglich, d.h. die einheitliche Beschlussfassung über die Restrukturierung verschiedener Anleihen des Schuldners. Aufgrund der Geltung der insolvenzrechtlichen Mehrheitserfordernisse und des insolvenzrechtlichen Rechtsschutzregimes können Blockadepositionen einzelner Gläubiger vermieden werden. Durch den Insolvenzplan als Sanierungsinstrument kann im Übrigen auch bestehenden Unsicherheiten nach der BFH-Rechtsprechung zum Sanierungserlass begegnet werden. Der Insolvenzplan kann z.B. durch die Regelung einer Ausgliederung des fortfähigen Betriebs(teils) auf einen übernehmenden Rechtsträger die Entstehung eines steuerbaren Sanierungsgewinns in Folge eines Forderungsverzichts vermeiden.

Anzeige

KAPITALMARKT
KMU

Bereits 50 kapitalmarktorientierte
Unternehmen unterstützen unsere
Initiative!

Stimmensammlung zur Einreichung einer Petition

Interessenverband Kapitalmarkt KMU setzt sich
für prospektfreie Kapitalerhöhungen bis zu
EUR 8 Mio. ein!

Der Interessenverband kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V. (Interessenverband Kapitalmarkt KMU) initiiert eine Stimmensammlung mit anschließender Petition beim Bundesministerium der Finanzen. Bitte unterstützen Sie unsere Initiative durch Ihre Teilnahme. Nähere Informationen finden Sie unter: www.kapitalmarkt-kmu.de

RESTRUKTURIERUNG

von
Sascha Borowski, Rechtsanwalt,
Buchalik Brömmekamp

Der gemeinsame Vertreter

Eine Haftungsfalle für Insolvenzverwalter?

Das Schuldverschreibungsgesetz (kurz: „SchVG“) ermöglicht seit über 100 Jahren die Einsetzung eines gemeinsamen Vertreters. Er soll die Interessen der Anleihegläubiger gegenüber der Emittentin wahrnehmen. Im Rahmen der Restrukturierung und Sanierung eines Unternehmens kann die Einsetzung eines solchen Vertreters unverzichtbar sein. Dies gilt im Besonderen bei börsennotierten Anleihen. Dem emittierenden Unternehmen und damit auch dem Restrukturierer sind die einzelnen Gläubiger der notierten Schuldverschreibungen nicht bekannt, was eine Verhandlung über die Rückzahlung der Anleihe, die Aussetzung von Zinszahlungen etc. mit dieser Gläubigergruppe oft unmöglich macht. Die Einsetzung eines gemeinsamen Vertreters, der die Anleihegläubiger repräsentiert, ändert dieses oft anzutreffende Fiasko. Der gemeinsame Vertreter ist sowohl für die Emittentin als auch für die Anleihegläubiger die Mittels-/Kontaktperson.

Zünglein an der Waage?

Ein solcher Vertreter kann, wenn er noch nicht in den Anleihebedingungen für die Gläubiger aufgenommen wurde, auch regelmäßig noch später von den Anleihegläubigern gewählt werden. Im Rahmen der Restrukturierung eines Unternehmens kann die Änderung der Anleihebedingungen, beispielsweise infolge der Verlängerung der Laufzeit, das bekannte „Zünglein an der Waage“ sein, mit dessen Hilfe die drohende Insolvenz abgewendet wird. Hiervon profitieren die kapitalgebenden Anleihegläubiger und das in Schieflage geratende Unternehmen meist gleichermaßen. Ist ein

gemeinsamer Vertreter bestellt, ist dieser zur Einberufung der Gläubigerversammlung befugt, führt deren Vorsitz und leitet Abstimmungen, die ohne Versammlung vorgenommen werden. Er unterliegt den Weisungen der Gläubiger und hat ihnen über seine Tätigkeit zu berichten.

Sowohl die Einsetzung als auch die Vertretung durch einen gemeinsamen Vertreter ist außerhalb des Insolvenzverfahrens für die Gläubiger grundsätzlich mit keinen Kosten verbunden. Vom Gesetzeswortlaut des SchVG ausgehend hat der Emittent die Kosten und Aufwendungen des gemeinsamen Vertreters zu zahlen, § 7 Abs. 6 SchVG. Eine Ausnahme von dieser gesetzlichen Regel hat der Bundesgerichtshof in seinem Urteil vom 12.01.2017, IX ZR 87/16, für den erst im Insolvenzverfahren bestellten gemeinsamen Vertreter angenommen. Die Insolvenzmasse darf mit den Kosten des im Insolvenzverfahren bestellten gemeinsamen Vertreters nicht belastet werden, so der BGH. Der Erstattung von Kosten und Aufwendungen eines solchen gemeinsamen Vertreters mangelt es an einer ausdrücklichen gesetzlichen Regelung, weshalb der Gesetzgeber tätig werden sollte.

Unsicherheit

Mit dieser Entscheidung hat der BGH den Anleihegläubigern sowie den gemeinsamen Vertretern, aber auch den Insolvenzverwaltern, keinen Dienst erwiesen. Zahlreiche Insolvenzverwalter müssen derzeit prüfen, ob in der Vergangenheit an die gemeinsamen Vertreter gezahlte Honorare zurückgefordert werden müssen, um einer eigenen Schadensersatzpflicht zu entgehen. Einer notfalls auch gerichtlich betriebenen Rückforderung der an den gemeinsamen Vertreter geleisteten Zahlungen werden Insolvenzverwalter im Hinblick auf ihre eigene Schadensersatzpflicht nicht entgehen können. Solange der Gesetzgeber keine Regelung für den im Insolvenzverfahren bestellten gemeinsamen Vertreter trifft, kann in Ausnahmefällen der Insolvenzverwalter eine Vereinbarung mit dem Vertreter schließen oder er wird von den Anleihegläubigern bezahlt; sei dies direkt oder mittelbar aus der Insolvenzquote.

Sascha Borowski

ist Rechtsanwalt und Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht in der Kanzlei **Buchalik Brömmekamp** (Düsseldorf, Berlin, Dresden, Frankfurt, Stuttgart). Die Kanzlei berät und vertritt Unternehmen im Rahmen der Sanierung sowie Investoren von Kapitalanlagen.





Foto: © tiero – stock.adobe.com

Fazit

Während die Frage der Rückforderung vorgenannter Ansprüche noch nicht höchstrichterlich geklärt ist, steht schon jetzt fest, dass sich Insolvenzverwalter wenigstens Schadensersatzpflichtig machen können, wenn sie nach dem 12.01.2017 Zahlungen an die gemeinsamen Vertreter leisten. Nur ausnahmsweise werden Vereinbarungen zwischen dem Insolvenzverwalter und den gemeinsamen Vertretern zulässig sein, wonach die gemeinsamen Vertreter aus der Masse gezahlt werden dürfen. Während die Insolvenzver-

walter sowie die gemeinsamen Vertreter diese BGH-Rechtsprechung als nachteilig empfinden, nehmen die sonstigen Gläubiger diese Rechtsprechung wohlwollend zur Kenntnis, deren Quote wird durch die Bezahlung des gemeinsamen Vertreters aus der Masse nicht weiter verkürzt. Ein Haftungsrisiko der Insolvenzverwalter steht aufgrund der gehandhabten Praxis im Raume, erst recht, wenn der Verwalter zu Unrecht gezahlte Kosten und Aufwendungen des erst im Insolvenzverfahren bestellten gemeinsamen Vertreters nicht zurückfordert.

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



GK-law.de
Gündel & Katzorke Rechtsanwalts GmbH

RESTRUKTURIERUNG

Interview mit
Ralf Meinerzag, Bond Spezialist,
Wolfgang Steubing AG

„Mit einer Anleihe-Emission haben sich einige Emittenten schlichtweg Zeit erkaufte – Zeit, unbequeme Baustellen vor sich herzuschieben“

Die Anleihe der Mode-Luxusmarke René Lezard wurde 2016 notleidend, Volumen in Höhe von 15 Mio. EUR stand im Feuer. Ein aufwendiges Restrukturierungskonzept wurde in die Wege geleitet, an dessen Ende ein sogenanntes Debt-to-Equity-Swap und eine nachfolgend geplante Notierung der Aktien an der Börse steht. Ralf Meinerzag, Fondsmanager des bisherigen Steubing German Mittelstandsfonds, steht bei der Restrukturierung als Aktionärsvertreter und Aufsichtsratsmitglied in vorderster Front. BondGuide sprach mit ihm über das aktuelle Konzept – und ob es ein Erfolgsbeispiel auch für anderen Anleihe-Emittenten mit Restrukturierungszwang sein könnte.

BondGuide: Herr Meinerzag, wie schwierig war bzw. ist denn der Restrukturierungsprozess bei der Nobelmarke?

Meinerzag: Man hatte in diesem Prozess zwei Gruppen von Investoren: zum einen die Anleihegläubiger in dem Lezard-Bond 2012/17 – das war die größte Gruppe – und zum anderen die Banken. Die Banken waren allerdings absonderungsberechtigt, haben keine Zugeständnisse gemacht und wurden daher zunächst aus der Masse befriedigt. Bei einer Zerschlagung von René Lezard wäre praktisch nichts übriggeblieben für sonstige Gläubiger, jedenfalls nicht viel. Deswegen stand von Anfang an die Frage nach Weiterführung oder Zerschlagung im Raum. Bei einer Zerschlagung wäre man als Anleihegläubiger definitiv mit maximal 10% rausgekommen, bei einer Weiterführung würden Anleihegläubigern nach dem Tausch des Fremd- in Eigenkapital –, also dem Debt-to-Equity-Swap, jedoch ca. 70% des Unternehmens gehören.

BondGuide: Das haben v.a. Singulus und Ekotechnika schon vorgemacht, Anleger dürften mit der getroffenen Entscheidung bisher recht zufrieden sein. Ist dieser Prozess aber nicht extrem aufwändig, extrem abstimmungsbedürftig und extrem betreuungsintensiv?

Meinerzag: Alles drei trifft zu. Es ist natürlich vorteilhaft, dass diese beiden Beispiele bereits gut verlaufen sind. Leider wurde es sich in vielen anderen Restrukturierungen oftmals sehr einfach gemacht oder sehr unfair gehandhabt gegenüber kleineren Gläubigern. Da wurden die Bonds von



Ralf Meinerzag

war von 2013 bis 2017 Fondsmanager des Steubing German Mittelstandsfonds. Der Offenbacher ist Rentenspezialist der Frankfurter Investmentbank **Wolfgang Steubing AG** und schreibt regelmäßig Kolumnen und Kommentare zu Anleihen.

Großinvestoren gekauft, damit hatte man die Macht, sich eine Abschlusszahlung zu gönnen, im Gegen-Deal, dieses Geld wieder als Kredit in das Unternehmen zurückfließen zu lassen und damit eine Aktienmehrheit zu erhalten, um dann dort wiederum das Sagen zu haben. Das halte ich für anrühlich. Im Prozess bei René Lezard saßen alle Gläubiger im selben Boot und haben jetzt dieselben Wertaufholungs-Chancen. Wer wollte, konnte an der kürzlichen Kapitalerhöhung partizipieren und seinen Anteil erhöhen.

„Wir hätten keine Zustimmung zu diesem Restrukturierungsweg erhalten, wenn die jetzt Beteiligten nicht an eine Zukunft von René Lezard glauben würden.“

BondGuide: Bisher sind die Verluste also reine Buchverluste, da noch nichts final zu Bruch gegangen ist.

Meinerzag: Das ist richtig. Wir hätten auch die Zustimmung dazu oder zur Kapitalerhöhung nicht erhalten, wenn hier nicht noch genügend Personen an eine Zukunft des Unternehmens glauben würden.

BondGuide: Die Aktien von René Lezard sollen ja auch gelistet werden. Als Notierungsaufnahme. Ich nehme an, das war sicherlich eine Forderung innerhalb des Prozesses.

Meinerzag: Das ist klar: Eine spätere Handelbarkeit der Wertpapiere muss natürlich hergestellt werden. Wer zuvor handelbare Anleihen von René Lezard besaß, möchte jetzt nicht in nicht handelbaren Aktien festsitzen. Den Börsengang wollen wir aber erst bewerkstelligen, wenn das Unternehmen wieder auf halbwegs soliden finanziellen Füßen steht. Der Anspruch an eine Börsenfähigkeit muss natürlich auch hierbei gelten. Ein Unternehmen in der Restrukturierung kommt ja auch normalerweise nicht in einer zu frühen Phase an die Börse.

„Viel zu häufig wird vor und in der Restrukturierung nur reagiert, kaum mal agiert.“

BondGuide: War René Lezard eigentlich ein Familienunternehmen und hätte man nicht schon 2012 – als die Anleihe begeben wurde – schon etwas früher an die Eigenkapitalbasis denken können?

Meinerzag: Ja, Gründer Thomas Schäfer gehörten bis kürzlich 75% des Unternehmens. Jetzt natürlich nicht mehr. Und nochmal ja, im Nachhinein muss man das heute so sagen. Allerdings hätte man die Eigenkapitalausstattung jedes Jahr seither schon aufbessern können.

BondGuide: Was ist oder war denn das Kernproblem bei René Lezard?

Meinerzag: Das Hauptproblem bei Lezard, wie bei vielen Mode-Labeln, war, ist und bleibt vielerorts sicherlich, dass ständig lediglich reagiert wird, aber kaum mal agiert. Die Reaktion auf zurückgehende Umsätze sind Einsparungen beim Personal. Das führt zu weiter rückläufigen Erlösen. Die Anleihebegebung von Lezard hat dann vieles erst einmal kaschiert: Plötzlich waren 15 Mio. EUR da. Damit hat man sich mehrere Jahre Zeit erkaufte, ohne sich an die Baustellen zu machen. Dieses Phänomen betrifft freilich nicht nur René Lezard, sondern zahlreiche Emittenten von KMU-Anleihen.

„Mit einer Anleihe-Emission haben sich einige Emittenten einfach Zeit erkaufte. Zeit, in der man die offenkundigen Baustellen noch weiter vor sich herschieben konnte.“

BondGuide: Lag das Problem im Management?



Foto: © 2018 RENÉ LEZARD Mode AG

Meinerzag: Nicht nur, aber ganz sicher zu einem großen Teil. Hier ging meines Erachtens die Bodenhaftung verloren. Einer der beiden Geschäftsführer hat sich bei seinem Ausscheiden im Zuge der Insolvenz bis heute nicht von seinen Mitarbeitern verabschiedet. Das belegt gut, dass er sich selbst keinerlei Mitschuld an der Situation bewusst ist.

BondGuide: Auch das ein Phänomen, wo Sie wahrscheinlich nicht nur von Lezard sprechen – oder?

Meinerzag: Ganz gewiss nicht. Meines Erachtens funktionieren Restrukturierungen nur, wenn man rigoros alte Zöpfe abschneidet und sich neu aufstellt, mit frischem Denken und frischen Köpfen. Außer es gibt glaubwürdige Gründe, die für etwas anderes sprechen.



„Restrukturierungen funktionieren meines Erachtens am besten, wenn man rigoros alte Zöpfe abschneidet und neu denkt.“

BondGuide: Das scheint häufig gar nicht so einfach. Bei Restrukturierungen, ohne Namen zu nennen, war doch häufig ein „Weiter-so-und-Augen-zu-und-durch“ zu beobachten.

Meinerzag: Das ist leider nicht zu leugnen. „Raus muss“ ist rechtlich leider gar nicht so einfach; „raus müsste“ trifft eher zu. Viele Unternehmenspatriarchen führen sich in Gutsherrenart oder als Leibeigenerhalter auf. Geschäftspraktiken aus dem 20. Jahrhundert sind nicht zwingend erfolgreich im 21. Dieses Umdenken oder Sichweiterentwickeln hat vielerorts nicht stattgefunden. Daher ist im Zuge einer Restrukturierung ein sauberer, wenngleich schmerzhafter Schnitt häufig die beste, wenn nicht einzige erfolgversprechende Fortsetzung. Ein „Weiter-so“ mit neuerlich erkaufter Zeit, die man z.B. unter einem Schutzschirmverfahren oder einer vergleichsweise soften Restrukturierung gewinnt, führt nach wenigen Jahren oft zum Ausgangspunkt zurück. Wir haben einen regelrechten Schock bekommen, als wir uns den Online-Bestell-Shop von Lezard angesehen haben: Der war hand-



Foto: © 2018 RENÉ LEZARD Mode AG

werklich so schlecht, dass man quasi daran gehindert wurde, irgendetwas bestellen zu können. Bei Google kam die Website von Lezard auf Platz 88, wenn man nach „Mode online einkaufen“ suchte.

BondGuide: Was ist denn die „Kern-DNA“ von René Lezard?

Meinerzag: Das war interessanterweise eine meiner ersten Fragen im Restrukturierungsprozess. Ich habe den Verkaufsleiter gefragt: Wofür steht Lezard? Was ist die DNA des Unternehmens? Wer ist die Hauptzielgruppe heute? Als der nur herumstammelte, wusste ich: Okay, wir haben ein offensichtliches Problem. Und diese Fragen waren offenbar schon jahrelang nicht mehr gestellt worden. Und da schließt sich der Kreis zum zuvor Gesagten: Das Geld aus der Anleihe hat nochmal weitere Jahre erkaufte, in denen man diesen unbequemen Fragen aus dem Weg gehen konnte.

BondGuide: Nun war aber Anfang des Jahres zu lesen, Bogner habe Heinz Hackl, den langjährigen CEO und Gesellschafter von Lezard, ins Management geholt. Sein neuer Arbeitgeber rühmte Hackl als „ausgewiesenen Restrukturierungsprofi“. Aus der Insolvenz heraus fällt Hackl damit ziemlich weich.

Meinerzag: Bei René Lezard hat sich Herr Hackl aus meiner Sicht lediglich als Insolvenzprofi hervorgetan.

„Die einzelnen Puzzleteile sind meistens durchaus vorhanden, wie bei René Lezard – nur nicht unbedingt richtig zusammengesetzt.“

BondGuide: Okay, also jetzt konkret: Lässt sich Lezard restrukturieren oder erkaufte der aktuelle Prozess ebenfalls nur Zeit?

Meinerzag: Ich würde mich da nicht so engagieren, wenn ich daran nicht glauben würde. Was über Jahre, wenn nicht sogar noch länger, liegen gelassen wurde, lässt sich nicht in wenigen Wochen aufarbeiten. Offenbar müssen wir René Lezard überhaupt mal im 21. Jahrhundert ankommen lassen. E-Shop, Bezahlmöglichkeiten, Kooperationen, all das muss renoviert werden. Gerade bei Luxusmarken erwartet die Kundschaft herausragenden Service, Markenidentität, exquisite Qualität etc. All das hat Lezard doch bzw. könnte es leisten. Die einzelnen Puzzleteile waren in der Vergangenheit nur nicht unbedingt richtig zusammengesetzt. Deswegen sehen wir hier auch eine vielversprechende Restrukturierungsmöglichkeit, für die es sich zu engagieren lohnt. Dafür konnte auch mit der Person Isabella Hierl ein neuer, innovativer und zupackender CEO gewonnen werden.

BondGuide: Herr Meinerzag, dabei weiterhin viel Erfolg und wir unterhalten uns dann beim Börsengang, also der Notierung der Lezard-Aktien.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

» Alles aus einer Hand «

Maßgeschneiderte Lösungen für IR,
Communications & Compliance Manager

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

Das EQS COCKPIT kommuniziert mit der Unternehmenswebsite und verbreitet Mitteilungen über eines der wichtigsten Financial Newswire – so erreichen Sie die größtmögliche Reichweite und stets den richtigen Ansprechpartner. Das EQS-Hinweisgeber-system und der INSIDER MANAGER optimieren zudem die Compliance-Prozesse.

Sie profitieren mit den Services der EQS von einem integrierten Workflow und können alle Prozesse sicher und effizient steuern.

EQS GROUP

BEST DIGITAL SOLUTIONS

www.eqs.com

-  NEWS & MELDEPFLICHTEN
-  COMPLIANCE
-  IR WEBSITES & TOOLS
-  DIGITAL REPORTS
-  CORPORATE WEBSITES
-  AUDIO & VIDEO WEBCASTS



LEGAL

von

Dr. Thorsten Kuthe, Partner,
Sascha Beck, Rechtsanwalt,
Heuking Kühn Lüer Wojtek

In der (Melde-)Pflicht

Directors'-Dealings-Meldungen im Zusammenhang mit aktienbasierten Vergütungsmodellen

Seit dem 3. Juli 2016, das heißt seit nunmehr etwas über zwei Jahren, ist die Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – MAR) in Kraft und gilt seither unter anderem auch für Emittenten der meisten notierten Anleihen und Aktienemittenten. Nichtsdestotrotz gibt es bei der Anwendung einzelner Bestimmungen der MAR nach wie vor erhebliche Unklarheiten in der Praxis. Ein Beispiel hierfür ist die Frage, ob und – falls ja – zu welchem Zeitpunkt Directors'-Dealings-Meldungen abzugeben sind, wenn Vorständen aktienbasierte Vergütungen gewährt werden.

Modelle der aktienbasierten Vergütung

Aktienbasierte Vergütungen stellen für Unternehmen eine beliebte Variante der erfolgsorientierten Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Führungskräften dar. Hierdurch lässt sich insbesondere ein Interessensgleichlauf zwischen Anteilseignern und Vorstandsmitgliedern erzielen und das Erfordernis einer variablen Vergütungskomponente, die Ziffer 4.2.3 DCGK empfiehlt, umsetzen. In der Praxis gibt es vielfältige Ausgestaltungen. Dazu zählen neben Aktienoptionsplänen

im herkömmlichen Sinn, die das Recht auf den Erwerb von Aktien eines Unternehmens gewähren, auch virtuelle Programme, die dem Vorstand einen von der Entwicklung des Aktienkurses abhängigen Anspruch auf Barzahlung gewähren. Daneben gibt es Modelle, bei denen der Vorstand (in verschiedenen Formen vergünstigt) Aktien der Gesellschaft kauft und diese über einen längeren Zeitraum halten muss.

Virtuelle Programme sind melderechtlich einfach. Die BaFin ist der Auffassung, dass Programme, bei denen sogenannte „virtuelle Aktien“ nur als reine Rechengröße fungieren, keine Meldepflicht auslösen.

Alle Programme, die einen unmittelbaren Kauf von Aktien durch den Vorstand vorsehen, sind meldetechnisch wie ein ganz normaler Aktienkauf zu behandeln – wenn ein Vertrag über den Aktienerwerb zustande kommt, z.B. durch Annahme eines Angebots, an einem Restricted-Share-Programm teilzunehmen, entsteht eine Meldepflicht. Hängt die Zuteilung noch von bestimmten Bedingungen ab, die der Vorstand nicht beeinflussen kann, dann ist erst bei Aktienübertragung zu melden.



Dr. Thorsten Kuthe (li.)

ist Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er ist Experte u.a. für Börsengänge (Equity und Debt), Private Equity und M&A-Transaktionen.

Sascha Beck

ist Rechtsanwalt am Kölner Standort von Heuking Kühn Lüer Wojtek. Seine Fachbereiche sind u.a. Aktienrecht, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht.

Unklare Meldepflichten bei Aktienoptionen

Unklarer ist die Lage bei Aktienoptionsplänen im herkömmlichen Sinn. Das Gesetz nennt ausdrücklich die Annahme oder Ausübung einer Aktienoption durch Führungspersonen wie Vorstände als meldepflichtiges Geschäft. Wann genau die Meldepflicht entsteht, ist jedoch nicht geregelt – und genau da entstehen die Fragen.

Regelmäßig liegt einem Aktienoptionsplan ein bedingtes Kapital zugrunde, aus dem die neuen Aktien zur Bedienung der Ansprüche der Berechtigten geschaffen werden. Bei Annahme der Zuteilung (die oft gar nicht ausdrücklich erklärt wird) müsste nach dem Gesetzeswortlaut eine Directors'-Dealings-Meldung abgegeben werden. Die Meldepflicht würde ein zweites Mal ausgelöst, wenn die Option nach Ablauf der gesetzlich vorgeschriebenen vierjährigen Wartefrist durch den Vorstand ausgeübt wird. Eine dritte Meldung wäre abzugeben, wenn die Gesellschaft nach Erhalt der Ausübungs-

erklärungen die neuen Aktien begibt. Bei einer Unterlegung mit genehmigtem Kapital wäre sogar eine vierte Directors'-Dealings-Meldung denkbar, nämlich mit Wirksamwerden der Kapitalerhöhung durch Eintragung in das Handelsregister. Das Ergebnis von drei bis vier Meldungen ist absehbar: Verwirrung der Marktteilnehmer statt Erhöhung der Transparenz.

Grundsätzlich gilt nach den FAQ der BaFin, dass Aktien-erwerbe, die unter Bedingungen stehen, deren Eintritt die Führungskraft nicht in der Hand hat, nicht bei Vertragsschluss, sondern erst bei Durchführung nach Bedingungseintritt zu melden sind. Nach dieser Logik wären auch Aktienoptionen immer erst bei Optionsausübung meldepflichtig, denn diese stehen nach den gesetzlichen Vorgaben immer unter einer Bedingung, dem Erfolgsziel. Dann wären in Deutschland Optionszuteilungen nie meldepflichtig. Das Gesetz sieht aber eine Meldepflicht gerade auch bei Optionszuteilen vor. Widersprechen sich die Regelungen? Mitnichten! Denn die MAR gilt bekanntlich in der ganzen EU und in anderen Ländern gibt es Optionen ohne Erfolgsziele. Man möchte also meinen, es sei alles klar. Leider in der Praxis nicht. Vielmehr gibt es keine klare Aussage hierzu in den FAQ der BaFin. Stattdessen ist im Markt eine uneinheitliche Handhabung seitens der BaFin zu beobachten. So wurde zum Teil von der BaFin verlangt, dass

eine Meldung schon bei Zuteilung einer Option abgegeben wird, teilweise wurde jedoch auch die Auskunft erteilt, dass eine Meldung bereits bei Zuteilung einer Option nicht erfolgen dürfe. In einem anderen Fall hat die BaFin, wie man hört, bei Unterlegung des Optionsprogrammes mit einem genehmigten Kapital den Standpunkt vertreten, dass erst bei Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister eine Meldung erfolgen dürfe.

Fazit

Zur Schaffung von Markttransparenz und zur Erzeugung einer Indikatorwirkung von getätigten Aktiengeschäften durch Führungspersonen, die den Anlegern Rückschlüsse auf die Unternehmens- und Kursentwicklung erlauben, erscheint es sachgerecht, eine Meldung erst bei Entstehung der Aktien zu verlangen, und zwar unabhängig davon, ob der Aktienoptionsplan mit bedingtem oder genehmigtem Kapital unterlegt ist. Der Anleger soll über eine wirtschaftliche Disposition durch den Vorstand informiert werden – die liegt aber bei Optionsausgabe nicht vor. Auch steht in diesem Zeitpunkt nicht fest, ob die Optionen überhaupt jemals ausgeübt werden können. Es bleibt zu hoffen, dass sich zu diesen und anderen Themen bald eine einheitliche und nachvollziehbare Verwaltungspraxis herausbildet.

Anzeige

BONDGUIDE
Das Portal für Unternehmensanleihen

Jahrespartner 2018



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY



Deutscher
Mittelstandsanleihen
Fonds

EQS GROUP



IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

mwb
Wertpapierhandelsbank



youmex

www.bondguide.de/bondguide-partner

INVESTMENT

von

Marcel Goldmann, Finanzanalyst,
Cosmin Filker, stellv. Chefanalyst,
GBC Investment Research

Neu aufgenommene Werte beflügeln Performance

GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) erreicht neuen Höchststand

Entwicklung des GBC MAX

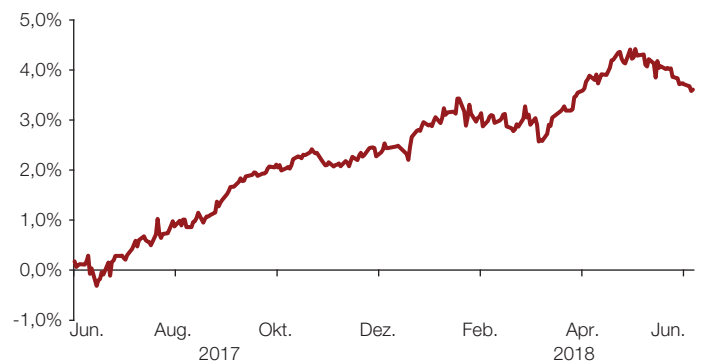
Bei einem Kurs von 129,15 (Stand nach dem ersten Halbjahr 2018) konnte der Qualitäts-Anleiheindex GBC MAX (ISIN: DE000SLA1MX8) seine positive Kursentwicklung seit dem Start im Jahr 2013 weiter fortsetzen und bewegt sich damit nahe seinem Allzeithoch von 130,24 (Mai 2018).

Zudem zeigt sich auch, dass sich die neu aufgenommenen Anleihen, wie z.B. von Vedes oder Capital Stage, durch ihre Kurseffekte und Coupons positiv auf die Performance des GBC MAX ausgewirkt haben. Auf Jahresbasis beträgt das Plus 3,48%. Erwähnenswert ist darüber hinaus die vergleichsweise geringe Volatilität des GBC MAX in den letzten zwölf Monaten von lediglich 1,86%. Dies begünstigt eine positive relative Performance (Ertrag/Risiko). So beträgt bspw. das Sharpe-Ratio 1,58.

Änderungen seit dem letzten Index Update im Januar 2018

Mit dem Anleiheindex MiBox (Juli 2016) und dem Entry Standard Corporate Bond Index (März 2017) wurden in der Vergangenheit zwei wichtige Vergleichsindizes aufgelöst, sodass der GBC Mittelstandsanleiheindex laut unseren

GBC MAX – kumulierte Renditeentwicklung (ISIN: DE000SLA1MX8)



Quelle: ariva; GBC AG

Historische Kursentwicklung

	6 Monate	12 Monate	Seit Auflage 01.02.2013	Volatilität (12 Monate)	Sharpe- Ratio
GBC MAX	+1,07%	+3,48%	+12,91%	1,86%	1,58

Quelle: ariva.de, GBC AG; Stand 20.06.2018

Recherchen nun der einzige verbliebene repräsentative Anleiheindex im Bereich der Mittelstandsanleihen ist.

Seit dem letzten Update im Januar dieses Jahres wurden vier neue Anleihen aufgenommen und gleichzeitig haben drei Anleihen unseren Anleiheindex verlassen. Somit befinden sich zum Stichtag 31 Unternehmensanleihen im Index. Ein Wert von rund 30 Anleihen im GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) ist aus unserer Sicht eine gute Basis, um den

Indexzugänge

ISIN	Unternehmen	Rating	Grund der Aufnahme
DE000A2E4Z04	PCC SE ¹¹	n.r.	Positive Analystenmeinung
DE000A2GSSP3	EYEMAXX Real Estate AG ¹¹	BB (Creditreform)	Positive Analysteneinschätzung
XS1713474168	Nordex AG ¹¹	B3 (Moody's); B (S&P)	Positive Analysteneinschätzung
DE000A2GSD35	Insufinance Industrial Real Estate Holding GmbH ¹¹	n.r.	Positive Analysteneinschätzung

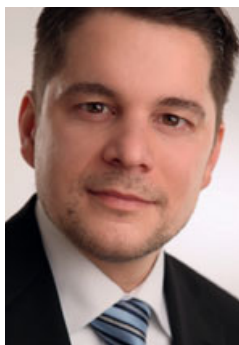


Marcel Goldmann (li.)

ist Finanzanalyst und

Cosmin Filker

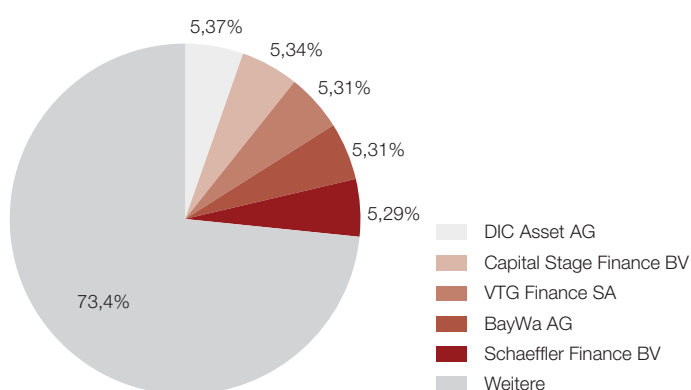
stellv. Chefanalyst bei **GBC Investment Research** in Augsburg.



deutschen Anleihemarkt für Mittelstandsanleihen mit einem entsprechenden Qualitätsansatz gut abzudecken.

Die größten Positionen des GBC MAX stellen zum 20.06.2018 die Anleihen der DIC Asset AG, der Capital Stage Finance BV, der VTG Finance SA, der BayWa AG und der Schaeffler Finance BV dar. Diese fünf Positionen machen derzeit insgesamt 26,6% des Index aus. Die verbleibenden 73,4% verteilen sich demnach auf die weiteren Anleihen.

Top 5 GBC MAX



Quelle: ariva; GBC AG

Überblick über die im GBC MAX enthaltenen Anleihen (inkl. Anpassungen)

ISIN	Unternehmen
XS1211417362	ADLER REAL ESTATE AG
XS1695284114	BAYWA AG
DE000A19NPE8	CAPITAL STAGE AG
DE000A2AA055	DEUTSCHE ROHSTOFF AG
DE000A12T648	DIC ASSET AG
DE000A2E4XE4	ETERNA MODE HOLDING GMBH
DE000A2GSL68	EUROBODEN GMBH
DE000A12T374	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A2AAKQ9	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A2DAJB7	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A2GSSP3	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A2AA030	FUSSBALL CLUB GELSENKIRCHEN
DE000A2AA048	FUSSBALL CLUB GELSENKIRCHEN
DE000A14KEZ4	HEIDELBERGER DRUCKMASCHINEN AG
DE000A1R02E0	HORNBACH BAUMARKT AG
DE000A1RFBP5	IMMOBILIEN-PROJEKTGESELLSCHAFT SALAMANDER (IPSAP) MBH
DE000A2GSD35	INSOFINANCE INDUSTRIAL REAL ESTATE HOLDING GMBH
DE000A2AATX6	KARLSBERG BRAUEREI GMBH
DE000A161F97	KATJES INTERNATIONAL GMBH
XS1560991637	LOUIS DREYFUS CO BV
XS1713474168	NORDEX SE
DE000A2GSB86	PARAGON GMBH & CO. KGAA
DE000A13SH30	PCC SE
DE000A162AQ4	PCC SE
DE000A2E4Z04	PCC SE
XS1555774014	PORR AG
DE000A169GM5	PUBLITY AG
XS1212469966	SCHAEFFLER FINANCE BV
DE000A18UQM6	UBM DEVELOPMENT AG
DE000A2GSTP1	VEDES AG
XS1172297696	VTG FINANCE SA

KW: 25

Anleihe im Fokus: EYEMAXX Real Estate AG ^{*4,5a,6a,10,11}

Die EYEMAXX Real Estate AG hat im April 2018 die mittlerweile sechste Anleiheemission erfolgreich über die Bühne gebracht. Vom ursprünglich geplanten Emissionsvolumen der 5,5%-Unternehmensanleihe in Höhe von bis zu 30,0 Mio. EUR wurde ein Brutto-Emissionsvolumen von etwas über 20,0 Mio. EUR erreicht.

Mit den neuen Anleihemitteln sollen primär neue Projekte finanziert werden. Es wurden diesbezüglich bereits großvolumige Wohnimmobilienprojekte sowie gemischt genutzte Projekte identifiziert, für die die Finanzierung der nachrangigen Mittel für den Grundstücksankauf noch aufzubringen ist. Die Projektfinanzierung findet dabei auf Ebene der jeweiligen Projektgesellschaft statt. Für das von der Projektgesellschaft aufzubringende Eigenkapital in Höhe von 15% bis 30% der Gesamtinvestitionssumme kann EYEMAXX auf Ebene der Konzernobergesellschaft sowohl Eigen- als auch Fremdkapital aufbringen. Bei diesen Investitionseckdaten lässt sich alleine mit der geplanten Investition in identifizierte Projekte in Höhe von 12 Mio. EUR ein Projektumfang von bis zu 80 Mio. EUR stemmen. Damit würde die bestehende, ohnehin schon umfangreiche Projektpipeline in Höhe von 757,7 Mio. EUR nochmals deutlich ausgebaut werden. Dies sollte sich positiv auf die für Anleihegläubiger wichtigen Bonitätskennzahlen auswirken.

Die 5,5%-Unternehmensanleihe ist gemäß unserem Marktvergleich unter Einbezug des Creditreform-Ratings (BB) ermittelten Risikos als „überdurchschnittlich attraktiv“ einzustufen. Wir vergeben daher 4 von 5 GBC-Falken.

Stammdaten der 5,50 % EYEMAXX Real Estate AG-Anleihe

ISIN:	DE000A2GSSP3
WKN:	A2GSSP
Emissionsvolumen:	30,00 Mio. EUR
Stückelung:	1.000 EUR
Laufzeit (5 Jahre):	26.04.2018–25.04.2023
Kupon (Effektivrendite):	5,50% p.a. (5,60%)
Kuponzahlungen:	halbjährlich (am 26.04. und 26.10.)
Ausgabekurs:	100%
Rückzahlungskurs:	100%
Börsennotierung:	Open Market der Deutsche Börse AG

Hinweis gemäß Finanzanalyseverordnung: Bei dem analysierten Unternehmen sind die folgenden möglichen Interessenkonflikte gemäß Katalog möglicher Interessenkonflikte gegeben: Nr. (4,5a,6a,10,11). Die Übersicht ist auf folgender Website zu finden: www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm

§1 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieser Artikel dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie unter: www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm

INVESTMENT

von
**Jacob Fichtner, Anleiheexperte,
 Bondwelt**

Kommentar

Der Mittelstandsbond ist besser als sein Ruf

Nach einer Phase der Konsolidierung ist der Markt für Mittelstandsanleihen wieder bereit für Wachstum. Trotz der herausfordernden letzten Monate ist es einer Vielzahl von Emittenten gelungen, weiterhin Platzierungen zum Erfolg zu führen und somit neues Wachstumskapital oder Refinanzierungen sicherzustellen.

Teil des Reifeprozesses ist auch eine Differenzierung seitens der Investoren bei neuen und bestehenden Anleiheemittenten – tragen doch entsprechende Erfahrungswerte zum Verständnis bei. Anleihestruktur, neben der Bonität des Emittenten, sowie Ausblick oder Planung, spielen dabei in der Analyse eine übergeordnete Rolle.

Hinzu kommt, dass der Markt für Mittelstandsbonds von den Entwicklungen der globalen Finanzmärkte und Turbulenzen weitgehend verschont blieb. Weder Sorgen um mögliche Zinserhöhungen der Notenbanken noch geopolitische Spannungen oder die Einführung der Handelszölle haben sich bisher negativ auf die Kurse auswirken können. Ganz anders an den Aktienmärkten oder den High-Yield-Märkten in Europa oder den USA, wo es bis dato zu unerwartet großen Schwankungen gekommen ist und weiterhin Unsicherheit besteht.

Anlagen in Transaktionen von KMUs im Anleiheformat bieten daher eine ideale Alternative zu anderen marktfähigen Instrumenten, weisen diese doch eine deutlich geringere Schwankungsanfälligkeit auf. Auf der anderen Seite sind echte Wert-

Jakob Fichtner

ist Initiator und Gründer von **Bondwelt** (www.bondwelt.de) – einer Informations- und Platzierungsplattform für Mittelstandsbonds. Er hat umfangreiche und vielseitige Erfahrungen in der Vorbereitung und Platzierung von Anleihen und Schuldscheindarlehen, unter anderem als Direktor in der Syndizierung bei IKB Deutsche Industriebank AG und Barclays Investment Bank.



Foto: © Rawf8 – stock.adobe.com

Bondwelt bietet eine transparente Plattform für neue Emissionen von Mittelstandsbonds. Als Informationsplattform weisen wir übersichtlich Neuemissionen aus. Eine Übersicht relevanter Strukturmerkmale, wie Sicherheiten, Transparenzverpflichtungen, einzuhaltende Finanzkennzahlen und/oder Covenants, steht dabei bei aktuellen Neuemissionen zur Verfügung.

www.bondwelt.de

Twitter: [bondwelt](#)

papiere, die während ihrer Laufzeit jederzeit über die Börse gehandelt werden können.

Eine aktuelle Umfrage kommt zum Ergebnis, dass eine Vielzahl der Anleger dem Kapitalerhalt einen deutlich höheren Stellenwert als Kapitalwachstum beimisst. Diesem Wunsch vieler Investoren wird mit der Natur des Mittelstandsbonds grundsätzlich entsprochen. Umso wichtiger ist eine offene Diskussion zur Anleihestruktur, zu Sicherheiten und Transparenzklauseln zwischen Investor und Emittent, da nur dadurch der relativ sicheren Anlage in Anleihen Rechnung getragen wird.

Der Markt hat also durchaus die Möglichkeit, weiteres Wachstum und Zuspruch von Investoren und Emittenten zu erhalten, wenn die Weichen hierfür gestellt werden und das vorsichtig widerkehrende Vertrauen nicht leichtfertig verspielt wird.

CORPORATE FINANCE

MEZZANINE, EQUITY, DEBT

Wir begleiten mittelständische Unternehmen und Konzerne bei Wachstums- und Expansionsvorhaben, Working Capital, Refinanzierung von Anlage- und Umlaufvermögen, Umschuldung, Bilanzoptimierung, Eigenkapitalstärkung und Gesellschafter-Restrukturierung.



Tel. +49 69 50 50 45 050

E-Mail anfrage@youmex.de

www.youmex.de – Corporate Finance

youmex AG • www.youmex.de
Tanusanlage 19 • 60325 Frankfurt am Main



INVESTMENT

von
Peter de Coensel, CIO Fixed Income,
Degroof Petercam AM

Anleihenmärkte vor ungewisser Zukunft

Angst ist dennoch unangebracht

Wer mit Staatsanleihen der EU-Kernländer Geld verdienen möchte, geht im Schnitt bei Anleihen mit einer Laufzeit von unterhalb fünf Jahren nominal nach wie vor leer aus bzw. zahlt teilweise sogar drauf.

Bei einem kurzfristigen Anlagehorizont erscheinen einzelne Staats- und Unternehmensanleihen der Eurozone wenig attraktiv. Doch betrachtet man den gesamten Markt für Euro-Staatsanleihen sowie in Euro begebene Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen, sieht der Blick in die Zukunft schon vielversprechender aus. Und wenn man das Spektrum noch auf die globalen Anleihenmärkte und Fremdwährungen erweitert, lassen sich die Möglichkeiten deutlich erweitern und Anleiheportfolios mit attraktiveren Rendite-Risiko-Profilen konstruieren.

Fixsterne im globalen Rentenuniversum

In Szenarien vorübergehend schwankender Zinsen und Credit Spreads sollten Investoren möglichst geduldig und ohne Market Timing agieren. Dies vorausgesetzt beträgt die durchschnittliche Duration, die dem kürzesten Anlagehorizont entsprechen sollte, bei europäischen Staatsanleihen 7,5 Jahre, bei einem erwarteten Bruttoertrag von 1,8%. Für Euro-Unternehmensanleihen liegen diese Werte bei drei Jahren bzw. 2,0%. Berücksichtigt man den durchschnittlichen Ausfall von Euro-High-Yield-Bonds über fünf Jahre, so liegt der erwartete Return für dieses Anleihe-segment bei knapp unter 2%.

Peter de Coensel

ist CIO Fixed Income bei **Degroof Petercam AM**.



Foto: © 3dkombinat – stock.adobe.com

Sucht man außerhalb der Eurozone nach Diversifikatoren, lassen sich interessante Kombinationen zusammenstellen. US-Staatsanleihen zum Beispiel handeln bei einem erwarteten Return von 3,1% und einer Duration von acht Jahren und US-Unternehmensanleihen bei 4,8% bzw. 7,5 Jahren. Das Rendite-Risiko-Profil lässt sich weiter abrunden mit in Lokalfremdwährungen begebenen Staatsanleihen der Schwellenländer, deren erwartete Rendite bei 5,6% liegt.

Richtung der Wirtschaft bestimmt Richtung der Zinsen

Vorhersagen darüber zu treffen, wie sich die Märkte entwickeln, ist immer schwierig – häufig kommt es dann anders. Den verschiedenen Szenarien für die internationalen Rentenmärkte liegen Annahmen einer Konjunktur zugrunde, die entweder gleich bleibt oder sich beschleunigt bzw. verlangsamt. Entsprechende Erwartungen bestehen dann hinsichtlich der Marktzinsen.

Das aktuelle Grundscenario berücksichtigt den aktuellen nominellen Wachstumspfad der Weltwirtschaft mit reflationären Tendenzen und dementsprechenden Erwartungen an steigende langfristige Zinsen. Dieses Umfeld kann für Anleiheinvestments Kursverluste bedeuten und fordert Anlegern eine hohe Wachsamkeit ab. Pendelt sich das globale Wachstum

hingegen auf dem vorherrschenden Niveau ein, werden die langfristigen Zinsen im Durchschnitt niedrig bleiben. In einem solchen Umfeld bleiben vor allem solche Rentenanlagen attraktiv, die breit diversifiziert sind und auf die Erzielung solider Erträge abzielen.

Verlangsamt sich gar das weltweite Wachstum, steigen erneut die Rezessions- und Deflationsrisiken. Notenbanken würden wieder zu quantitativen Maßnahmen greifen, um die langfristigen Zinsen möglichst niedrig zu halten. Dieses Szenario würde den Druck auf die Bondrenditen wieder erhöhen, während die Anleihekurse gleichzeitig anziehen.

Risikoprämien kombinieren

Welches Marktszenario auch immer eintritt, am besten gerüstet sind Investoren mit einem maximal diversifizierten

Anleiheportfolio. Denn Diversifikation ist der einzige „Free Lunch“ an den Kapitalmärkten, also die einzige Komponente, die kein Risiko beinhaltet. Ein weltweit breit gestreutes Bondportfolio ist deshalb der Schlüssel für die Anleihemärkte von morgen.

Bei Degroof Petercam AM konstruieren wir ein „Most Diversified Portfolio“, derzeit mit den Komponenten „Globale Staatsanleihen“, „Globale Inflationsindexierte Anleihen“, „Schwellenländerstaatsanleihen in Lokalwährung“ sowie Liquidität. Abgerundet wird dieser Mix durch ein globales Unconstrained-Portfolio, in dem Anleihen nach hoher Überzeugung völlig frei von Vorgaben und unabhängig einer Benchmark selektiert werden. Solange die Fixed-Income-Komponente gut diversifiziert ist, wird sie auch zukünftig zum Kapitalwachstum beitragen können und zudem eine Absicherung bieten, wenn die Aktienkomponente eines Vermögens in Bedrängnis kommt.

Anzeige

Die Kapitalmärkte im Blick



© psdesign1 / - stock.adobe.com

**Jetzt
abonnieren!**

www.goingpublic.de/abonnement

GoingPublic
Magazin



INVESTMENT

von
Robert Steininger,
Fachautor

Top oder Flop?

An Fußball-Anleihen scheiden sich die Geister



Foto: © Thaut Images – stock.adobe.com

Große Vereine wie der FC Schalke 04, der FC Köln, der Hamburger SV und der FC St. Pauli haben es vorgemacht: Begonnen hat alles 2004.

Erst trat der BVB auf dem Kapitalmarkt auf, ihm folgte nur wenige Wochen später Hertha BSC auf dem Fuße. 6 Mio. EUR spielte die Hertha-Anleihe mit einer Laufzeit bis 2010 und einer Rendite von 5,2% ein. Unumstritten ist die Fußball-Anleihe aber mitnichten.

Bedarf es des Kapitals, sind Fan-Anleihen durchaus eine Option. Im Unterschied zu Unternehmensanleihen richten sich Fan-Anleihen an Privatanleger und zeichnen sich durch vergleichsweise einfache Anleihebedingungen aus. So fehlen typische Klauseln wie die Negativerklärung oder die Drittverzugsklausel. Üblicherweise wird ein Teil der Anleihen als Einzelkunde begeben, der Rest als Globalkunde verbrieft. Nachdem die Einzelkunde regelmäßig eine Wand im trauten Heim ziert und sich der Nennbetrag der Anleihe mit dem Gründungsjahr des Vereins deckt, steht der emotionale Bezug für den Fußballfan außer Frage.

Robert Steininger

ist Fachautor u.a. für **BondGuide**. Die Schwerpunkte des promovierten VWLers sind CleanTechnologies, neue Technologien, Sport & Kapitalmarkt sowie allgemeiner grundlegende Mittelstands- und Finanzierungsthemen.

Es geht auch ohne – die Königlichen

Um Anleihen dürfte sich am 26. Mai 2018 kein Fußballfan einen Kopf gemacht haben. Vielmehr stand der Tag ganz im Zeichen des Champions-League-Finales, das an Spannung kaum zu überbieten war. Zumindest ließen **die Live-Sportwetten ungeachtet aller Informationen im Vorfeld** ob des vorzeitigen Spielendes von Mo Salah und der unverzeihlichen Patzer von Loris Karius keine Langeweile aufkommen. Angesichts des dritten Pokalsiegs in Folge überrascht es wenig, dass die Königlichen zu den gesündesten Vereinen der Welt zählen. Bei einem Umsatzplus von 8,8% in der Saison 2016/17 und Einnahmen in Höhe von 674,6 Mio. EUR erübrigt sich die Frage der Anleihen von selbst: Real Madrid fährt ohne sie bestens.

Hertha BSC als digitaler Vorreiter in der Fußball-Bundesliga

Not macht bekanntlich erfinderisch. Nachdem sich die Banken von jeher gegen das erhebliche Kreditrisiko von Fußballvereinen durch hohe Zinsen absichern, ist es nur logisch, nach Finanzierungsalternativen Ausschau zu halten. Die 5% bis 7% Zinsen der Fan-Anleihen sind ungleich leichter zu stemmen als die deutlich höheren Kreditzinsen. Es versteht sich daher von selbst, dass **die Fan-Anleihen vermehrt auch zur Umschuldung alter Kredite** verwendet werden.

So geht in Österreich etwa auch der SK Rapid Wien mit gutem Beispiel voran. Bei diesen Fan-Anleihen handelt es sich

um nachrangige Darlehen, die mit einer jährlichen Verzinsung von 2% bis 3% bei einer Laufzeit von fünf bis neun Jahren aufwarten. Erfolgsabhängig werden zudem Bonuszinsen ausgeschüttet. Während sich die österreichische Vereinslandschaft aber erst ans Crowdfunding gewöhnen muss, ist den deutschen Nachbarn das Geschäft mit dem Fan längst ein Begriff. Namentlich der Hauptstadtclub Hertha BSC schreibt seit 2016 mit seiner digitalen Anleihe Geschichte. Für die zweite digitale Finanzierungsrunde über kapilendo fiel am 7. Mai 2017 der Startschuss. Zwei Tage lang war die Investition in den Verein ausschließlich Mitgliedern möglich, bevor auch externe Anleger zugreifen konnten. Bereits mit 100 EUR war der glühende Fan mit von der Partie, 10.000 EUR durfte er maximal in die Nachwuchsförderung des Vereins stecken. Heißt im Klartext: Die Summe von 1,5 Mio. EUR mit einer Laufzeit von **drei Jahren und einer festen Verzinsung von 4,0% p.a.** floss in die Hertha BSC Fußball-Akademie.

Ansehnliche Renditen – bei hohem Ausfallrisiko

Bei einem durchschnittlichen Festzins von 5,9% haben Fan-Anleihen der Bundesligisten unstrittig ihren Reiz. Die Krux dabei ist, dass **der relativ hohe Zinssatz mit einem veritablen Inves-**

titionsrisiko einhergeht. Spätestens wenn im offiziellen Prospekt der St.-Pauli-Anleihe darauf verwiesen wird, dass es einer gesetzlichen oder freiwilligen Einlagensicherung für den Fall der Insolvenz des Vereins ermangelt, ist Vorsicht geboten.

Was es in der Tat heißt, sich als Zeichner einer Fan-Anleihe auf unsicheres Terrain zu begeben, zeigt das Beispiel Arminia Bielefeld. 2,9 Mio. EUR haben die Fans 2006 dem Verein in der Hoffnung geliehen, es mit 7,5% verzinst und am Ende der Laufzeit zurückgezahlt zu bekommen. Zum Saisonauftakt 2011/12 stand der Verein jedoch kurz vor dem finanziellen Aus. Nach langem Hin und Her sahen die Anleger ihr Geld wieder, gleichzeitig wurde aber eine neue Anleihe aufgelegt. Sie spülte 2 Mio. EUR in die Vereinskasse, hatte jedoch nur einen Festzins von 6,5% zu bieten.

Eine ähnliche Zitterpartie durchlebten die Fans von Alemannia Aachen: Für die Rückzahlung der 2008 zur Finanzierung des neuen Stadions herausgegebenen Tivoli-Anleihe brauchte es zwingend eine 5,5-Mio.-EUR-Bürgschaft der Stadt. Wenigstens den Stadtvätern dürfte damit der sperrige Buchtitel „111 Gründe, Alemannia Aachen zu lieben“ kein Dorn im Auge sein.

Anzeige

FLÜCHTLINGS-
DRAMA
BANGLADESCH



Ihr CARE-Paket rettet Leben.

Jede Spende hilft:

www.care.de



care[®]

Die mit dem CARE-Paket

INVESTMENT

von
Verena Wachnitz, Portfoliomanagerin,
T. Rowe Price

Kommentar

Kann Argentinien Turbulenzen wie in der Türkei verhindern?

Obwohl die jüngsten **Turbulenzen in der Türkei** viele landesspezifische Ursachen haben, haben sie **Auswirkungen auf Argentinien**, da die Wirtschaft des Landes ähnliche Schwachstellen aufweist: ein Doppeldefizit – ein Haushaltsdefizit bei gleichzeitigem Leistungsbilanzdefizit – und einen hohen externen Finanzierungsbedarf.

Entwickelte sich der **argentinische Peso** im letzten Monat zunächst stabil, **litt** die Währung **jüngst wieder unter der Nervosität der Anleger um die türkische Lira**. Dies rief eine schnelle Reaktion der argentinischen Währungsbehörden auf den Plan, die die **kurzfristigen Zinsen um 500 Basispunkte auf 45% erhöhten**.

Die **argentinische Zentralbank** kündigte darüber hinaus einen **Plan zum Abbau ihrer kurzfristigen Wertpapiere** an (auch bekannt als Lebac). Diese Instrumente zur Stabilisierung des lokalen Währungsmarktes wurden zu einer zunehmenden Gefahr für die Finanzstabilität, da sie auf 32 Mrd. USD angewachsen waren – das sind **8% des Bruttoinlandsprodukts**.

Wenngleich dies sinnvolle Maßnahmen gegen die derzeitigen Turbulenzen sind, wird Argentinien weiterhin den globalen Finanzmarktbedingungen ausgeliefert sein. Und Präsident Mauricio Macri und sein Team setzen ihren **Kampf gegen die wirtschaftlichen Schwachstellen** fort.

Verena Wachnitz

ist Portfoliomanagerin bei **T. Rowe Price**.



Foto: © CrazyCloud – stock.adobe.com

Argentinien muss die **Haushaltsanpassungen umsetzen, die mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) während der jüngsten Wirtschaftskrise vereinbart wurden**. Auch wenn in diesem Zusammenhang hohe Realzinsen notwendig sein könnten, sind diese ein zweischneidiges Schwert, da sie das Wirtschaftswachstum belasten. Bis wir Anzeichen für eine ausreichende Haushaltskonsolidierung sehen, wird unser **Ausblick auf Argentinien verhalten** bleiben.

Der „**Notebook-Skandal**“ in Argentinien ähnelt in Hinsicht auf Umfang und Auswirkungen dem brasilianischen Korruptionsskandal „Lava Jato“ um Petrobras. Wir sind aber zuversichtlich, dass dessen Auswirkungen weniger gravierend sein werden, als dies in Brasilien der Fall war. Der Skandal betrifft in erster Linie Personen aus der früheren argentinischen Regierung und keine aktiven Amtsträger wie in Brasilien.

Diese Entwicklungen verringern die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen politischen Comebacks der ehemaligen Präsidentin Cristina Fernández de Kirchner. Zugleich ist noch nicht absehbar, ob der Skandal die Aussichten des derzeitigen Präsidenten Macri verbessern wird. Für ihn wird der entscheidende Aspekt sein, wie sich die Wirtschaft bis zu den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2019 entwickeln wird.

DIE ERSTE IMMOBILIEN-ANLEIHE 2018 IST DA: **RENDITESTARK • STABIL • SICHER**

Setzen Sie bei Ihrer erfolgreichen Geldanlage auf die neue Anleihe der FCR Immobilien AG!

6% p.a. für
5 Jahre

JETZT ZEICHNEN
WKN A2G9G6

Börse Frankfurt | Bank | Broker
fcr-immobilien.de/anleihe

Die **FCR Immobilien AG** ist einer der führenden Handelsimmobilien-Spezialisten für Einkaufs- und Fachmarktzentren in Deutschland.

Beste Perspektiven.
www.fcr-immobilien.de

FCR Immobilien



EQS GROUP

Die EQS Group ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Investor Relations, Corporate Communications und Corporate Compliance. Mehr als 8.000 Unternehmen weltweit erfüllen mit der EQS Group komplexe nationale und internationale Publizitätspflichten, minimieren Risiken und sprechen Stakeholder gezielt an.

EQS Group ist ein digitaler Komplettanbieter: Zu den Produkten und Services gehören ein globales Newswire, ein Meldepflichtenservice, Investor Targeting und Kontaktmanagement sowie eine Insiderlistenverwaltung. Diese sind in der cloudbasierten Plattform EQS COCKPIT gebündelt, um die Arbeitsprozesse von Investor Relations-, Kommunikations- und Compliance-Verantwortlichen zu optimieren. Darüber hinaus bietet EQS Group eine innovative Whistleblowing- und Case-Management-Software, IR Webseiten, digitale Berichte und Webcasts an.

Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet. Heute ist der Konzern mit mehr als 400 Mitarbeitern in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt vertreten.

Kontakt:

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

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



IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI

GÖRG ist eine der führenden unabhängigen Wirtschaftskanzleien Deutschlands. Mit 290 Anwälten und Steuerberatern an den fünf Standorten Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln und München berät GÖRG als unabhängige Sozietät in allen Kernbereichen des Wirtschaftsrechts.

GÖRG ist bundesweit führend bei Insolvenz und Sanierung, mit Top-Positionen in allen Kernbereichen des Wirtschaftsrechts, unter anderem im Gesellschafts-, Immobilien- und Vergaberecht und zählt insgesamt zu den Top 20 Sozietäten.

Zu unseren Mandanten zählen namhafte in- und ausländische Unternehmen aus allen Bereichen von Industrie, Banken, Immobilien, Handel, Medien und Dienstleistung.

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 bei der Emission von Anleihen durch mittelständische Unternehmen sind wir regelmäßig tätig und nehmen 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 Optionschuldverschreibungen, 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.

Der Deutsche Mittelstandsanleihen FONDS gehört laut GBC Research zu einem echten „Hidden Champions-Fonds“! Die Auszeichnung des auf KMU- und Mittelstandsanleihen fokussierten Fonds erfolgte im Rahmen der Studie „GBC Fonds Champions 2018“.

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:

- Großes und erfahrenes Team von 16 Partnern, 4 Counsel und 18 Associates
- 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
- 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



mwb

Wertpapierhandelsbank

Als eigentümergeführte Bank und seit 17 Jahren selbst börsennotiert sind wir mit rund 60 Mitarbeitern an einer Vielzahl internationaler Marktplätze tätig, sowohl im Eigenkapitalbereich als auch bei Anleiheemissionen. Weitere Tätigkeitsfelder sind die Betreuung institutioneller Kunden in Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, Designated Sponsoring und Fondshandel.

Wir beraten KMU bei der Strukturierung und Durchführung von Kapitalmaßnahmen wie Börsengängen (IPO) und Kapitalerhöhungen. Das Team steht darüber hinaus für einen außerordentlichen Track-Record bei der Auswahl und Platzierung von Unternehmensanleihen als Lead Manager und ist weiterhin regelmäßig mit allen relevanten institutionellen Anlegern im Austausch. Hierzu gehört auch die kontinuierliche Betreuung nach der Emission.

Kontakt:

Kai Jordan
Bereichsvorstand
Corporates & Markets
Tel.: +49 40 360995-20
E-Mail: corporates-markets@mwbfairtrade.com

Alexander Deuss
Leiter Institutionelle
Kundenbetreuung
Tel.: +49 40 360995-22
E-Mail: corporates-markets@mwbfairtrade.com





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



Anzeige

Musterschüler war gestern

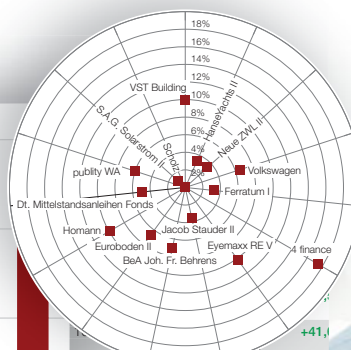
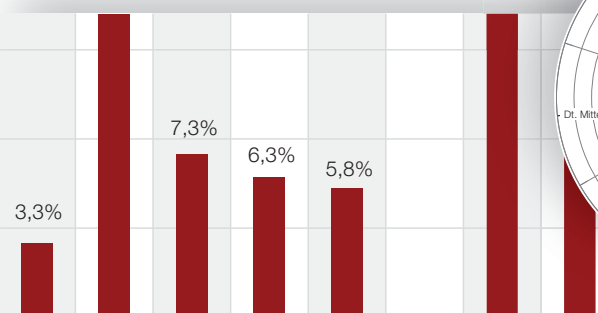
Heute gibt's das **Musterdepot**

BONDGUIDE

stark in Anleihen & Co.

Anleihe
(Laufzeit)

VST Build
(2019)
HanseYac
(2019)
Neue ZW
(2021)
Volkswag
(2030/49)
Ferratum



www.bondguide.de

Foto: © bg-pictures – stock.adobe.com

Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform ¹⁾	(Ziel- Volumen in Mio. EUR	Voll- platziert	Kupon	Rating (Rating- agentur) ⁶⁾	Technische Begleitung durch ... ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),5)}
innogy Finance (2021)	Energiedienstleister A0T6L6	Feb 09	Prime Standard	1.000	ja	6,50%	BBB ⁹⁾ (S&P)	Oddo Seydler Bank	*
Schneekoppe (2020)	Ernährung A1EWHX	Sep 10	FV DÜS	1	ja	3,50%		Schnigge	**
Solar8 Energy (2021)	Erneuerbare Energien A1H3F8	Mrz/Apr 11	FV DÜS	10	ja	3,00%	BB- ⁹⁾ (CR)		*
HPI WA (2024/unbegr.)	Industriedienstleister A1MA90	Dez 11/Okt 13	FV FRA	6	ja	3,50%		Süddeutsche Aktienbank	*
Scholz (2019)	Recycling A1MLSS	Feb 12/Feb 13	FV FRA	6	ja	0,00%	CCC ⁹⁾ (EH)	Oddo Seydler Bank (AS), Blättchen & Partner (LP)	*
Ekosem I (2021)	Agrarunternehmen A1MLSJ	Mrz 12	Bondm	50	ja	8,75%	CCC ⁹⁾ (CR)	Fion	**
Energiekontor II (2018/22)	Erneuerbare Energien A1MLW0	Jul 12	FV FRA	10	ja	6,00%			***
Deutsche Börse I (2022)	Börsenbetreiber A1RE1W	Okt 12	Prime Standard	600	ja	2,38%	AA (S&P)	Deutsche Bank (AS), BNP, Citi	*
IPSAK (2019)	Immobilien A1RFBP	Nov 12	FV S	30	ja	6,75%	BBB ³⁹⁾ (SR)	Rödl & Partner	***
Ekosem II (2022)	Agrarunternehmen A1R0RZ	Nov 12/Okt 13	Bondm	78	ja	8,50%	CCC ⁹⁾ (CR)	Fion	**
Eyemaxx III (2019)	Immobilien A1TM2T	Mrz 13	FV FRA	7	ja	7,88%	BB ⁹⁾ (CR)	Dero Bank ¹¹⁾	***
Sanha (2023)	Heizung & Sanitär A1TNA7	Mai 13/Jan 14	FV FRA	37	ja	7,75%	B- ⁹⁾ (CR)	equinet Bank	**
Timeless Homes (2020)	Immobilien A1R09H	Jun 13	PM DÜS (C)	10	n.bek.	9,00%		Schnigge	*
Peine (2018)	Modehändler A1TNFX	Jun/Jul 13	FV S	4	nein	8,00%	C ⁹⁾ (CR)	quirin Bank	*
BioEnergie Taufkirchen (2020)	Energieversorger A1TNHC	Jul 13	m:access	15	ja	6,50%	BBB- ³⁹⁾ (SR)	GCI Management Consulting	***
VST Building Tech. (2019)	Bautechnologie A1HPZD	Sep/Okt 13	FV FRA	6	nein	8,50%	CCC ⁹⁾ (CR)	Dero Bank ¹¹⁾	***
IPM (2018)	Immobilien A1X3NK	Okt 13	FV S & FRA	15	ja	5,00%		Oddo Seydler Bank	*
Ferratum I (2018)	Finanzdienstleister A1X3VZ	Okt 13	Scale ¹⁵⁾	25	ja	8,00%	BBB+ ³⁹⁾ (CR)	ICF	*
ATON Finance (2018)	Industriebeteiligungen A1YQ04	Nov 13	Prime Standard	200	ja	3,88%		Deutsche Bank	*
PORR II (2018)	Baudienstleister A1HNSV	Nov 13	FV FRA	50	ja	6,25%		Steubing	*
Neue ZWL Zahnradwerk I (2019)	Automotive A1YC1F	Feb 14	FV FRA	13	ja	7,50%	B ⁹⁾ (CR)	Steubing (AS), DICAMA (LP)	***
Dürr II (2021)	Automobilzulieferer A1YC44	Mrz 14	FV FRA	300	ja	2,88%		Deutsche Bank, HSBC	*
DEWB I (2019)	Industriebeteiligungen A11QF7	Apr 14	FV FRA	5	ja	6,00%		Oddo Seydler Bank	*
SeniVita Soz. GS (2019/unbegr.)	Pflegeeinrichtungen A1XFUZ	Mai 14	FV FRA	22	nein	8,00%	B- (EH)	ICF, Blättchen FA	*
Underberg II (2021)	Spirituosen A11QR1	Jul 14	FV FRA	30	ja	6,13%	BB- ⁹⁾ (CR)	Oddo Seydler Bank	***
UBM Development I (2019)	Immobilien A1ZKZE	Jul/Dez 14, Mrz 15	Scale ¹⁵⁾ & FV Wien	116	ja	4,88%		IKB, Steubing & quirin (Aufstockung)	***
Eyemaxx IV (2020)	Immobilien A12T37	Sep 14	FV FRA	21	nein	8,00%	BB ⁹⁾ (CR)	ICF	***
DIC Asset III (2019)	Immobilien A12T64	Sep 14/Apr 15	Prime Standard	175	ja	4,63%		Bankhaus Lampe (AS), Oddo Seydler Bank (LP)	*
Herbawi (2019)	Modehändler A12T6J	Okt 14	FV FRA	1	nein	7,75%	B+ ³⁹⁾ (Fer)	DICAMA	*
FCR Immobilien I (2019)	Immobilien A1YC5F	Okt 14	FV FRA	6	nein	8% + Bonus	BB- ³⁾ (SR)	Eigenemission	***
SG Witten/Herdecke (2024)	Studiendarlehen A12UD9	Nov 14	PM DÜS (B)	8	ja	3,60%		AALTO Capital	***

BondGuide – 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⁾	Technische Begleitung durch ... ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),5)}
Procar II (2019)	Autohandel A13SLE	Dez 14	FV DÜS	10	ja	7,25%	BB [®] (CR)	Schnigge	***
Neue ZWL Zahnradwerk II (2021)	Automotive A13SAD	Feb 15	FV FRA	22	ja	7,50%	B [®] (CR)	Steubing (AS), DICAMA (LP)	***
Adler Real Estate III (2020)	Immobilien A14J3Z	Apr/Okt 15, Apr 17	Prime Standard	300	ja	4,75%	BB [®] (S&P)	Oddo Seydler Bank	***
SeniVita Social WA (2020)	Pflegeeinrichtungen A13SHL	Mai 15	FV FRA	45	nein	6,50%	BB- ^{3®} (EH)	ICF	*
Katjes II (2020)	Beteiligungen A161F9	Mai 15 & 17	FV DÜS & FRA	95	ja	5,50%	BB [®] (CR)	Bankhaus Lampe (AS), IKB (LP)	***
JDC Pool (2020)	Finanzdienstleister A14J9D	Mai/Jun 15	FV FRA	15	ja	6,00%		Steubing	***
Stauder II (2022)	Bierbrauerei A161L0	Jun 15	FV FRA	10	ja	6,50%	B+ [®] (CR)	ICF	***
DSWB I (2020)	Studentenwohnheime A1ZW6U	Jun/Nov 15	FV FRA	77	nein	4,68%	BB ^{3®} (CR)	IKB, equinet Bank, BankM (Co-Lead)	*
Underberg III (2020)	Spirituosen A13SHW	Jul 15	FV FRA	30	ja	5,38%	BB- [®] (CR)	Oddo Seydler Bank	***
Deutsche Börse III (2041)	Börsenbetreiber A161W6	Aug 15	Prime Standard	600	ja	2,75%	AA (S&P)	Deutsche Bank (AS), BNP, Goldman Sachs, Morgan Stanley	***
Deutsche Börse IV (2025)	Börsenbetreiber A1684V	Okt 15	Prime Standard	500	ja	1,63%	AA (S&P)	Deutsche Bank (AS), Goldman Sachs, J.P. Morgan, UBS	*
BeA Behrens II (2020)	Befestigungstechnik A161Y5	Nov 15	Scale ¹⁵⁾	22	nein	7,75%	BB- [®] (EH)	quirin bank	***
publity WA (2020)	Immobilien A169GM	Nov/Dez 15 & Mai 17	FV FRA	50	ja	3,50%		quirin bank	*
REA III (vorm. Maritim Vertrieb) (2020)	Immobilien A1683U	Dez 15	FV HH	50	ja	3,75%		Eigenemission	***
UBM Development II (2020)	Immobilien A18UQM	Dez 15	Scale ¹⁵⁾ & FV Wien	75	ja	4,25%		quirin bank	***
Eyemaxx V (2021)	Immobilien A2AAKQ	Mrz 16	FV FRA	30	ja	7,00%	BBB- ^{3®} (CR)	Small & Mid Cap IB	****
Karlsberg Brauerei II (2021)	Bierbrauerei A2AATX	Apr 16	Scale ¹⁵⁾	40	ja	5,25%	BB- [®] (CR)	Bankhaus Lampe (AS), IKB (LP)	***
4finance (2021)	Finanzdienstleister A181ZP	Mai 16	Prime Standard	150	ja	11,25%	B+ ³⁾ (S&P)	Wallich & Matthes, Dero Bank ¹¹⁾	****
Dt. Bildung SF II (2026)	Studiendarlehen A2AAVM	Jun 16	PM DÜS (C)	10	ja	4,00%		Small & Mid Cap IB	***
Ferratum II (2019)	Finanzdienstleister A2AAR2	Jun 16	Scale ¹⁵⁾	25	nein	4,88%	BBB+ [®] (CR)	ICF	***
FC Schalke 04 III (2023)	Fußballverein A2AA04	Jun 16	Scale ¹⁵⁾	34	ja	5,00%	BB- [®] (CR)	equinet Bank	***
FC Schalke 04 II (2021)	Fußballverein A2AA03	Jun 16	FV FRA	16	ja	4,25%	BB- [®] (CR)	equinet Bank	***
DSWB II (2023)	Studentenwohnheime A181TF	Jun 16	FV FRA	64	ja	4,50%	BBB- ^{3®} (CR)	equinet Bank	*
Prokon (2030)	Erneuerbare Energien A2AASM	Jul 16	FV HH	500	ja	3,50%	BBB- [®] (EH)	M.M. Warburg	**
Singulus II (2021)	Maschinenbau A2AA5H	Jul 16	FV FRA	12	ja	7,00%		Oddo Seydler Bank	***
Deutsche Rohstoff II (2021)	Rohstoffbeteiligungen A2AA05	Jul 16	Scale ¹⁵⁾	67	nein	5,63%	BB [®] (CR)	ICF	***
FCR Immobilien II (2021)	Immobilien A2BPUC	Okt 16	FV FRA	15	ja	7,10%	BB- [®] (SR)	Eigenemission	***
Golfino II (2023)	Golfausstatter A2BPVE	Nov 16	FV FRA	4	ja	8,00%	B+ [®] (CR)	quirin bank, DICAMA (LP)	**
Hörmann Industries II (2021)	Automotive A2AAZG	Nov 16	Scale ¹⁵⁾	30	ja	4,50%	BB [®] (EH)	equinet Bank (AS), IKB (LP)	***
ETL Freund & Partner II (2024)	Finanzdienstleistung A2BPCH	Dez 16	FV MUC	25	ja	6,00%	BBB- [®] (EH)	Eigenemission	***
Eyemaxx WA I (2019)	Immobilien A2BPCQ	Dez 16	FV MUC	4	ja	4,50%	BB [®] (CR)	GBC	***
PORR Hybr. (2022/unbegr.)	Baudienstleister A19CTJ	Feb 17	FV Wien	125	ja	5,50%		HSBC	***

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform ¹⁾	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll- platziert	Kupon	Rating (Rating- agentur) ⁶⁾	Technische Begleitung durch ... ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),5)}
eterna Mode II (2022)	Modehändler A2E4XE	Mrz 17	FV FRA	25	ja	7,75%	B+ [®] (CR)	ICF	***
Eyemaxx WA II (2019)	Immobilien A2DAJB	Apr 17	FV FRA	20	ja	4,50%	BB [®] (CR)	Dero Bank ¹¹⁾	***
Metalcorp II (2022)	Metallhändler A19JEV	Jun 17	FV FRA	70	ja	7,00%	BB [®] (CR)	Arctic Securities	***
paragon II (2022)	Automotive A2GSB8	Jun 17	Scale ¹⁵⁾	50	ja	4,50%	BB+ [®] (CR)	Bankhaus Lampe	***
Homann II (2022)	Holzwerkstoffe A2E4NW	Jun & Sep 17	Scale ¹⁵⁾	60	ja	5,25%	B+ [®] (CR)	IKB	***
BDT Automation II (2024)	Technologie A2E4A9	Jul 17	FV FRA	3	nein	8,00%	CCC [®] (CR)	quirin Bank	**
E7-Timberland III (2022)	Batterietechnik TS5C5B	Jul 17	FV FRA & MUC	20	n.bek.	6,95%		Eigenemission	*
E7-Timberland II (2021)	Batterietechnik TS5C4B	Jul 17	FV FRA & MUC	20	n.bek.	6,85%		Eigenemission	*
E7-Timberland I (2020)	Batterietechnik TS5C3B	Jul 17	FV FRA & MUC	20	n.bek.	6,75%		Eigenemission	*
Ferratum III (2018)	Finanzdienstleister A2GS10	Jul 17	FV FRA	20	ja	4,00%	BBB+ [®] (CR)	ICF	*
DIC Asset IV (2022)	Immobilien A2GSCV	Jul 17 & Mrz 18	FV FRA	180	ja	3,25%		Bankhaus Lampe, Citigroup	***
Dt. Bildung SF II (II) (2027)	Studiendarlehen A2E4PH	Jul 17 & Jun 18	FV FRA	10	ja	4,00%		equinet Bank	***
Timeless Hideaways (2024)	Immobilien A2DALV	Aug 17	FV DÜS	10	n.bek.	7,00%		FinTech Group	**
Insofinance (2024)	Immobilien A2GSD3	Okt 17	FV MUC	8	nein	7,00%		Baader Bank	***
UBM Development III (2022)	Immobilien A19NSP	Okt 17	FV Wien & FRA	150	ja	3,25%		Raiffeisen BI, quirin bank	***
Euroboden II (2022)	Immobilien A2GSL6	Okt 17	FV FRA	25	ja	6,00%	BB- [®] (SR)	mwb fairtrade	***
GK Software WA (2022)	Firmensoftware A2GSM7	Okt 17	FV FRA	15	ja	3,00%		ICF	***
Photon Energy II (2022)	Erneuerbare Energien A19MFH	Okt 17	FV FRA	23	nein	7,75%	BB- [®] (CR)	Dero Bank ¹¹⁾ , Bankhaus Scheich	***
Metalcorp III (2022)	Metallhändler A19MDV	Okt 17/Apr 18	FV FRA	80	ja	7,00%	BB [®] (CR)	BankM	***
SCP Eisenbahnstraße (2021)	Immobilien A2E4FQ	Nov 17	FV FRA	10	nein	5,50%		Eigenemission	***
Vedes III (2022)	Spiele & Freizeit A2GSTP	Nov 17 & Feb 18	FV FRA	25	ja	5,00%		quirin Bank	***
Hylea (2022)	Nahrungsmittel A19S80	Dez 17	FV FRA	20	nein	7,25%		Eigenemission	***
ETL Freund & Partner III (2022)	Finanzdienstleistung A2E4HQ	Dez 17	FV MUC	10	ja	3,50%		Eigenemission	***
Neue ZWL Zahnradwerk III (2023)	Automotive A2GSNF	Dez 17	FV FRA	15	ja	7,25%	B [®] (CR)	quirin Bank	***
Euges BauWertPapier I (2022)	Immobilien A19S02	Dez 17	FV Wien & MUC	15	n.bek.	5,50%		Eigenemission	***
Euges WohnWertPapier I (2024)	Immobilien A19S03	Dez 17	FV Wien & MUC	25	n.bek.	4,25%		Eigenemission	***
7x7 Energieanleihe (2027)	Erneuerbare Energien A2GSF9	Jan 18	FV FRA	10	nein	4,50%		Eigenemission	**
Your Family Entertainment WA (2020)	Medien & Unterhaltung A2GSN8	Jan 18	FV MUC	4	ja	3,00%		Small & Mid Cap IB	**
Accentro II (2021)	Immobilien A2G87E	Jan 18	FV FRA	100	ja	3,75%		Oddo BHF	***
REA IV (2025)	Immobilien A2G9G8	Jan 18	FV HH	75	nein	3,75%		Eigenemission	***
S Immo II (2030)	Immobilien A19VV8	Feb 18	FV Wien & FRA	50	ja	2,88%		Erste Group Bank	***
S Immo I (2024)	Immobilien A19VV7	Feb 18	FV Wien & FRA	100	ja	1,75%		Erste Group Bank	*

BondGuide – 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⁾	Technische Begleitung durch ... ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),5)}
FCR Immobilien III (2023)	Immobilien A2G9G6	Feb 18	FV FRA	21	nein	6,00%	BB- ⁹⁾ (SR)	mwb fairtrade	***
Deutsche Börse V (2028)	Börsenbetreiber A2LQJ7	Mrz 18	Prime Standard	600	ja	1,13%	AA (S&P)	Deutsche Bank (AS), DZ Bank, Commerzbank	*
SRV Group (2022)	Baudienstleister A19YAQ	Mrz 18	FV FRA	75	ja	4,88%		OP Corporate Bank, Swedbank	**
R-Logitech (2023)	Logistik A19WVN	Mrz 18	FV FRA	25	ja	8,50%		BankM	***
Deutsche Rohstoff WA (2023)	Rohstoffbeteiligungen A2LQF2	Mrz 18	FV FRA	10	nein	3,63%	BB ⁹⁾ (CR)	ICF	***
Eyemaxx VI (2023)	Immobilien A2GSSP	Apr 18	FV FRA	30	ja	5,50%	BB ⁹⁾ (CR)	mwb fairtrade, equinet Bank	****
PNE II (2023)	Erneuerbare Energien A2LQ3M	Mai 18	FV FRA	50	ja	4,00%	BB ⁹⁾ (CR)	M.M. Warburg, IKB	***
Stern Immobilien II (2023)	Immobilien A2G8WJ	Mai 18	FV FRA	9	nein	6,25%	B+ ⁹⁾ (SR)	Bankhaus Scheich	***
Ferratum IV (2022)	Finanzdienstleister A2LQLF	Mai 18	Prime Standard	100	ja	5,18%	BBB+ ⁹⁾ (CR)	Pareto Securities	***
DEWB II (2023)	Industriebeteiligungen A2LQL9	Jul 18	FV FRA	11	nein	4,00%		Bankhaus Scheich	***
Underberg V (2024)	Spirituosen A2LQQ4	Jul 18	FV FRA	25	ja	4,00%	BB- ⁹⁾ (CR)	IKB	***
Mogo Finance (2022)	Finanzdienstleister A191NY	Jul 18	FV FRA	50	ja	9,50%		KNG, Bankhaus Scheich, RP Martin	****
Lang & Cie RE II (2023)	Immobilien A2NB8U	Aug 18	FV FRA	18	ja	5,38%		ICF	***
mybet Holding WA II (2020)	Sportwetten & Online-Casino A2G847	Dez 17	FV FRA	3	nein	6,25%	in Insolvenz	Lang & Schwarz	*
mybet Holding WA I (2020)	Sportwetten & Online-Casino A1X3GJ	Dez 15	FV FRA	0	ja	6,25%	in Insolvenz	Oddo Seydler Bank	*
Royalbeach II (2020)	Sportartikel A161LJ	Nov 15	FV MUC	3	nein	7,38%	in Insolvenz	Acon Actienbank	*
Beate Uhse (2019)	Erotikartikel A12T1W	Jul 14	FV FRA	30	ja	7,75%	in Insolvenz	Scheich & Partner (AS), youmex (LP)	*
Air Berlin V (2019)	Logistik AB100N	Mai 14	FV FRA	82	ja	5,63%	in Insolvenz		*
Air Berlin IV (2019)	Logistik AB100L	Mai 14	FV FRA	170	ja	6,75%	in Insolvenz		*
Air Berlin II (2018)	Logistik AB100B	Apr 11/Jan 14	FV S	225	ja	8,25%	in Insolvenz		*
Karlle Group (2021)	Heimtierbedarf A1TNG9	Jun 13	FV FRA	10	nein	5,00%	in Insolvenz	Viscardi (AS), Blättchen & Partner (LP)	*
Sanders II (2018)	Bettenzubehör A1X3MD	Okt 13/Jul 14	FV FRA	22	ja	8,75%	in Insolvenz	Oddo Seydler Bank (AS), Steubing (LP)	*
KTG Energie (2018)	Biogasanlagen A1ML25	Sep 12	FV FRA	50	ja	7,25%	in Insolvenz	Schnigge (AS), equinet Bank (LP)	*
Enterprise Holdings II (2020)	Finanzdienstleister A1ZWPT	Mrz 15	FV FRA	30	nein	7,00%	in Insolvenz	Dero Bank ¹¹⁾	*
KTG Agrar III (2019)	Agrarrohstoffe A11QGQ	Okt 14	FV FRA	92	ja	7,25%	in Insolvenz	Scheich & Partner (AS), youmex (LP)	*
Steilmann-Boecker II (2018)	Modehändler A12UAE	Sep 14	FV FRA	33	ja	7,00%	in Insolvenz	Oddo Seydler Bank	*
German Pellets GS (2021/unbegr.)	Brennstoffe A141BE	Nov 15	FV S	14	nein	8,00%	in Insolvenz	quirin bank	*
German Pellets III (2019)	Brennstoffe A13R5N	Nov 14	FV FRA	100	ja	7,25%	in Insolvenz	quirin bank	*
DF Deutsche Forfait (2020)	Exportfinanzierer A1R1CC	Mai 13	FV FRA	30	ja	2,00%	in Insolvenz	equinet Bank	*
MBB (2019)	Erneuerbare Energien A1TM7P	Mai 13	FV DÜS	n.bek.	nein	6,25%	in Insolvenz	Donner & Reuschel (AS), FMS (LP)	*
Penell (2019)	Elektronikdienstleister A11QQ8	Jun 14	FV DÜS	5	ja	7,75%	in Insolvenz	DICAMA	*
MT-Energie (2017)	Biogasanlagen A1MLRM	Apr 12	FV DÜS	14	nein	8,25%	in Insolvenz	ipontix	*

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform ¹⁾	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll- platziert	Kupon	Rating (Rating- agentur) ⁹⁾	Technische Begleitung durch ... ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),5)}
MIFA (2018)	Fahrradhersteller A1X25B	Aug 13	FV FRA	25	ja	7,50%	in Insolvenz	equinet Bank	*
Rena II (2018)	Technologie A1TNHG	Jun/Jul 13	FV FRA	34	nein	8,25%	in Insolvenz	IKB	*
Rena I (2015) ¹²⁾	Technologie A1E8W9	Dez 10	FV S	43	nein	7,00%	in Insolvenz	Blättchen FA	*
S.A.G. I (2015) ¹³⁾	Energiedienstleistung A1E84A	Nov/Dez 10	FV FRA	25	ja	6,25%	in Insolvenz	Baader Bank	*
S.A.G. II (2017)	Energiedienstleistung A1K0K5	Jul 11	FV FRA	17	nein	7,50%	in Insolvenz	Schnigge (AS), youmex (LP)	*
SiC Processing (2016) ¹⁴⁾	Technologie A1H3HQ	Feb/Mrz 11	FV FRA	80	nein	7,13%	in Insolvenz	FMS	*
			Summe	9.338	Ø	5,79%			
			Median	25,0		6,00%	B+		

- ¹⁾ FV = Freiverkehr (FRA = Frankfurt, DÜS = Düsseldorf, HH = Hamburg, H = Hannover, S = Stuttgart), MSB = Mittelstandsbörse, PM DÜS = Primärmarkt DÜS A, B, C, RM = Regulierter Markt;
²⁾ Einschätzung der Redaktion: Kombination u. a. aus aktueller Rendite, Bilanzstärke, Zinsdeckungsfähigkeit und wirtschaftlichen Perspektiven; ³⁾ Anleiherating, ansonsten Unternehmensrating;
⁴⁾ Nachplatzierung läuft; ⁵⁾ Rendite p.a. bis zur Endfälligkeit teilweise nur noch hypothetisch (drohender Ausfall, Stundung, Laufzeitverlängerung o.ä.); ⁶⁾ Ratingagenturen: CR = Creditreform; S&P = Standard & Poor's; EH = Euler Hermes; SR = Scope Rating; ⁷⁾ **Bondm: Bondm-Coach; 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);** ⁸⁾ Folgerating; ⁹⁾ Rating abgelaufen/nicht aktuell;
¹⁰⁾ unbeauftragte, überwiegend quantitative (Financial Strength) Ratings; ¹¹⁾ vormals VEM Aktienbank AG; ¹²⁾ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 15.12.2015 hinaus bewilligt; ¹³⁾ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 14.12.2015 hinaus bewilligt, 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 Skala von * bis ***** (am besten); Quelle: Eigene Recherchen, OnVista, Unternehmensangaben u. a.

Impressum

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

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Sascha Beck, Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Dr. Anne de Boer, Sascha Borowski, Peter de Coensel, Jakob Fichtner, Cosmin Filker, Marcel Goldmann, Christina Gündel, Dr. Matthias Gündel, Peter Thilo Hasler, Dr. Thorsten Kuthe, Uwe Nespethal, Lutz Pospiech, Josepha Rüberg, Wolfgang Schiller, Daniel O. Schindler, Dr. Mirko Sickinger, Robert Steininger, Verena Wachnitz, Ingo Wegerich

Interviewpartner: Hans-Jürgen Friedrich, Kai Jordan, Amel Lariani, Ralf Meinerzag

Verlag: BondGuide Media GmbH, c/o youmex AG, Taunusanlage 19 60325 Frankfurt am Main, HRB: 104008, Amtsgericht Frankfurt/Main 069/740 87 668, redaktion@bondguide.de; www.bondguide.de

Gestaltung: Holger Aderhold

Bilder: stock.adobe.com

Titelbild: © alswart – stock.adobe.com

Ansprechpartner Anzeigen: Marcel Wersching, GoingPublic Media AG; Tel.: 089/2000 339-30; Gültig ist die Preislise Nr. 1 vom 1. Juli 2016

Erscheinungstermine Online-Newsletter 2018: 17.9., 21.9., 5.10., 19.10., 2.11., 16.11., 30.11., 14.12. (14-täglich)

Kostenlose Registrierung unter www.bondguide.de

Nachdruck: © 2018 BondGuide Media GmbH, Frankfurt. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der BondGuide Media GmbH ist es nicht gestattet, diesen Newsletter oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

Disclaimer: Die BondGuide Media GmbH kann trotz sorgfältiger Auswahl und ständiger Verifizierung der Daten keine Gewähr für deren Richtigkeit übernehmen. Informationen zu einzelnen Unternehmen bzw. Emissionen stellen keine Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren dar. Wertpapiere von im BondGuide 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/impresum.

Aktuelle Emissionen

Unternehmen (Laufzeit)	Branche	Zeitraum der Platzierung	Plattform ¹⁾	Zielvolumen in Mio. EUR	Kupon	Rating (Rating-agentur) ⁶⁾	Banken (sonst. Corporate Finance/Sales) ⁷⁾	BondGuide-Bewertung ^{2),5)}	Seiten
DEAG	Entertainment	vsl. Sep./Okt.	vsl. FV FRA	n.n.bek.	n.n.bek.		IKB Deutsche Industriebank	folgt	
Homann Holzwerkstoffe III	Holzwerkstoffe	2018?	vsl. FV FRA	n.n.bek.	n.n.bek.	B+ (CR)	n.n.bek.	folgt	BondGuide #10/2018, S. 12
Photon Energy II	Erneuerbare Energien	läuft ³⁾	FV FRA	30 ⁴⁾	7,75%	–	Bankhaus Scheich	***(*)	BondGuide #22/2017, S. 10
Africa GreenTec	Erneuerbare Energien	läuft	n.n.bek.	10 (100k Stcklg)	6,5%	–	Eigenemission	folgt ggf.	
SUNfarming	Erneuerbare Energien	verschoben, vsl. H2-2018	FV FRA	15	6,5%	–	BankM (FinTech Group Bank), GBR FS, DICAMA (FA)	folgt	BondGuide #14/2018, S. 11
Sleepz WA	Home & Living	läuft ³⁾	vsl. FV FRA	7 (100k Stcklg)	6,0%	–	FinTech Group Bank	folgt ggf.	BondGuide #17/2018, S. 16
FCR Immobilien III	Immobilien	läuft ³⁾	FV FRA	25	6,0%	–	mwb fairtrade	****	BondGuide #03/2018, S. 15
Deutsche Lichtmiete	Industriedienstleister	läuft ³⁾	n.n.bek.	10	5,75%	–	Eigenemission	****	BondGuide #13/2018, S. 16
7x7 Energieanleihe	Erneuerbare Energien	läuft ³⁾	FV FRA	10	4,5%	–	Eigenemission	folgt ggf.	
ViennaEstate	Immobilien	vsl. 1.-22.10. ³⁾	n.n.bek.	7 (100k Stcklg) ³⁾	3,75%	–	Wiener Privatbank	folgt ggf.	BondGuide #18/2018, S. 14
REA IV	Immobilien	läuft ³⁾	FV HH	75	3,75%	–	Eigenemission	****	BondGuide #03/2018, S. 18

I) Zwischenergebnis der Anleiheplatzierung (Stand vom 09.08.2018): Der Gesamtbetrag von 22.559 Mio. EUR wurde gezeichnet. Das öffentliche Angebot endet am 20.09.2018. **II)** Seit Ablauf der Bezugsfrist vom 17.-31.08.2018 werden nicht bezogene Sleepz-WA-TSV 2018/21 im Nennbetrag von jeweils 100.000 EUR (WKN: A2LQSV) Aktionären sowie Dritten im Wege einer Privatplatzierung voraussichtlich noch bis Anfang Oktober angeboten. **III)** Anleger können die FCR-III-Anleihe 2018/23 (WKN: A2G9G6) laut Wertpapierprospekt bis zum 21.01.2019 direkt über den Emittenten oder über die Börse ordern. **IV)** Anleger können die „EnergieEffizienzAnleihe 2022“ (WKN: A2G9JL) ab einem Mindestnominalbetrag von 2.500 EUR laut Wertpapierprospekt bis zum 05.02.2019 direkt über den Emittenten ordern. **V)** Anleger können die 7x7 Energieanleihe 2018/27 (WKN: A2GSF9) ab einem Mindestnominalbetrag von 5.000 EUR laut Wertpapierprospekt bis zum 30.11.2018 direkt über den Emittenten ordern. **VI)** Angeboten wird eine nachrangige Unternehmensanleihe 2018/23 über bis zu 7 Mio. EUR zzgl. Aufstockungsmöglichkeit auf bis zu maximal 10 Mio. EUR, die Mindestzeichnungssumme je TSV lautet auf nominal 100.000 EUR. **VII)** Anleger können die REA IV-Anleihe 2018/25 (WKN: A2G9G8) laut Wertpapierprospekt bis zum 21.01.2019 direkt über den Emittenten ordern.

¹⁾ Scale (vorm. Entry Standard), FV = Freiverkehr (FRA = Frankfurt, DÜS = Düsseldorf, HH = Hamburg, H = Hannover, MUC = München, S = Stuttgart), MSB = Mittelstandsbörse, PM DÜS = Primärmarkt DÜS A, B, C, PS = Prime Standard; ²⁾ Einschätzung der Redaktion: Kombination u.a. aus aktueller Rendite, Bilanzstärke, Zinsdeckungsfähigkeit und wirtschaftlichen Perspektiven; ³⁾ Anleihenrating, ansonsten Unternehmensrating; ⁴⁾ Nachplatzierung läuft; ⁵⁾ Veränderung im Vergleich zum letzten BondGuide (grün/rot); ⁶⁾ Ratingagenturen: CR = Creditreform; S&P = Standard & Poor's; EH = Euler Hermes; SR = Scope Rating; ⁷⁾ CF/S = Corporate Finance/Sales (nur Lead) – Skala von * bis **** (am besten); Quelle: Eigene Recherchen, OnVista, Unternehmensangaben

Handelsvoraussetzungen & Folgepflichten: die Plattformen im Vergleich

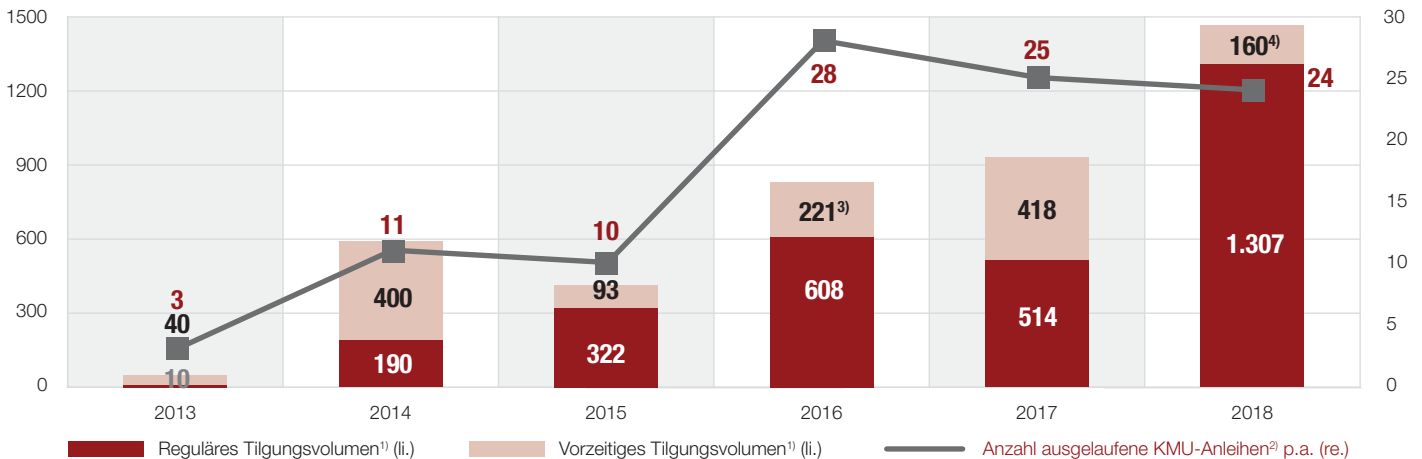
	Bondm Stuttgart	Scale FWB ⁵⁾	Prime Standard FWB	m:access München	Primärmarkt DÜS ⁴⁾	Mittelstands-Börse HH-H
Zielvolumen ¹⁾	15–200 Mio. EUR	ab 20 Mio. EUR	ab 100 Mio. EUR	ab 10 Mio. EUR	ab 10 Mio. EUR	–
Stückelung	1.000 EUR	bis 1.000 EUR	1.000 EUR	bis 1.000 EUR	bis 1.000 EUR	–
Rating	verpflichtend ²⁾	verpflichtend ²⁾	verpflichtend ²⁾	verpflichtend	nicht verpflichtend	optional
Begleitung durch ...	Bondm-Coach	Capital Market Partner	Listing Partner	Emissionsexperten	Kapitalmarktpartner	optional
Besonderheiten	keine Finanztitel	gebilligter Prospekt; keine Nachranganleihen; best. Finanzkennzahlen-Relationen; Unternehmen > 2 Jahre	kein Branchenauschluss	kein Branchenauschluss; Unternehmen > 3 Jahre	Subsegmente A, B, C; keine reinen Privatanlegerplatzierungen; DFVA-Standards	kein Branchenauschluss; Prospektzusammenfassung
bisher notiert	2	11	10	1	A (0), B (1), C (2)	1
Jahresabschluss	bis +6 Mon.	bis +6 Mon.	bis +4 Mon.	nur Kernaussagen	bis +6 Mon.	bis +6 Mon.
Zwischenbericht	bis +3 Mon.	bis +4 Mon.	bis +3 Mon.	–	bis +3 Mon.	–
Ad-hoc-Pflicht	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾

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

⁴⁾ Mittelstandsmarkt DÜS ist eingeschult, dafür PM DÜS A, B, C; A = risikoloser Zins + ≤2%; B = risikoloser Zins + 2 bis 4%; C = risikoloser Zins + >4%;

⁵⁾ Scale ersetzt seit dem 01.03.2017 den Entry Standard für Unternehmensanleihen und Aktien der Deutschen Börse AG
Quelle: Eigene Darstellung, u.a. Websites und Regelwerke der Betreiber; ohne Gewähr und Anspruch auf Vollständigkeit

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

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

⁴⁾ Vorzeitige Kündigung Smart Solutions 2013/18 (WKN: A1X3MS) mit zuvor herabgesetzter Hauptforderung auf 1,3 Mio. EUR (urspr. 13 Mio. EUR).

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	8	Offiziell am 11.12.2014
HanseYachts I (2014)	A1X3GL	Dez 13	4	Offiziell am 15.12.2014
Grand City Properties (2020)	A1HLGC	Jul 13/Apr 14	18	Vorzeitig am 05.01.2015 zu 100%
Wild Bunch (Senator I) (2015)	A11QJD	Jun/Sep 14	10	Offiziell am 25.03.2015
6B47 RE Investors (2015)	A1ZKC5	Juni 14	10	Offiziell am 19.06.2015
PCC I (2015)	A1HGMS	Apr 11	30	Offiziell am 01.07.2015
Katjes I (2016)	A1KRBM	Jul 11/Mrz 12	45	Vorzeitig am 20.07.2015 zu 101%
KTG Agrar I (2015)	A1ELQU	Aug/Sep 10	40	Offiziell am 15.09.2015
Air Berlin I (2015)	AB100A	Nov 10	196	Offiziell am 10.11.2015
AWW Grund (2015)	A1EBX6	Mai 11	11	Offiziell am 01.12.2015
PCC II (2015)	A1KQJ0	Sep 11/Apr 12	25	Offiziell am 01.12.2015
Reiff Gruppe (2016)	A1H3F2	Mai 11	30	Vorzeitig am 21.12.2015 zu 100%
MAG IAS (2016)	A1RBEY	Jan/Feb 11	50	Offiziell am 08.02.2016
For value REIT WA (2020)	A13DA	Jan 15	9	Vorzeitig am 19.02.2016 zu 100%
WZB I (2016)	A1R07G	Dez 11	3	Offiziell am 19.02.2016
REIT Group (2016)	A1R07G	Dez 11	3	Offiziell am 19.02.2016
Gesamtanzahl getilgte KMU-Anleihen			101	
Reguläres Tilgungsvolumen			2.950	
Vorzeitiges Tilgungsvolumen			1.332	
Gesamtes Tilgungsvolumen 2013 bis 2018			4.282	

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

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	78	Insolvenzantrag in EV am 26.03.2014
Strenesse	12	Insolvenzantrag in EV am 16.04.2014
Mox Telecom	35	Insolvenzantrag in EV am 17.06.2014
Schneiseurope	10	Insolvenzantrag in EV am 18.03.2014
Travis Lang	2	Insolvenzantrag in EV am 20.03.2014
<input type="checkbox"/>		
Ausgefallenes Anleihe-Volumen	2.657	
Insolvente Emittenten	43	
Ausgefallene KMU-Anleihen	56	

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

Quelle: BondGuide Research; ohne Gewähr und Anspruch auf Vollständigkeit

League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt seit 2009 und 2014

TOP 3 Banken/Sales/Platzierung: ¹⁾			
Bank/Platzierer (Anzahl der Emissionen seit 2009)		Bank/Platzierer (Anzahl der Emissionen seit 2014)	
Oddo Seydler	53	ICF	18
equinet	28	Oddo Seydler	17
youmex	25	quirin	12

TOP 3 Advisory/Corporate Finance:			
Advisor (Anzahl der Emissionen seit 2009)		Advisor (Anzahl der Emissionen seit 2014)	
Conpair	17	DICAMA	7
FMS	16	AALTO Capital	6
DICAMA	14	Conpair	5

TOP 3 Kanzleien:			
Kanzlei (Anzahl der Emissionen seit 2009)		Kanzlei (Anzahl der Emissionen seit 2014)	
Norton Rose	55	Heuking Kühn Lüer Wojtek	22
Heuking Kühn Lüer Wojtek	39	Norton Rose	18
GSK	25	Clifford Chance, Noerr	je 8

TOP 3 Technische Begleitung der Emission: ²⁾			
Begleiter (Anzahl der Emissionen seit 2009)		Begleiter (Anzahl der Emissionen seit 2014)	
Oddo Seydler	46	Oddo Seydler	17
equinet, quirin	je 20	ICF	13
ICF	16	quirin	12

¹⁾ sofern Daten vorhanden

²⁾ Bondm: Bondm-Coach; Scale (vorm. Entry Standard): Capital Market Partner (CMP) bzw. Antragsteller (AS), Listingpartner (LP); PM DÜS: Kapitalmarktpartner; MSB: Makler; m:access: Emissionsexperte; FV: Antragsteller (sofern bekannt)

TOP 3 Kommunikationsagenturen:			
Agentur (Anzahl der Emissionen seit 2009)		Agentur (Anzahl der Emissionen seit 2014)	
Better Orange	31	Better Orange	15
Biallas	25	edicto	10
IR.on	23	IR.on	7

Hinweis: Berücksichtigt sind ausschließlich die in der Mastertabelle (S. 58–62) notierten Anleihen.

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.

Fälligkeit

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“.



GÖRG

IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI

WIR VERSTEHEN UNSER GESCHÄFT. WEIL WIR IHRES VERSTEHEN.

Wirtschaft funktioniert nicht einfach nach Schema F. Wirtschaft lebt von Ideen – genauer, von den Menschen, die sie haben und umsetzen. GÖRG ist die Wirtschaftskanzlei, die solche Menschen nicht nur versteht, sondern aktiv auf ihrem Weg begleitet, berät und unterstützt. Kompetent, pragmatisch, partnerschaftlich.

Vereinte Kräfte – für Ihren Erfolg

www.goerg.de

DR. BERNT PAUDTKE | PARTNER
ALEX KARL | HEAD OF OPERATIONS | TECHFOUNDERS

BERLIN
Tel. +49 30 884503-0

FRANKFURT AM MAIN
Tel. +49 69 170000-17

HAMBURG
Tel. +49 40 500360-0

KÖLN
Tel. +49 221 33660-0

MÜNCHEN
Tel. +49 89 3090667-0


Spitzenkompetenz für Corporate Finance Lösungen



Anleihe € 400 Mio.
6,125%
2010 / 2017

Financial
Advisor


2014



Anleihe € 74 Mio.
6,500%
2010 / 2015

Financial
Advisor

2015



Anleihe € 183 Mio.
8,500%
2012 / 2017

Financial
Advisor

2016



Anleihe € 30 Mio.
7,750%
2014 / 2019

Financial
Advisor



Anleihe € 45 Mio. / 8,500%
2013 / 2017

Anleihe € 15 Mio.
2014 / 2017

Financial
Advisor


2017 - akt



Anleihen € 225 Mio.
8,250%
2011 / 2018

Financial
Advisor

2017 - aktuell



Anleihe € 300 Mio.
1,750%
2015 / 2022

Financial
Advisor

2018 - aktuell



MÜNCHEN FRANKFURT LONDON

www.onesquareadvisors.com