



PLATZIERUNG & HANDEL

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

Anpassung & Aufwertung

Optionen zur Refinanzierung auslaufender Mittelstandsanleihen

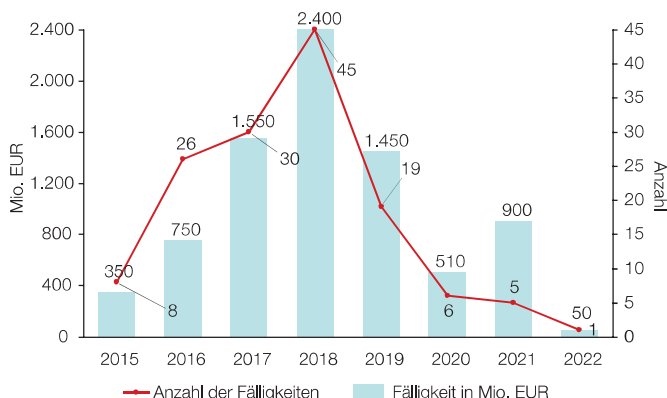
Aufgrund des Auslaufens von Mittelstandsanleihen rechnen wir in den nächsten Jahren mit einer Refinanzierungswelle in Höhe von 8 Mrd. EUR. Allein in den Jahren 2016 bis 2019 müssen 120 Emittenten ein Volumen von über 6 Mrd. EUR refinanzieren. Der durch Minibonds finanzierte Mittelstand steht damit vor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

reninteresse kurzfristig absagen. Dagegen konnte die Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig Mitte Februar bereits nach einer Stunde ihre zweite Anleihe in Höhe von 25 Mio. EUR voll platzieren. Das zeigt, dass zwar grundsätzlich Liquidität im Anleihemarkt vorhanden ist, diese aber nur noch partiell zur Verfügung gestellt wird. Trotz vergleichbarem Rating und vergleichbaren Covenants hat der Markt völlig unterschiedlich reagiert. Dies verdeutlicht, wie nervös und unberechenbar der Markt für Mittelstandsanleihen aktuell ist und was die Emittenten für ihre anstehenden Refinanzierungen ggf. erwartet.

Klassische Refinanzierungsmodelle kaum darstellbar

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

Fälligkeitsprofil von Mittelstandsanleihen



Quelle: One Square Advisors GmbH

Optionen zur Refinanzierung	
Public Placement <ul style="list-style-type: none"> • Neue Anleihe • Schuldscheine • Wandelanleihen • Genusssrechte • Mezzanine • Eigenkapital 	Private Placement <ul style="list-style-type: none"> • Banken • Schuldscheine • Genusssrechte • High Yield

Quelle: One Square Advisors GmbH

Aktuelles Marktumfeld ist nervös

Das aktuelle Marktumfeld ist geprägt von entstandenem Vertrauensverlust. So musste z.B. die SAG Motion ihre für Dezember 2014 geplante Anleiheemission mangels Investo-

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

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

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

„Anpassung & Aufwertung“

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



Foto: Dürr AG

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



Quelle: BondGuide

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

Deutliche Kostenvorteile des „A&A“-Konzepts

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

Ausblick: Neue Wege sind gefragt!

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