



## 2015, ein spannendes Jahr für Mittelstandsanleihen

**Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Meinerzag (CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I) regelmäßig zum Markt für Mittelstandsanleihen und Fragen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. In dieser Ausgabe befassen wir uns mit der zukünftigen Entwicklung des Mittelstandsmarkts. Wie wird sich der Markt 2015 nach dem langsamen Jahresbeginn entwickeln? Kommt es zu einer ähnlichen Zurückhaltung wie im Jahr 2014?**

In den Schlagzeilen der vergangenen Wochen sind häufig Überschriften wie „Firmenanleihen droht stiller Tod“ oder „Ende der Mittelstandsanleihe“ zu lesen. Auch die Börsenlandschaft ist in Bewegung: In Stuttgart läuten die Totenglocken für das Segment bondm, in Düsseldorf wird der Mittelstandsmarkt abgeschafft - gleichzeitig aber ein Neustart gewagt. Doch es gibt auch positive Zeichen. Der Stuttgarter MiboX-Index ist seit Jahresbeginn im Aufwind und hat die 100% Marke erstmals seit über 6 Monaten wieder in Sicht. Die erste Neuemission des Jahres, die Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH, wurde sehr erfolgreich am Kapitalmarkt angenommen. Und bereits bei fünf Anleihen, deren Refinanzierung im Jahr 2016 ansteht, konnte frisches Kapital über eine Folgeanleihe eingesammelt werden. Dies zeigt: Wenn Kennzahlen und Strategie stimmig sind, können Investoren weiterhin überzeugt werden.

Viele Mittelstandsanleihen wurden mit einer Laufzeit von fünf Jahren begeben. Betrachtet man die die Pflicht der Unternehmen, sich frühzeitig um Prolongierung und Refinanzierungsalternativen zu kümmern, rechnen wir daher für das Jahr 2015 mit weniger Zurückhaltung als 2014. Die sogenannte „große Refinanzierungswelle“ rollt an. So müssen im laufenden Jahr noch drei Anleihen im Volumen von 70 Mio. Euro refinanziert werden. Darunter die Anleihe der KTG Agrar, deren Refinanzierung allgemein als gesichert gilt. Jedoch wurde das Umtauschangebot der Gesellschaft im Jahr 2014 nur von 20% der Investoren angenommen. Richtet man den Blick auf das Jahr 2016, wurden bereits fünf fällige Anleihen durch Emission einer Folgeanleihe refinanziert, frühzeitig gekündigt oder die Laufzeit der Anleihe mit Zustimmung der Gläubigerversammlung verlängert. Es werden aber weiterhin noch 20 Mittelstandsanleihen mit einem Gesamtvolumen von 545 Mio. Euro fällig. „Bei 65% der Mittelstandsanleihen, die im Jahr 2016 zur Refinanzierung anstehen, befindet sich der Kurs über pari. Nur 10% der Anleihen notieren unter einem Kurs von 85%. Hier muss man schon sehr überzeugende Argumente für ein erneutes Engagement der Investoren finden. Emittenten, deren Entwicklung stabil geblieben ist, werden Investoren erneut für sich gewinnen können. Wir erwarten, dass sich die Emissionsaktivität im Jahr 2015 erholen wird“, führt Ralf Meinerzag, CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I, aus.

Auch die für Anleihen von kleinen und mittleren Unternehmen konzipierten Börsensegmente sind im Wandel. So teilt die Börse Düsseldorf zukünftig die KMU-Anleihen in verschiedene Klassen ein, die sich ausschließlich an der Höhe des Kupons orientieren. Eine Anleihe, die mit einem höheren Kupon ausgestattet ist, beinhaltet demnach automatisch ein höheres Risiko. Unternehmen brauchen hier künftig kein Rating mehr. Unter institutionellen Investoren, die nicht ausschließlich auf den Kupon fixiert sind, ist diese Entwicklung umstritten. So ließ sich in der Vergangenheit oft beobachten, dass Anleihen zwar mit geringem Kupon und guten Rating auf den Markt kamen, in den Monaten vor dem Ausfall jedoch die Beobachtung der Ratingagenturen dazu führte, dass das Emittenten- bzw. Emissionsrating nach unten korrigiert wurde. Dieser Möglichkeit hat sich die Börse in Düsseldorf beraubt, eine einmal getroffene Klassifikation ist nicht mehr rückgängig zu machen.

Die Frankfurter Börse geht mit dem „Best Practice Guide“ – einem Empfehlungshandbuch für Anleiheemissionen, das bereits im April 2014 veröffentlicht wurde – mit gutem Beispiel voran und nimmt den gesamten Prozess einer Anleihe-Emission in den Blick. Die Kuponhöhe richtet sich u.a. nach dem Pre-Sounding, in dem sich institutionelle Anleger, zu denen auch Fonds gehören, äußern können. Auch die Prospekterstellung, der Ablauf der Road-Show und die für den gesamte Prozess extrem



## Standpunkt German Mittelstand



wichtige Due Diligence werden im „Best Practice Guide“ thematisiert. Am Kupon lässt sich nicht unbedingt die Besicherung ablesen, die aber für den Investor in eine Anleihe eine große Rolle spielt. Hierzu sagt Ralf Meinerzag: „Eine Anleihe ist letztendlich eine Fremdkapitalzufuhr, die selbst als Hochzinsanleihe nicht der Renditeerwartung einer Risiko-Eigenkapitalzufuhr entspricht. Insofern muss am langen Ende der Anleihe immer die Rückzahlung stehen. Dafür sollten während der Due Diligence die Strategie des Unternehmens wie auch die Verwendung der Emissionserlöse hinterfragt werden.“ Ferner sieht der „Best Practice Guide“ die Erfüllung von Finanzkennzahlen, u.a. zur Kapitaldienstdeckung, Verschuldung und Kapitalstruktur vor. Verbindlich ist das Handbuch der Frankfurter Wertpapierbörse bislang nicht. Emittenten und Emissionshäuser sollten jedoch möglichst nahe daran agieren. Denn nur Unternehmen, die sich den höheren Anforderungen stellen, werden sich über eine Mittelstandsanleihe zukünftig finanzieren bzw. refinanzieren können. „Im Interesse des Marktes und der Unternehmen sollten das Emissionshaus wie auch die Börse mehr in Vorleistung gehen. Sollten Kennzahlen vor oder auch nach der Anleiheplatzierung grob verfehlt werden, muss es zumindest gut begründet sein, warum dies zulässig ist. Ausgestaltungsformen wie beispielsweise eine den Umständen angemessene Besicherung der Anleihe sollten dabei von Bedeutung sein“, zieht Ralf Meinerzag die Emittenten, Emissionshäuser aber auch die Börse in die Verantwortung.

### **Standpunkt German Mittelstand**

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

STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I  
16. März 2015

Kontakt: Ralf Meinerzag +49 69 297 16 172, [sgmf@steubing.com](mailto:sgmf@steubing.com), [www.germanmittelstandfund.de](http://www.germanmittelstandfund.de)