

BOND MAGAZINE

DAS MAGAZIN FÜR EMITTENTEN UND INVESTOREN AM ANLEIHENMARKT

7. Jahrgang – Ausgabe 120 – 21.08.2018 – www.fixed-income.org

INHALT 21.08.2018

Editorial Seite 3

Kurz notiert Seite 4

Hintergrund
Neues Wertpapierprospektgesetz:
dem börsennotierten Mittelstand
in den Rücken gefallen Seite 6

Neuemissionen
Interview mit Oliver Bormann,
SLEEPZ AG Seite 8

Investment
Analyse Photon Energy N.V. Seite 10

Türkeikrise – kein Grund,
ins Schwitzen zu kommen Seite 12

Analyse
Heidelberger Druckmaschinen AG Seite 14

Dollar-Korrektur bietet
Chancen bei Emerging
Markets-Anleihen Seite 16

Überhitzen die
Fixed Income-Märkte? Seite 17

Interview mit Arnaud Brillois,
Lazard Convertible Global Funds Seite 18

Langfristig ist Vorsicht bei
Hochzinsanleihen geboten Seite 20

Flache US-Zinsstrukturkurve:
Konjunkturlage spricht für
Unternehmensanleihen mit
kürzeren Laufzeiten Seite 22

Hoher Sicherheitsfokus
behindert Ertragschancen Seite 23

Chinas tickende Zeitbomben Seite 24

Eskalation des Handels-
krieges könnte das Welt-
wirtschaftswachstum ausbremsen Seite 26

Impressum Seite 3

Veranstaltungshinweise:

Forum Financials & Real Estate
6. September 2018
Hotel Hilton, Frankfurt
www.src-research.de/ffs

DVFA Immobilien Forum
13.11.2018
DVFA Center, Frankfurt
www.dvfa.de

Photon Energy N.V.

Starkes Halbjahresergebnis und stabile, planbare Cashflows



Text: Christian Schiffmacher

Die Photon Energy N.V. hat im Oktober letzten Jahres eine 5-jährige Unternehmensanleihe mit einem Kupon von 7,75% p.a. (bei vierteljährlicher Zinszahlung) und einem Volumen von bis zu 30 Mio. Euro emittiert. Die Anleihe erscheint aus mehreren Gründen für Anleger interessant: Die Gesellschaft erzielt mit ihren be-

stehenden Solarparks stabile Cashflows, die kürzlich kommunizierten Halbjahreszahlen befinden sich wieder auf Rekordniveau und die Anleihe, die bislang nachplatziert wurde, dürfte sehr bald ihr Zielvolumen erreicht haben, was sich positiv auf die Kursentwicklung auswirken könnte.

Weiter auf Seite 10.

Heidelberger Druckmaschinen AG

Subskriptionsmodell birgt Fantasie



Text: Christian Schiffmacher

Die Heidelberger Druckmaschinen AG hat bislang Druckmaschinen verkauft. Wachsen möchte die Gesellschaft künftig insbesondere durch das neue „Subskriptionsmodell“. Dabei werden die Maschinen quasi langfristig verliehen, die Heidelberger Druckmaschinen AG liefert zudem die Verbrauchsmaterialien und kümmert sich um

den Service. Der Kunde zahlt einen festen Preis für jedes gedruckte Produkt. Damit erzielt die Gesellschaft wiederkehrende Umsätze. Wenn die Strategie aufgeht, können Anleger u.a. mit der Wandelanleihe 2015/22 profitieren, die allerdings eine Stückelung von 100.000 Euro hat.

Weiter auf Seite 14.

*Damit Sie den
richtigen Weg finden.*



Kontakt

Quirin Privatbank
Kapitalmarktgeschäft
www.quirinprivatbank.de
kapitalmarktgeschaeft@quirinprivatbank.de

Holger Clemens Hinz
Leiter Kapitalmarktgeschäft
+49 (0)69 247 50 49-30
holger.hinz@quirinprivatbank.de

Die erfahrensten Kapitalmarktspezialisten für Ihre Finanzierung

Ist es Ihnen wichtig, eine erfolgreiche Finanzierungsform im Kapitalmarktdschungel zu finden? Wollen Sie Outperformance durch ehrlichen Dialog erzielen? Oder die beste Anlage als Erster entdecken?

Für alle Unternehmen und Investoren, die noch etwas vorhaben – wir stehen Ihnen gerne zur Seite:

- ◆ Erfahrung aus über 250 erfolgreichen Transaktionen mit mehr als 6,5 Mrd. Euro Platzierungsvolumen
- ◆ Privatbank-Prinzip: für uns zählt das erfolgreich finanzierte Unternehmen und die Menschen dahinter
- ◆ Zugang zu mehr als 300 Investoren in den europäischen Finanzmetropolen



Kapitalerhöhung



Unternehmensanleihe



Umplatzierung
Aktien

klug beraten.

Anleger selektieren stärker, weitere Neuemissionen erwartet



Christian Schiffmacher
Chefredakteur

Die SUNfarming GmbH musste ihre geplante Anleiheemission absagen. Insbesondere die Sicherheitenstruktur wurde von Investoren wohl kritisch gesehen. So ist zumindest fraglich, ob die Sicherheiten für die Anleihegläubiger überhaupt einen (positiven) Wert haben. Wir hatten in der letzten Ausgabe des BOND MAGAZINE darüber berichtet.

Bei Photon Energy läuft es hingegen deutlich besser. Die Zahlen für das erste Halbjahr konnten überzeugen, und die Gesellschaft ist auf einem guten Weg, ihre Anleihe 2017/22 voll zu platzieren. Dies zeigt, dass Investoren auch bei Solarunternehmen wieder deutlich stärker selektieren – und das ist auch gut so! Details zur Photon Energy-Anleihe sind auf den Seiten 10 und 11 zu finden.

An dieser Stelle möchte ich Sie auch auf den Artikel von Holger Clemens Hinz, Leiter Corporate Finance der Quirin Privatbank, zum neuen Wertpapierprospektgesetz hinweisen (Seiten 6 und 7). Wie auch der Autor, unterstützen wir die Initiative des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V. zur Korrektur des neuen Gesetzes, der eine Stimmensammlung ins Leben gerufen hat. Auf deren Basis wird eine entsprechende Petition an das Bundesministerium für Finanzen gerichtet. Helfen auch Sie mit, den Gesetzesrahmen den Bedürfnissen Ihres Unternehmens und/oder Ihrer Geschäftspartner im börsennotierten Mittelstand im Sinne der Anleger praktikabel zu ändern. Die Unterschriftensammlung finden Sie unter diesem Link: www.kapitalmarkt-kmu.de/wp-4a2a8-content/uploads/2018/08/Unterschriftensammlung_Petition_KMU.pdf.

Nach einem kleinen Sommerloch erwarte ich für September und Oktober wieder eine Reihe von interessanten Neuemissionen.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen

Christian Schiffmacher

Impressum

BOND MAGAZINE 120, 21.08.2018

Verlag: Institutional Investment Publishing GmbH, Raiffeisenring 1, 76831 Eschbach, www.fixed-income.org, Tel: +49 (0) 63 45 / 959 46-51, Fax: +49 (0) 63 45 / 959 46-52

Redaktion: Christian Schiffmacher (Chefredakteur), Stefan Scharff, Robert Steiniger

Interviewpartner: Oliver Bormann, Arnaud Brillois

Bildredaktion: Denny Guzman Gonzalez, Angelika Schiffmacher

Korrektorat: Anke Springer

Gestaltung/Layout: signalrot – grafik & kommunikations design, Stephan Hörmann, 88048 Friedrichshafen

Disclaimer Die Institutional Investment Publishing GmbH kann trotz sorgfältiger Auswahl und ständiger Überprüfung der recherchierten und durch die von den jeweiligen Unternehmen zur Verfügung gestellten Daten keine Gewähr für deren Richtigkeit übernehmen. Informationen zu einzelnen Unternehmen bzw. Emissionen stellen keine Aufforderung zur Zeichnung und zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren dar. Eine Investitionsentscheidung sollte nicht auf Grundlage dieses Dokumentes und von Artikeln bzw. Interviews erfolgen.

Wertpapiere von im BOND MAGAZINE, BONDBOOK/BOND YEAR-BOOK, GREEN BONDS bzw. auf www.fixed-income.org und auf www.greenbonds.com genannten Unternehmen können zum Zeitpunkt der Erscheinung der Publikation von einem oder mehreren Mitarbeitern der Redaktion und/oder Mitwirkenden gehalten werden.

Darüber hinaus können die Mitarbeiter der Redaktion und/oder Mitwirkende einen Interessenkonflikt haben, da sie teilweise neben ihrer journalistischen/analytischen Tätigkeit auch anderen, unternehmensberatenden Tätigkeiten, u.a. im

Bereich der Fremd- und Eigenkapitalbeschaffung, nachgehen können. Die Institutional Investment Publishing GmbH hat hierfür interne Verhaltensregeln und Compliance-Richtlinien erlassen.

Nachdruck: © 2010–2018 Institutional Investment Publishing GmbH, Eschbach. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Vervielfältigungen oder Verbreitung mittels elektronischer Medien sind grundsätzlich nicht gestattet. Ausnahmen nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Verlages.

EUR Corporate Bonds (Überblick)

Anleihe	ISIN	Laufzeit	Kupon	Kurs	Rendite
4finance S.A. 2016/21	XS1417876163	20.05.2021	11,250%	105,12	9,5%
Bayer AG 2014/74	DE000A11QR73	01.07.2074	3,750%	101,19	3,6%
Bilfinger SE 2012/19	DE000A1R0TU2	01.07.2019	2,375%	102,50	0,5%
Peugeot S.A. 2017/24	FR0013245586	23.03.2024	2,000%	102,75	1,5%
SRV Group Plc 2016/21	FI4000198122	23.03.2021	6,875%	105,15	4,8%
ThyssenKrupp AG 2015/25	DE000A14J587	25.02.2025	2,500%	105,30	1,9%
T-Mobile USA, Inc. 2017/27*	US87264AAT25	15.04.2027	5,375%	100,20	5,3%

*) USD-Anleihe; Stand: 20.08.2018



Michael Sauerbrey verstärkt Sales-
team von Muzinich & Co

Der auf Unternehmensanleihen und -kredite spezialisierte Asset-Manager Muzinich & Co hat Michael Sauerbrey zum neuen Director Institutional Sales ernannt. Als Teil des Vertriebsteams verstärkt er seit Mitte August das Geschäft mit institutionellen Kunden wie Versorgungswerken, Pensionsfonds und Versicherungen. Muzinich & Co setzt damit den in Deutschland eingeschlagenen Expansionskurs konsequent fort und stellt das Salesteam für weiteres Wachstum auf.

Michael Sauerbrey (41) verfügt über fast 20 Jahre Expertise in der Beratung institutioneller Kunden in Deutschland und Österreich. Im Mittelpunkt seiner für renommierte Kreditinstitute ausgeübten Tätigkeit standen hier vor allem auf Kunden maßgeschneiderte Lösungen aus dem Fixed Income-Bereich. Vor seinem Engagement bei Muzinich & Co war er als unabhängiger Placement Agent für verschiedene Asset-Manager zu Private Debt-Themen tätig, wie Infrastruktur oder Senior Secured Loans.

Markus Taubert, Country Head Germany, sagt: „Wir freuen uns sehr, mit Michael Sauerbrey einen erfahrenen und vielseitigen Sales-Experten bei Muzinich & Co begrüßen zu dürfen. Mit seiner langjährigen Erfahrung über eine Vielzahl von Produkten hinweg und seinem tiefen Verständnis für die Bedürfnisse institutioneller Investoren ist er eine hervorragende Verstärkung für unser Team hier in Deutschland. Sein umfangreicher Bankenhintergrund und starkes Netzwerk ergänzen uns in idealer Weise.“

Michael Sauerbrey sagt: „Ich freue mich sehr auf mein neues Engagement bei Muzinich & Co. Mit der Tradition als über 30 Jahre unabhängiger Asset-Manager stellt Muzinich & Co mit seinem klaren Fokus auf Corporate Credit eine besonders interessante berufliche Herausforderung dar. Ich möchte aktiv meinen Teil dazu beitragen, diese Wachstumsgeschichte fortzuschreiben.“



Volkswagen Arteon © Volkswagen AG

Volkswagen Finanzdienstleistungen
mit erfolgreichem Kapitalmarktstart
in das zweite Halbjahr

Die Volkswagen Finanzdienstleistungen haben erfolgreich Anleihen in Euro (EUR), russischen Rubel (RUB) und britischen Pfund (GBP) platziert. „Die attraktiven Refinanzierungsbedingungen in den letzten Monaten waren ein Grund für unser sehr gutes Halbjahresergebnis. Deshalb ist es umso erfreulicher, dass wir auch in die zweite Jahreshälfte mit erfolgreichen Emissionen in drei wichtigen Währungen gestartet sind“, sagt Frank Fiedler, CFO der Volkswagen Financial Services AG und Vorsitzender des Verwaltungsrats der Volkswagen Credit Inc. (USA). Er ergänzt: „Von hoher Bedeutung für die Refinanzierungsstärke war auch die Rückkehr der Volkswagen Credit Inc. an den amerikanischen ABS-Markt im Juni, denn die Refinanzierungsstrategie der Volkswagen Finanzdienstleistungen fußt auf der breiten Nutzung von Instrumenten und Währungen.“

Die bisher volumenstärkste Transaktion der Volkswagen Finanzdienstleistungen in diesem Jahr erzielte in dieser Woche die Volkswagen Leasing GmbH mit drei Anleihen über insgesamt 2,5 Mrd. Euro. Die Trans-

aktion war mehr als dreifach überzeichnet. Alle Anleihen werden von der Volkswagen Financial Services AG garantiert und von Standard & Poor's mit der Ratingnote BBB+ sowie von Moody's mit A3 bewertet.

Die kürzeste Anleihe mit einer Laufzeit von 2,5 Jahren wird bei einem Volumen von 1 Mrd. Euro mit 0,25% p.a. verzinst, eine weitere Anleihe mit einer Laufzeit von 4,5 Jahren verfügt über ein Volumen von 750 Mio. Euro und einen Zins von jährlich 1,00%. Die Anleihe mit der längsten Laufzeit über 7 Jahre hat ein Volumen von ebenfalls 750 Mio. Euro und trägt einen Zins von 1,625 Prozent pro Jahr.

Die Volkswagen Financial Services N.V. platzierte eine Anleihe mit einem Volumen von 500 Millionen GBP (etwa 556 Millionen Euro). Die Laufzeit des Bonds beträgt etwas mehr als 3 Jahre, die Verzinsung liegt bei 1,875 Prozent pro Jahr. Die Emission war dreifach überzeichnet.

Darüber hinaus hat die OOO Volkswagen Bank RUS 5 Mrd. RUB, etwa 70 Mio. Euro, am russischen Kapitalmarkt platziert. Die Ratingagentur Standard & Poor's bewertet die Anleihe mit der Note BBB- und somit auf dem Niveau der Russischen Föderation. Die Laufzeit der Anleihe beträgt 3 Jahre. Der Kupon liegt bei 8,60% pro Jahr und ist halbjährlich zahlbar. Trotz schwieriger Marktverhältnisse in Russland konnte die Transaktion erfolgreich umgesetzt werden, nachdem in den vergangenen Monaten nur eine sehr geringe Anzahl an Emittenten den lokalen Kapitalmarkt genutzt hatten.

Unternehmensanleihen tragen einen elementaren Anteil zum Refinanzierungsvolumen der Volkswagen Finanzdienstleistungen bei. Zum 30. Juni 2018 machten Anleihen in Höhe von 34,6 Mrd. Euro (Jahresende 2017: 32,7 Mrd. Euro) etwa 18% der Refinanzierung des Geschäftsbereichs Volkswagen Finanzdienstleistungen aus. Weitere bedeutende Anteile waren Asset Backed Securities mit 37,3 Mrd. Euro (rund 19%) und Kundeneinlagen mit 33,6 Mrd. Euro (rund 17%).

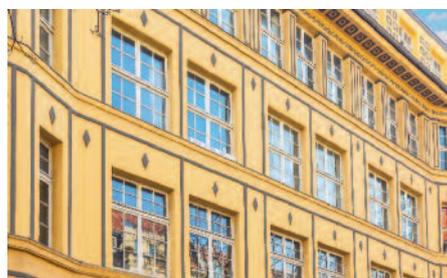


Dr. Holger Horn in den Vorstand der MünchenerHyp berufen

Der Aufsichtsrat der Münchener Hypothekenbank eG hat beschlossen, Dr. Holger Horn zum Mitglied des Vorstands der MünchenerHyp zu berufen. Die Berufung erfolgt vorbehaltlich der Zustimmung der Bankenaufsicht. Herr Dr. Horn soll zum 1. Januar 2019 seine Tätigkeit in München aufnehmen. Er folgt im Vorstand damit Bernhard Heinlein, der in den Ruhestand treten wird.

Dr. Holger Horn kommt von der Depfa Bank, wo er seit Ende 2014 als Risikovorstand der Depfa Gruppe tätig ist. Zuvor war er Mitglied der Geschäftsleitung der FMS Wertmanagement. Darüber hinaus war er in verantwortlichen Positionen bei Fitch Ratings und der WestLB.

„Wir freuen uns, dass wir Herrn Dr. Horn mit seiner ausgewiesenen Expertise und internationalen Erfahrung für den Vorstand gewinnen konnten“, sagte Wolfram Binder, Aufsichtsratsvorsitzender der MünchenerHyp. Dem Vorstand der MünchenerHyp gehören aktuell an: Dr. Louis Hagen (Vorsitzender), Bernhard Heinlein und Michael Jung.



Grand City Properties: Miet- und Betriebseinnahmen steigen um 12%

Grand City Properties S.A. (GCP) hat die erfolgreiche Entwicklung im ersten Halbjahr 2018 fortgesetzt. Die starke operative Performance und Kostendisziplin führten zu einem Anstieg des FFO I um 16% auf 99 Mio. Euro. Der EPRA NAV inklusive Perpetualpapiere ist um 13% auf 4,5 Mrd. Euro gestiegen.

Der erfolgreiche Verkauf von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Vermögenswerten in Höhe von für 142 Mio. Euro zu 12% über dem Nettobuchwert bestätigt das wertgenerierende Geschäftsmodell von GCP. Der Gewinn nach Abzug der Gesamtkosten von 88 Mio. Euro (Gewinnmarge von über 160%) führte zu einem Anstieg des FFO II um 119% auf 187 Mio. Euro. Durch die Verwendung der Mittel für weitere wert-schaffende Akquisitionen an hochwertigen Standorten wird die Gesamtqualität des Portfolios verbessert.

Christian Windfuhr, CEO der Grand City Properties: „Die Ergebnisse für das erste Halbjahr 2018 bestätigen unsere Konsequenz in Bezug auf hohe Performance und Wertschöpfung. Die Erfolge im bisherigen Jahresverlauf haben sich als klarer Schritt auf dem Weg zur Erfüllung unserer Prognose für 2018 erwiesen und wir realisieren kontinuierlich das Wertsteigerungspotenzial in unserem Portfolio.“



PORR CEO Karl-Heinz Strauss

PORR Konsortium baut europäisches Tunnel-Jahrhundertprojekt

Formaler Abschluss der Auftragserteilung: Das Auftragsschreiben über das Bauvorhaben wurde am 10. August 2018 von den Vertretern des PORR Konsortiums, bestehend aus der PORR, ihrer im vergangenen Jahr erworbenen Tochter Hinteregger und Joint Venture-Partnern aus Italien sowie dem Vorstand der Brenner Basistunnel Gesellschaft unterzeichnet. Der Zuschlag an die PORR für das größte Baulos in der Geschichte Österreichs wurde zuletzt im Juli vom Bundesverwaltungsgericht erneut bestätigt. Die Bauarbeiten des Brenner Basistunnels in Wolf/Steinach starten in Kürze. Die Bauzeit beträgt rund sechs Jahre, das Auftragsvolumen rund 1 Mrd. Euro.

„Wir sind sehr stolz darauf, den Zuschlag für das bislang größte Tunnelprojekt Österreichs erhalten zu haben. Das rund 18 km lange Baulos ‚Pfnos-Brenner‘ stellt aufgrund der komplexen geologischen Gegebenheiten und den beschränkten Platzverhältnis-

sen eine anspruchsvolle Herausforderung dar“, so PORR CEO Karl-Heinz Strauss. „Ein Bauvorhaben mit einem Volumen von rund 1 Mrd. Euro schafft man nur mit der entsprechenden Kompetenz, ganz in der Philosophie der PORR.“



Sonja Wärmtes, Vorstandsvorsitzende der DIC Asset AG

DIC Asset AG: FFO steigt um 7% auf 32,0 Mio. Euro

Die DIC Asset AG, eines der führenden deutschen börsennotierten Immobilienunternehmen, ist auch im ersten Halbjahr 2018 weiter stark und profitabel gewachsen. Das Konzernergebnis stieg im ersten Halbjahr 2018 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 20%, von 20,0 Mio. Euro auf 23,9 Mio. Euro. Gute Erträge aus dem operativen Geschäft und die Dividendeneinnahmen aus der strategischen Beteiligung an der TLG Immobilien AG trieben den FFO um 7% auf 32,0 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahresergebnis (H1 2017: 29,8 Mio. Euro).

Die Assets under Management wurden weiter ausgebaut und erreichten zum 30. Juni 2018 erstmals die Schwelle von 5 Mrd. Euro. Das Ankaufsvolumen im Jahr 2018 liegt bis dato bei rund 105 Mio. Euro und beinhaltet u.a. den Ankauf einer Immobilie in Leverkusen für das Commercial Portfolio in Höhe von rund 52 Mio. Euro sowie zwei Ankäufe für den Fonds DIC OB IV in Eschborn und Mannheim für jeweils rund 17 Mio. Euro. Weitere Ankäufe für beide Geschäftsbereiche sind aufgrund der gut gefüllten Pipeline im Verlauf der zweiten Jahreshälfte zu erwarten. Die Verkäufe im Commercial Portfolio summierten sich zum 30. Juni 2018 auf rund 49 Mio. Euro.

Neues Wertpapierprospektgesetz: dem börsennotierten Mittelstand in den Rücken gefallen

Text: Holger Clemens Hinz, Quirin Privatbank
Änderung ist nicht zwangsläufig Verbesserung. Das zeigt die jüngste Kehrtwende des deutschen Gesetzgebers im Fall bislang prospektfreier Emissionen von Wertpapieren deutlich. Noch haben kapitalmarktorientierte KMUs aber die Möglichkeit, mit überschaubarem Aufwand gegen diese fragwürdige Maßnahme vorzugehen.

Bedingt durch den hohen Grad der bankenseitigen Finanzierung ist der Kapitalmarkt in Deutschland zugegeben für die Politik immer noch ein kleines Licht. An dieser Stelle prallen immer wieder Anlegerschutz und Initiativen zur „Erleichterung des Zugangs“ von KMU an den Kapitalmarkt aufeinander. Wenn wir uns die jüngste Vergangenheit betrachten, lässt sich hier klar ein Übergewicht des Anlegerschutzes erkennen: Durch die hinzugetretene Marktmissbrauchsverordnung und die MIFID II wird sicherlich die Transparenz zu den Emittenten erhöht, aber die Zugangskosten sind doch auch maßgeblich gestiegen.

Gerade jedoch in dem Moment, in dem der Kapitalmarkt mit vermehrter Aktivität von Börsengängen langsam anfängt zu reüssieren, setzt sich der Bundestag mit seiner jüngsten Auslegung der EU-Prospektverordnung für die KMU sicherlich ein kleines Denkmal; und das trotz der inhaltlich praktischen richtigen Empfehlungen des Bundesrats vom 28. Mai 2018, Drucksache 147/1/18.

Darum geht es im Kern

Im EU-Prospektrecht gibt es seit dem Jahr 2003 für die EU-Mitgliedstaaten die Möglichkeit, Emissionen von Wertpapieren bis zu einem betragsmäßigen Emissionsvolumen von der Prospektspflicht auszunehmen (ab 2003: 2,5 Mio. Euro, ab 2010: 5 Mio. Euro, ab 2017: 8 Mio. Euro). In der Vergangenheit hat der Gesetzgeber in Deutschland von dieser EU-rechtlichen Möglichkeit dahingehend Gebrauch gemacht, dass er

Emissionen von Banken und börsennotierten Emittenten bis zu 2,5 Mio. Euro bzw. 5 Mio. Euro von der Prospektspflicht befreit hat. Die Einschränkung auf diesen Kreis der Emittenten wurde damit begründet, dass diese Emittenten weitreichend reguliert sind und insofern bei ihnen aus Anlegerschutz Gesichtspunkten eine Ausnahme vertretbar ist. Diese Ausnahme wurde nun in der Vergangenheit regelmäßig für sogenannte Kleinemissionen von Emittenten in Anspruch genommen.

Nachdem die EU-Prospektverordnung ermöglicht hatte, dass seit dem 21. Juli 2018 in Deutschland Emissionen von jährlich bis zu acht Millionen Euro von der Prospektspflicht befreit sind – was von Seiten der Emittenten, Banken und Beratern aus dem Mittelstand befürwortet wurde –, folgte nun durch Beschluss des Bundestags ein Schildbürgerstreich. Zwar schöpft der deutsche Gesetzgeber die Möglichkeiten, die die EU bietet, in dem Punkt voll aus, dass er vorschreibt, Anbieter für öffentliche Angebote in Deutschland mit einem Gesamtgegenwert von mehr als 100.000 Euro, aber weniger als 8 Mio. Euro, müssen nun keinen Prospekt erstellen, sondern nur ein dreiseitiges Wertpapierinformationsblatt vorbereiten. Zugleich verschärft die deutsche Umsetzung den Inhalt der EU-Prospektverordnung aber derart, dass bei prospektfreien Angeboten ab einem Betrag von 1 Mio. Euro bestimmte Anlageschwellen entsprechend der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen (Crowdfunding) für nicht qualifizierte Anleger, hiermit sind auf Deutsch inhaltlich Privatpersonen gemeint, eingehalten werden – was die ganze Regelung ad absurdum führt. Denn konkret heißt das: Der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem solchen Anleger erworben werden, darf 1.000 Euro nicht übersteigen; selbst bei höherem Einkommen und größerem Vermögen ist die Investitionssumme eines privaten Anlegers auf 10.000 Euro begrenzt.



Holger Clemens Hinz ist Leiter des Bereichs Corporate Finance bei der Quirin Privatbank AG und Autor des Kapitalmarkt-Blogs (www.kapitalmarkt.blog), im Rahmen dessen er sich aus der Sicht eines Kapitalmarktexperten regelmäßig mit den Themen Mittelstand, Finanzierung und Konjunktur befasst.

Kapitalmarktrechtliches Denkmal des Bundestages für KMU – die Anwendung der Schwellwerte verstößt bei Kleinstemissionen gegen das im Aktiengesetz verankerte gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre

In der Empfehlung des Bundesrats heißt es wortwörtlich: „Die Einführung dieser Einzelanlageschwellen würde eine Verschärfung der EU-Prospektverordnung darstellen und die Entscheidungshoheit von Privatanlegern einschränken. Dies würde der Intention des europäischen Gesetzgebers, das Kapitalmarktangebot für Anleger zu erweitern, entgegenstehen. Die Einzelanlageschwellen könnten außerdem den Erwerb von bewährten Standardprodukten wie Inhaberschuldverschreibungen limitieren, deren Risiko für Privatanleger überschaubar und verständlich ist – insbesondere, wenn zuvor eine Beratung stattgefunden hat. Sie sollten im weiteren Gesetzgebungsverfahren deshalb auf ihre Notwendigkeit geprüft werden.“

Wir können uns den Ausführungen und Empfehlungen des Bundesrats nur anschließen und möchten diese erweitern: Denn die neugeschaffene Regelung sorgt dafür, dass Bezugsrechtsemissionen von einfachen und verständigen Wertpapieren wie Aktien, Wandel- und Optionsanleihen nunmehr ohne Prospekt ausgeschlossen sind. Die praktische Relevanz erlischt damit komplett. Ein Emittent würde die Grundrechte seiner Aktionäre, das gesetzliche Bezugsrecht, verletzen, wenn es die Einzelanlage-schwellen für den Bezug einhalten würde. Eine solche Bezugsrechtsemission würde bei Umsetzung wohl auch nichtig und nicht eintragungsfähig sein.

Chance zur Korrektur nutzen

Wir unterstützen daher die Initiative des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V. zur Korrektur des neuen Gesetzes, der eine Stimmensammlung ins Leben gerufen hat. Auf deren Basis wird eine entsprechende Petition an das Bundesministerium für Finanzen gerichtet. Helfen auch Sie mit, den Gesetzesrahmen den Bedürfnissen Ihres Unternehmens und/oder Ihrer Geschäftspartner im börsennotierten Mittelstand im Sinne der Anleger praktikabel zu ändern. Die Unterschriftensammlung finden Sie unter diesem Link:

www.kapitalmarkt-kmu.de/wp-4a2a8-content/uploads/2018/08/Unterschriftensammlung_Petition_KMU.pdf.

Anzeige



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



„Mit der Emission der Wandelschuldverschreibung soll dann der nächste Wachstumssprung vor allem durch die beabsichtigten Akquisitionen erfolgen“

Oliver Bormann, Vorstand, SLEEPZ AG

Der Online-Matratzenhändler SLEEPZ AG emittiert eine Wandelanleihe mit einer Laufzeit von 36 Monaten und einem Kupon von 6,00%. Die Wandelschuldverschreibung hat ein Volumen von 7 Mio. Euro und eine Stückelung von 100.000 Euro. Das Kapital möchte die Gesellschaft zur Finanzierung von Akquisitionen nutzen, wie Vorstand Oliver Bormann im Gespräch mit dem BOND MAGAZINE erläutert.

BOND MAGAZINE: In welchen Bereichen ist SLEEPZ tätig?

Bormann: SLEEPZ ist eine auf den Bereich Home & Living mit Schwerpunkt Schlafwelten fokussierte e-Commerce-Unternehmensgruppe. Das heißt, wir bieten ein breites Produktspektrum von Betten, Boxspringbetten, Lattenrosten, Bettwaren und Schlafaccessoires bis zu Matratzen an. Bei Letzteren haben wir nicht nur namhafte Anbieter im Angebot, sondern auch mit Grafenfels, Matratzenheld, Wolkenwunder und buddy interessante Eigenmarken. Der Bereich Schlafwelten ist vergleichsweise spät für den e-Commerce erschlossen worden, entsprechend stark wächst dieser Markt online und er wird jetzt verteilt.

BOND MAGAZINE: Weshalb haben Sie sich für die Emission von Wandelschuldverschreibungen entschieden?

Bormann: Wir wollen jetzt Geld einsammeln, um unsere Unternehmensgruppe durch Akquisitionen weiter auszubauen und zu stärken. Die Akquisitionen wollen wir soweit als möglich über Aktien als Sacheinlagen umsetzen, das erforderliche Wachstumskapital für die SLEEPZ-Gruppe und die potenziellen Akquisitionen wollen wir über Fremdkapital mit Wandlungsrecht darstellen. Wandelschuldverschreibungen halten wir daher sowohl für die Anleger als

auch für SLEEPZ für eine interessante Finanzierungsmöglichkeit. Wir bekommen eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit und die Anleger erhalten neben den Zinsen die Möglichkeit, an der durch die Akquisitionen geplanten dynamischen Entwicklung der Unternehmensgruppe zu partizipieren.

BOND MAGAZINE: In welchen Bereichen sind die potenziellen Akquisitionsziele tätig, welche Unternehmen kommen für Sie in Frage?

Bormann: SLEEPZ ist schon heute mit einem Umsatz 2017 von 11,5 Mio. Euro einer der größten unabhängigen Onlinehändler im Bereich Schlafwelten in Deutschland. Dabei sprechen wir über einen Milliardenmarkt, bei dem gerade jetzt eine Konsolidierung einsetzt. Wir schauen uns dabei v.a. Unternehmen an, die in komplementären Produktkategorien im Segment Home & Living tätig sind und möglichst über starke Eigenmarken mit höheren Rohertragsmargen verfügen.

BOND MAGAZINE: Sie betreiben bereits eine ganze Reihe von Onlineshops. Bringen Sie einzelne Akquisitionen überhaupt nennenswert voran?

Bormann: Größe ist in diesem Markt wichtig, da hierdurch z.B. beim Einkauf zusätzliche Handelsrabatte möglich sind. Wir können also durch Wachstum bei der SLEEPZ-Unternehmensgruppe nennenswert Synergien heben. Außerdem brauchen wir mittelfristig für unsere Prime Standard-Börsennotierung eine kritische Größe von über 50 Mio. Euro Umsatz, von denen wir heute noch recht weit entfernt sind.

BOND MAGAZINE: Bei den meisten Onlineshops kaufen die Kunden wohl mehr oder weniger regelmäßig ein. Bei Matratzen ist das vermutlich nicht so. Was bedeutet das für SLEEPZ?

Bormann: Eine Matratze hat in Deutschland eine Lebenserwartung von über 10 Jahren. Wir haben uns deshalb breiter aufgestellt, bei uns gibt es eine sehr breite Pro-



duktpalette aus den Bereichen Schlaf- wie auch Wohnwelten. Neben den nur alle paar Jahre zu erwartenden Matratzenkäufen können wir so eine Kundenbindung über Bettwäsche oder Accessoires schaffen.

BOND MAGAZINE: Trotz eines insgesamt boomenden Onlinehandels hat sich die Aktie von SLEEPZ in den letzten Jahren enttäuschend entwickelt. Woran liegt das?

Bormann: Die SLEEPZ ist aus der alten börsennotierten bmp hervorgegangen, einem Venture Capital-Investor. Die Umstellung und Neuausrichtung hat länger gedauert als wir dies ursprünglich absehen konnten. Immerhin mussten wir fast 20 Venture Capital-Beteiligungen veräußern

und das neue Geschäft durch Übernahmen ausbauen. Jetzt aber sind die Hausaufgaben gemacht. Wir haben im vergangenen Jahr mit Alessanderx einen führenden europäischen Matratzenhersteller als Investor gewonnen und mit Heliad einen Großaktionär an Bord nehmen können, der über umfangreiche e-Commerce- und Kapitalmarkterfahrung verfügt. Anfang August haben wir dann den Vorstand mit Alexander von Tschirnhaus verstärkt, der mit der von uns akquirierten Cubitabo GmbH ein eigenes e-Commerce-Unternehmen im Bereich Schlafwelten aufgebaut hat. Mit der Emission der Wandelschuldverschreibung soll dann der nächste Wachstumssprung vor allem durch die beabsichtigten Akquisitionen erfolgen.

BOND MAGAZINE: Was werden Sie unternehmen, um operativ voranzukommen?

Bormann: Wie angeführt, haben wir die vergangenen Quartale genutzt, um uns strategisch deutlich besser aufzustellen. Zusammen mit den erwarteten Größenvorteilen und Synergien aus den geplanten Akquisitionen haben wir die Möglichkeit, SLEEPZ in einem überschaubaren Zeitraum als ein e-Commerce-Marktführer im Bereich Schlafwelten in die Profitabilität zu führen. Das ist unser Ziel.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.

Anzeige



DIE GROSSE CARE-PAKET AKTION
 FÜR KINDER IN KRIEGS- UND KRISENREGIONEN.

Jetzt spenden. Schon 5 Euro retten Leben:

IBAN: DE 93 37050198 0000 0440 40

BIC: COLSDE33

www.care.de



care®

Die mit dem CARE-Paket

Photon Energy N.V.

Starkes Halbjahresergebnis und stabile, planbare Cashflows

Text: Christian Schiffmacher

Die Photon Energy N.V. hat im Oktober letzten Jahres eine 5-jährige Unternehmensanleihe mit einem Kupon von 7,75% p.a. (bei vierteljährlicher Zinszahlung) und einem Volumen von bis zu 30 Mio. Euro emittiert. Die Anleihe erscheint aus mehreren Gründen für Anleger interessant: Die Gesellschaft erzielt mit ihren bestehenden Solarparks stabile Cashflows, die kürzlich kommunizierten Halbjahreszahlen befinden sich wieder auf Rekordniveau und die Anleihe, die bislang nachplatziert wurde, dürfte sehr bald ihr Zielvolumen erreicht haben, was sich positiv auf die Kursentwicklung auswirken könnte.

Unternehmen

Photon Energy ist ein international aktives Solarunternehmen mit Lösungen und Produkten für all jene, die Sonnenenergie nutzen wollen. Die Services decken den gesamten Lebenszyklus von Solarkraftwerken ab. Seit der Gründung 2008 hat Photon Energy an die 50 MWp an Solaranlagen weltweit errichtet und Technologie für Hunderte an MWp geliefert. Das Tochterunternehmen Photon Energy Operations betreut weltweit mehr als 220 MWp an PV-Kraftwerken technisch und kaufmännisch. Photon Energy hat seinen

Sitz in Amsterdam und Niederlassungen in Zentraleuropa und Australien. Für die Projekte in Australien hat die Gesellschaft im Januar 2018 ein bahnbrechendes Co-Development-Agreement mit Canadian Solar unterzeichnet. Canadian Solar ist mit 51% in die Projektgesellschaften eingestiegen. Damit ist die Projektentwicklung finanziert und gesichert. Photon Energy muss kein weiteres Kapital investieren und bekommt die Entwicklungsleistungen von den Projektgesellschaften bezahlt.

Photon Energy beabsichtigt, die Mittel aus der Anleiheemission, neben der bereits erfolgten Refinanzierung der Anleihe 2013/18, für die Übernahme weiterer Photovoltaikprojekte in Australien, Ungarn und möglicherweise in anderen Ländern einzusetzen.

Starkes erstes Halbjahr

Die Photon Energy N.V. schloss das zweite Quartal des Geschäftsjahres 2018 mit einem Rekordumsatzwachstum der Gruppe und einer weiteren Steigerung von EBITDA und EBIT ab. In Australien wurde das Leeton-Projekt des Unternehmens bis zur Baureife entwickelt, und die Photon Energy Opera-

tions erweiterte ihr Portfolio von Betriebs- und Wartungsdienstleistungen auf 222 MWp weltweit.

Im ersten Halbjahr 2018 konnte Photon Energy einen Rekordumsatz von 10,467 Mio. Euro (+30,3% gegenüber dem Vorjahr), ein EBITDA von 4,411 Mio. Euro (+5,2% gegenüber dem Vorjahr) und ein EBIT von 1,651 Mio. Euro (+11,0% gegenüber dem Vorjahr) erzielen. Darüber hinaus wurde ein positives Ergebnis vor Steuern von 2,209 Mio. Euro (Vorjahreszeitraum: 0,456 Mio. Euro) erreicht.

Während des zweiten Quartals 2018 wurde das Solarkraftwerksprojekt im australischen Leeton bis zur Baureife entwickelt, wobei die Leitung des Unternehmens nun schätzt, dass der Baubeginn wie geplant im dritten Quartal erfolgen wird. In Ungarn übertraf das erste Solarkraftwerk der Photon Energy, das im März 2018 gebaut und ans Netz angeschlossen wurde, die Erwartungen und wie CEO Georg Hotar ergänzte: „Wir beabsichtigen, bis Ende 2018 die Bauphase für die aktuelle Projektpipeline von 25,6 MWp zu erreichen, während wir weiter auf unser Ziel, bis Ende 2019 insgesamt 50 MWp hinzuzufügen, hinarbeiten.“



Im zweiten Quartal 2018 ging Photon Energy auch neue O&M- und Wasseraufbereitungsverträge ein. Während die neuen O&M-Verträge das Portfolio der Photon Energy Operations weltweit auf 222 MWp angewachsen sind, setzte Photon Water Technology, ein paralleler Geschäftsbereich des Unternehmens, seine Lösung zur Beseitigung gesundheitsgefährdender Algen in einem der größten Wasserreservoirs in Prag erfolgreich um. Durch die Umsetzung von Wasseraufbereitungsanlagen in kleinen und mittleren Gemeinden in Peru, die teilweise von der tschechischen Entwicklungsagentur finanziell gefördert wurde, wurde der strategische Geschäftsausbau des Unternehmens in Richtung Wasserwirtschaft im letzten Quartal erneut bestätigt.

„Im Research sind unsere Projektentwicklungen in Australien noch nicht berücksichtigt. Für 2017 haben Analysten einen Umsatz von 14,8 Mio. Euro erwartet, wir haben 17,2 Mio. Euro erreicht. Für 2018 wurde ein Umsatz von 17,4 Mio. Euro erwartet, im ersten Halbjahr haben wir 10,5 Mio. erreicht. Wir sind also gut im Plan“, erläutert CFO Clemens Wohlmuth im Gespräch mit dem BOND MAGAZINE. „Ich gehe davon aus, dass das erste Projekt in Australien noch in diesem Jahr verkauft werden kann“, ergänzt CFO Wohlmuth.

Die KFM Deutsche Mittelstand AG hat im Mai bekannt gegeben, dass der Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS in die Pho-

ton Energy-Anleihe investiert hat. Die Photon Energy-Anleihe zählt dabei zu den größten Positionen im Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS. Im KFM-Mittelstandsanleihen-Barometer wird die Anleihe mit vier von fünf möglichen Sternen („attraktiv“) eingestuft.

Stärken:

- stabile und planbare Cashflows durch staatliche Einspeisevergütungen auf viele Jahre
- hohe Transparenz durch Börsennotierung der Photon Energy-Aktie in Prag und Warschau und detaillierte quartalsweise Berichterstattung
- attraktiver Kupon bei nur noch 4-jähriger Restlaufzeit
- positiver Track Record am Kapitalmarkt
- umfangreiche Covenants, u.a. Mindesteigenkapitalquote von 25%

Schwächen:

- Photon Energy ist vergleichsweise klein
- Risiko der Änderung von gesetzlichen Rahmenbedingungen
- große geografische Distanz der Projekte

Fazit:

Photon Energy generiert mit ihren Solarparks stabile und planbare Cashflows. Aus dem bestehenden Portfolio in Tschechien, der Slowakei und Australien mit 25,6 MWp erzielt die Gesellschaft schon heute einen jährlichen freien Cashflow von 2,34 Mio. Euro. Allein aus dem Cashflow der bereits

bestehenden Anlagen kann der Kupon der neuen Anleihe in voller Höhe bedient werden. 2022, am Laufzeitende der Anleihe, werden die Anlagen in der Tschechischen Republik sowie der Slowakei weitestgehend frei von Bankverbindlichkeiten sein. Eine Refinanzierung der Anleihe im Jahr 2022 dürfte damit keine große Hürde darstellen. Die Gesellschaft bietet durch eine Börsennotierung der Aktie in Prag und Warschau sowie der quartalsweisen Berichterstattung (auch auf Deutsch) ein hohes Maß an Transparenz. Aber auch die aktuelle Geschäftsentwicklung (starke Halbjahreszahlen) überzeugt. Aktuell sind ca. 25 Mio. Euro des Anleihevolumens von bis zu 30 Mio. Euro platziert. Da die Anleihe nachplatziert wird, ist der Kurs praktisch bei 100% festgenagelt. Wenn die Anleihe voll platziert ist, könnte sich dies positiv auf den Kursverlauf der Anleihe auswirken.

Risiken sind in erster Linie in der Abhängigkeit von gesetzlichen Rahmenbedingungen in den jeweiligen Ländern sowie in einer teilweise großen geografischen Distanz der Projekte zu sehen. Aufgrund der hohen Planbarkeit der Cashflows und des vergleichsweise attraktiven Kupons erscheint ein Investment in die Photon Energy-Anleihe interessant.

Tab. 2: Photon Energy – Geschäftsentwicklung

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Kapazität (MWp)	26,1	79,7	104,2	104,2	104,2	104,2
Umsatz	14,8	17,4	22,3	24,7	25,2	25,7
Bereinigtes EBITDA	7,6	9,4	13,2	15,2	15,5	15,8
Eigenkapitalquote	25,1%	25,7%	27,4%	29,5%	32,2%	39,3%
Net Debt / EBITDA	6,0	6,8	7,0	6,2	5,4	4,7
EBITDA Interest Coverage	2,4	2,1	2,7	3,1	3,4	3,9

Quelle: Independent Research, Stand 09/2017, Angaben in Mio. Euro, Prognosen basieren auf der Annahme, dass die neue Anleihe voll platziert werden kann.

Tab. 2: Eckdaten der neuen Photon Energy-Anleihe

Emittent	Photon Energy N.V.
Kupon	7,750% p.a.
Zinszahlung	vierteljährlich
Laufzeit	26.10.2022
Volumen	bis zu 30 Mio. Euro
WKN / ISIN	A19MFH / DE000A19MFH4
Segment	Open Market, Börse Frankfurt
Internet	www.photonenergy.com

Türkeikrise

kein Grund, ins Schwitzen zu kommen

Text: Luc D'hooge, Vontobel Asset Management

In diesem Hitzesommer befindet sich das Epizentrum der schlechten Nachrichten in der Türkei. Hier einige der Themen, die für Schlagzeilen gesorgt haben:

- das bedeutende und steigende Leistungsbilanzdefizit
- zweistellige Inflationsraten
- die laufende diplomatische Verstimmung mit dem NATO-Partner USA wegen eines inhaftierten Pastors
- das unorthodoxe Verständnis von Geldpolitik des Präsidenten Recep Tayyip Erdogan (namentlich seine Einmischung in die Geldpolitik und seine Vorstellung, dass höhere Zinsen die Inflation befeuern)

Angesichts dieser Schwierigkeiten, die zudem in rascher Folge aufkamen, verwundert es nicht, dass die Lira in der vergangenen Woche ins Bodenlose gefallen ist.

Vor dem Absturz der Lira betrug die Auslandsverschuldung der Türkei (die sich aus den Staats- und Unternehmensschulden gegenüber ausländischen Gläubigern zusammensetzt und in der Regel in Hartwährungen denominiert ist) rund 54 Prozent des BIP. Davon entfielen nur 17 Prozent auf Staatsschulden und der Rest überwiegend auf Unternehmensschulden. Dieses Verhältnis, bei dem der Unternehmens- und Finanzsektor die Hauptlast der Auslandsverschuldung trägt, ist unserer Meinung nach vernünftig. Unternehmen und Banken haben tendenziell bessere Gründe als der Staat, sich im Ausland zu verschulden. So halten Banken beispielsweise bedeutende Einlagen in Hartwährung und sichern häufig ihr Währungsengagement ab.

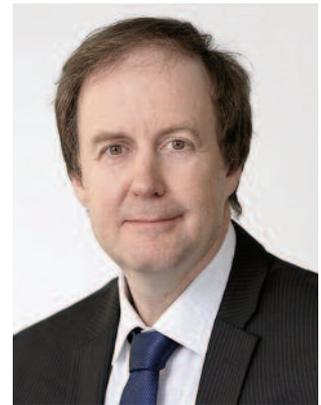
Vorwiegend binnenmarktorientierte Unternehmen betroffen

Der türkische Bankensektor weist im Allgemeinen ein neutrales Währungsengagement in seinen Bilanzen aus (ebenso wie der Großteil der Unternehmen). Der aktuelle

Sturm ist somit auf binnenmarktorientierte Unternehmen begrenzt. Diese machen zwar einen großen Teil aus, doch sind überwiegend die Energie-, Infrastruktur- und Baubranche betroffen. Häufig sind die Projekte der Unternehmen aus diesen Branchen allerdings vom Staat garantiert, der wiederum eine sehr niedrige Schuldenquote aufweist. Mit anderen Worten: Die Auswirkungen einer nachlassenden Dynamik in diesen Sektoren auf die Bankbilanzen sind bereits größtenteils bekannt.

Türkische Banken mit solider Eigenmittelausstattung

Wir sind zuversichtlich, was unsere Positionen in türkischen Banken betrifft. Zudem haben uns die jüngsten Maßnahmen der Entscheidungsträger im Zusammenhang mit den Mindestreserveanforderungen in unserer Haltung bestärkt, da sie die Liquidität der Banken verbessert haben. Wir sind in türkischen Banken investiert, weil der Sektor unseres Erachtens nach günstig ist. Türkische Banken verfügen über eine sehr solide Eigenmittelausstattung, wenig notleidende Kredite und sind enorm rentabel (die Türkei ist/war letztes Jahr die am schnellsten wachsende G20-Volkswirtschaft). Die Türkei gehört zudem in der EMEA-Region zu den Ländern mit dem höchsten Wachstumstempo. Auch die Regulierung des Bankensektors ist umsichtig. Nach der Bankenkrise im Jahr 2001 waren die türkischen Banken gezwungen, ihre Bilanzen zu bereinigen. Mitte der 2000er-Jahre war dieser Prozess abgeschlossen. Die Türkei blieb von den Herausforderungen, vor denen andere Schwellenländer nach der Finanzkrise 2008 standen, dank der zuvor gezogenen Lehren verschont. Die europäischen Banken spielten schon immer eine zentrale Rolle in der Türkei, weil sie dem Land Zugang zu Finanzmitteln verschaffen. Obwohl die Lira in den letzten zehn Jahren heftig schwankte, sank die Rollover-Quote nach 2008 nie unter 100 Prozent. Die Finanzierungskosten sind zuletzt gestiegen.



Luc D'hooge,
Head of Emerging Markets Debt,
Vontobel Asset Management

Dies stellt jedoch keine existenzbedrohende Gefahr für den Bankensektor dar. Darüber hinaus darf nicht vergessen werden, dass den Banken steigende Zinsen zugutekommen. Die Zinsmarge auf den Kreditbüchern steigt. Zudem halten die Banken enorme Bestände an inflationsindexierten Staatsanleihen, die in schwierigen Marktphasen besser abschneiden.

Strategische Bedeutung der Türkei lässt Unterstützung erwarten

In Anbetracht der starren Haltung von Präsident Erdogan scheint eine baldige Lösung nicht in Sicht. Trotzdem möchten wir die strategische Bedeutung der Türkei als NATO-Mitglied, Transitland (Rohstoffe), Pufferstaat und als bedeutender Akteur in der europäischen Flüchtlingskrise hervorheben. Wir gehen folglich davon aus, dass der Pragmatismus obsiegen wird und die Türkei Unterstützung erhält, entweder über bilaterale oder multilaterale Kanäle. Während also viele Anleger wie Touristen in einem türkischen Dampfbad ins Schwitzen kommen, bleiben wir mit unseren sorgfältig ausgewählten Bankanleihen ganz entspannt.

Forum

Financials & Real Estate 2018

Discover Value & Growth

Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals
mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien
am 6. September 2018, Hilton, Frankfurt am Main

9:00 – 17:50 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

13:00 Uhr: Lunch

ab 17:50 Uhr: Get-Together Cocktailparty

Kostenfreie Anmeldung und weitere Informationen unter www.src-research.de/ffs oder www.kirchhoff.de

Es präsentieren u. a.

- | | | | |
|----------------------------|------------------------|----------------|------------------------|
| > AROUNDTOWN | > EYEMAXX Real Estate | > S IMMO | > Warimpex |
| > Deutsche Beteiligungs AG | > Peach Property Group | > UBM | > Lloyd Fonds |
| > DEMIRE | > PORR | > VIB Vermögen | > Accentro Real Estate |

Börsen-Zeitung · Euro am Sonntag · Smart Investor · GoingPublic Magazin · Institutional Investment Real Estate Magazin ·
Börse Online · Deutsches Anleger Fernsehen · Berlinboxx · BOND MAGAZINE · Immobilien & Finanzierung

Gastgeber



Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien

Premium Partner



Heidelberger Druckmaschinen AG

Subskriptionsmodell birgt Fantasie

Text: Christian Schiffmacher

Die Heidelberger Druckmaschinen AG hat bislang Druckmaschinen verkauft. Wachsen möchte die Gesellschaft künftig insbesondere durch das neue „Subskriptionsmodell“. Dabei werden die Maschinen durch langjährige Verträge quasi verliehen, die Heidelberger Druckmaschinen AG liefert zudem die Verbrauchsmaterialien und kümmert sich um den Service. Der Kunde zahlt einen fest vereinbarten Preis für jedes gedruckte Produkt. Damit erzielt die Heidelberger Druckmaschinen AG wiederkehrende Umsätze. Das hat zwei Vorteile: Die Gesellschaft möchte mit dem neuen Subskriptionsmodell den Umsatz und insbesondere den Ertrag deutlich steigern und Unternehmen mit wiederkehrenden Umsätzen werden am Kapitalmarkt i.d.R. deutlich höher bewertet. Wenn die Strategie aufgeht, können Anleger u.a. mit der Wandelanleihe 2015/22 (ISIN DE000A14KEZ4) profitieren, die allerdings eine Stückelung von 100.000 Euro hat.

Die Heidelberger Druckmaschinen AG ist mit Zuwächsen bei Umsatz und Ergebnis in das Geschäftsjahr 2018/2019 (zum 31.03.) gestartet. Aufgrund der hohen Nachfrage nach dem neu etablierten Subskriptionsmodell und dem Start der Serienfertigung der Digitaldruckmaschine Primefire wird das Potenzial der digitalen Transformation für das Unternehmen zunehmend sichtbar. So verbesserte sich der Auftragseingang im 1. Quartal (1. April bis 30. Juni) um 6% auf 665 Mio. Euro. Der Vorjahreswert von 629 Mio. Euro war zudem durch die Messe Print China begünstigt. Trotz Währungsbelastungen konnte insgesamt ein Umsatzplus von 9% auf 541 Mio. Euro erzielt werden.

Auch im Rahmen der Hauptversammlung am 25. Juli in Mannheim bekräftigte der Vorstandsvorsitzende Rainer Hundsdörfer die Ziele für das Jahr 2022: „Wir sind fest davon überzeugt, dann 500 Mio. Euro Mehrumsatz, also rund 3 Mrd. Euro Gesamtumsatz, sowie einen Nachsteuergewinn

von mehr als 100 Mio. Euro (GJ 2017/18: 14 Mio. Euro) zu erzielen. Und dies im Wesentlichen aus wiederkehrenden Geschäften beziehungsweise aus verstetigten Umsätzen. Dabei geht es nicht nur darum, eine Strategie umzusetzen. Wir bauen ein digitales Unternehmen Heidelberg. Dafür verändern wir uns auf allen Ebenen: technologisch, organisatorisch und kulturell.“ Mit den sogenannten Consumables erzielt Heidelberg schon heute einen Umsatz von ca. 450 Mio. Euro pro Jahr.

„Jede Primefire, die in Betrieb ist, verbraucht zwischen 10.000 und 15.000 Liter Tinte pro Jahr“, erläutert Hundsdörfer und ergänzt: „Die Tinte ist das Gold des Digitaldrucks! Dafür spricht auch, dass nach 4 bis 5 Jahren der Umsatz mit der Tinte den Umsatz mit den Druckmaschinen nachhaltig übersteigt wird.“

Ein Liter Tinte kostet übrigens rund 70 Euro. Der wiederkehrende Umsatz pro Vertrag soll im Durchschnitt rund 1 Mio. Euro pro Vertrag betragen. „Wenn wir es also schaffen, bis 2022 rund 250 Subskriptionsverträge abzuschließen, erreichen wir zugleich rund 250 Mio. Euro stetigen Umsatz aus dem neuen Geschäftsmodell“, erläutert Hundsdörfer.

Da die ersten Maschinen mit den neuen Subskriptionsverträgen erst ausgeliefert wurden, ist erst im Geschäftsjahr 2019/20 mit signifikanten Umsätzen aus dem Bereich zu rechnen. Im laufenden Geschäftsjahr

möchte Heidelberg schon mehr als 10% des geplanten Mehrumsatzes mit dem Digitaldruck erzielen. Zum 31.03.2018 betrug die Eigenkapitalquote 15%. Diese soll auf über 20% gesteigert werden.

Fazit:

Wenn es gelingt die neue Strategie umzusetzen und die geplanten Umsatz- und Ertragssteigerungen zu realisieren, dann dürfte der Aktienkurs hiervon deutlich profitieren. Aufgrund der niedrigen Eigenkapitalquote ist ein Investment jedoch nur für risikobewusste Anleger ratsam. Das Bankhaus Lampe sieht das Kursziel der Aktie bei 3,20 Euro. Interessant erscheint insbesondere auch die Wandelanleihe 2015/22 (ISIN DE000A14KEZ4). Denn mit der Laufzeit bis 2022 können Anleger optimal profitieren, wenn die für 2022 genannten Ziele erreicht werden. Die Wandelanleihe hat allerdings eine Stückelung von 100.000 Euro, der Kupon beträgt 5,25% p.a. (bei quartalsweiser Zinszahlung), der Wandlungspreis beträgt 3,1104 Euro.

Interessante Hintergründe zu Wandelanleihen sind auch im Interview mit Arnaud Brillois, Portfoliomanager des Lazard Convertible Global Fonds auf den Seiten 18 und 19 zu finden.

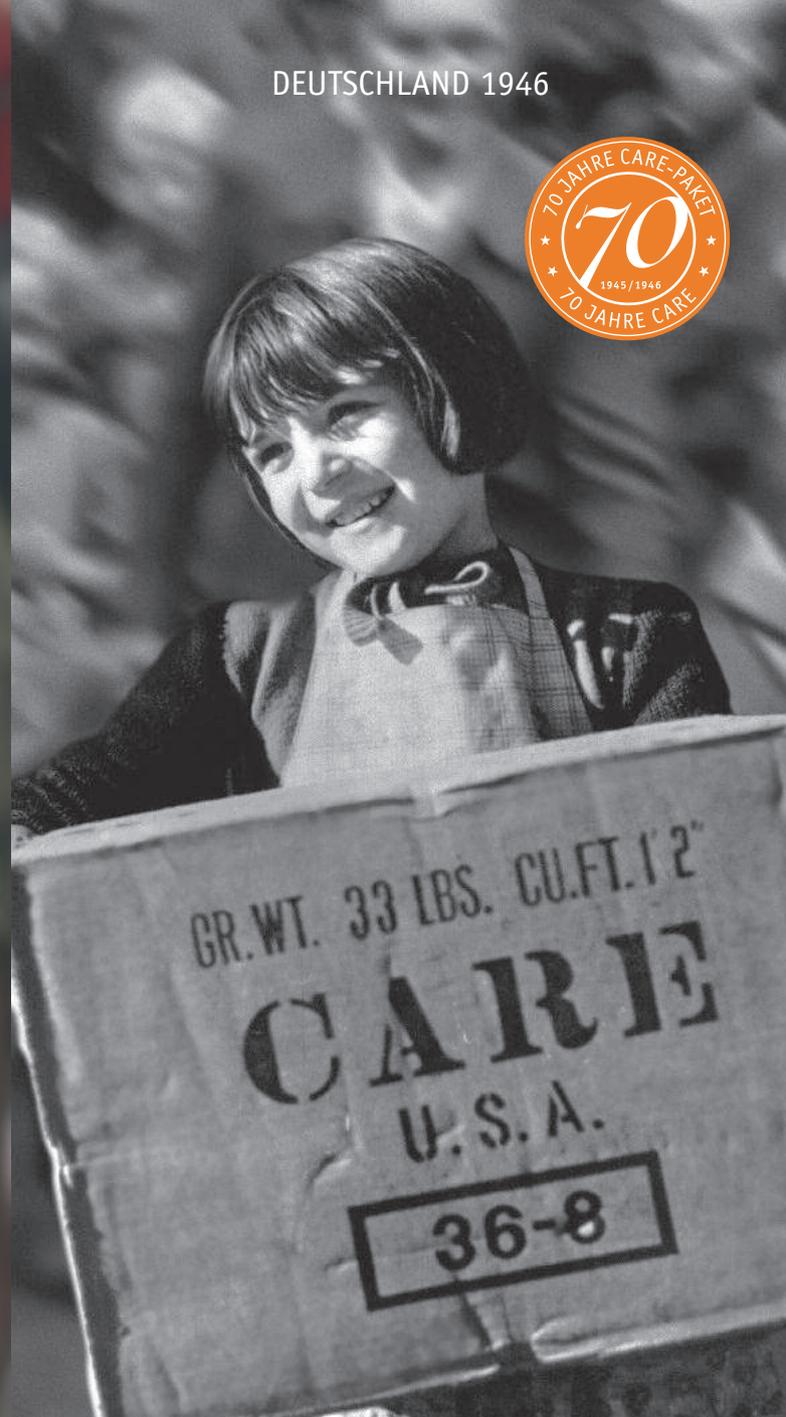
Tab. 1: Heidelberger Druckmaschinen AG – Geschäftsentwicklung

	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
Umsatz	2.420	2.523	2.598	2.759
EBIT	87,1	85,0	115,5	150,1
EBIT-Marge	3,6%	3,4%	4,4%	5,4%
Net Financial Debt	236,4	161,8	93,2	23,3
Free Cashflow	-7,7	73,0	68,6	70,0
Gewinn je Aktie	0,05	0,11	0,21	0,32

Quelle: Bankhaus Lampe; Angaben in Mio. Euro, Gewinn je Aktie in Euro; Geschäftsjahresende: 31.03.

HEUTE WELTWEIT

DEUTSCHLAND 1946



DIE GROSSE CARE-PAKET AKTION

FÜR KINDER IN
KRIEGS- UND
KRISENREGIONEN.

Jetzt spenden. Schon 5 Euro retten Leben:

IBAN: DE 93 37050198 0000 0440 40

BIC: COLSDE33

www.care.de



care[®]

Die mit dem CARE-Paket

Dollar-Korrektur bietet Chancen bei Emerging Markets-Anleihen

Text: Alexander Posthoff, Bantleon

Prognosen machen dann Freude, wenn sie eintreffen: Anfang 2018 hatten wir vorausgesagt, dass die Korrektur bei Emerging Markets-Anleihen erst der Anfang einer größeren Kursbewegung sei und dass sich Anleger mit Investitionen Zeit lassen sollten. Und genau so ist es auch gekommen.

Besonders der festere US-Dollar belastet Anlagen in den Schwellenländern, weil dadurch die Gefahr besteht, dass die dortigen Zentralbanken zu Verkäufen ihrer US-Staatsanleihen-Bestände gezwungen sind, um die eigene Währung zu stabilisieren. Dies wiederum beflügelt den Anstieg der US-Renditen und unterstützt die Attraktivität von Dollar-Anlagen zusätzlich. Auch Zinsanhebungen in den Emerging Markets zur Stützung der eigenen Währung waren bereits zu beobachten. Damit treffen höhere Zinsen und ein festerer Dollar auf eine gestiegene Verschuldung sowie einen erhöhten Refinanzierungsbedarf seit der Finanzkrise. Daraus entsteht eine gefährliche Mischung.

Der gestiegene Ölpreis brachte zunächst noch keine Entlastung: Die Erdöl produzierenden Länder können zwar in der Regel

ihre Einnahmen erhöhen, aber nur sofern der Wechselkurs stabil bleibt. Weil aber Ölpreis und US-Dollar in die gleiche Richtung tendiert haben, ergab sich hier keine Verbesserung der ökonomischen Situation.

In den vergangenen Wochen hat sich die Lage in den Schwellenländern beruhigt. Zwar hat sich die konjunkturelle Lage nicht geändert, aber die Investoren haben sich an das globale Störfeuer aus Handelskrieg und Zollbeschränkungen angepasst. In der Folge sind die Risikoprämien von Emerging Markets-Anleihen etwas gesunken und ihre Kurse entsprechend gestiegen. Die durchschnittliche Gesamtrendite, gemessen am „Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index“, ist seit Jahresanfang von 4,5% auf etwa 5,7% geklettert und notiert damit am oberen Ende der Bandbreite der vergangenen sieben Jahre. Das spricht für ein deutlich verbessertes Chance-Risiko-Profil und bietet für mutige Investoren die Gelegenheit zum taktischen Wiedereinstieg. Auch die Analyse der Mittelbewegungen zeigt, dass sich die markttechnische Situation beruhigt hat: Emerging Markets-Anleihenfonds verzeichneten zuletzt wieder Nettozuflüsse.



Alexander Posthoff,
Senior Portfoliomanager, Bantleon

Für die weitere Entwicklung von Schwellenländeranleihen bleibt der US-Dollar maßgeblich. Eine weitere Aufwertung gegenüber anderen Währungen wirkt sich nachteilig aus. Bei stagnierenden Wechselkursen oder bei wieder schwächerem Dollar profitieren, je nach Richtung der Rohstoffpreise, entweder die lateinamerikanischen und afrikanischen Rohstoffe produzierenden Emerging Markets oder die asiatischen Rohstoffe nachfragenden Länder.

Solange sich in der Kursentwicklung des US-Dollars keine grundlegende Umkehr abzeichnet und politische Unsicherheiten sowie schwächelnde Konjunkturaussichten weiter bestehen, sollten Anleger nur Positionen in geringem Umfang aufbauen. Dabei ist der Kauf ausgewählter Anleihen von Rohstoffe produzierenden Ländern Lateinamerikas sowie von weniger anfälligen Emittenten aus Osteuropa sinnvoll. Um gegen jederzeit mögliche Renditeanstiege gewappnet zu sein, sollte das Zinsänderungsrisiko begrenzt bleiben. Deshalb empfehlen wir Laufzeiten von maximal 4 Jahren.



Überhitzen die Fixed Income-Märkte?

Der langsame Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik stellt Fixed Income-Investoren vor neue Herausforderungen

Text: Robert Steininger

Während in den letzten Jahren die Zentralbanken die Zinsen gesenkt haben, war 2018 bislang um einiges ausgeglichener: Zinssenkungen und -erhöhungen hielten sich in etwa die Waage. „Die Ära der extrem akkommodierenden Geldpolitik ist für Fixed Income-Investoren vorbei“, unterstreicht Arif Husain, Portfoliomanager und Head of International Fixed Income bei T. Rowe Price. „Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte geht der Trend weltweit in Richtung steigender Zinssätze und einer weiteren Straffung der Geldpolitik.“

In den entwickelten Märkten geht Husain von mindestens zwei weiteren Leitzinsanhebungen der amerikanischen Notenbank Fed aus. Auch die Bank of Canada dürfte dem amerikanischen Beispiel folgen sowie die Bank of England, die ihren Zinsstraffungszyklus wieder aufnehmen werde. Ein weiterer Kandidat sei Schweden, wo der Inflationsdruck steige.

Die Gesamtverschärfung der finanziellen Rahmenbedingungen hatte auch einen Dominoeffekt auf die Schwellenländer, wie Husain verdeutlicht. Dort hätten einige Zentralbanken als Antwort auf die Kombination aus Währungsverlusten sowie binnenwirtschaftlichem Inflationsdruck erste Schritte unternommen. „Mexiko, die Türkei, Indien, die Philippinen, Tschechien sowie Indonesien haben alle im Juni die Zinsniveaus angehoben – und es ist wahrscheinlich, dass mehr Schwellenländer diesem Beispiel in der zweiten Jahreshälfte folgen werden“, so Husain. „Für Fixed Income-Investoren ist das natürlich ein herausforderndes Umfeld. Aber auch mit Zinsanhebungen durch Zentralbanken sind Anlagemöglichkeiten noch vorhanden.“

Der Portfoliomanager verweist auf Rumänien, das in dieser Hinsicht herausrage. „Seit Januar hat die rumänische Zentralbank den Leitzins um 75 Basispunkte angehoben und die Märkte haben eine weitere Anhebung

des Zinsniveaus bereits eingepreist. Dennoch steht die 5-jährige Inlandsanleihe bei einer momentanen Rendite von rund fünf Prozent“, so Husain. Andere Länder seien zudem in unterschiedlichen Phasen des Zinszyklus. Beispielsweise habe Tschechien erst Mitte letzten Jahres mit der Straffung seiner Geldpolitik begonnen, während Ungarn und Polen trotz robusten Wachstums und steigender Inflation nur zögerlich folgen.

Weitere Anlagemöglichkeiten sieht der Experte in China. „Das Land war eines der ersten, das die Zinsen angezogen hat. Da sich allerdings die Zeichen einer Konjunkturabschwächung gemehrt haben, hat sich die Position der Zentralbank seitdem gelockert“, gibt Husain zu bedenken. Dadurch sei der Referenzzinssatz Shibor nach seinem Januarhoch um fast ein Prozent gesunken. „Die Kombination aus leichter Inflation und infrastruktureller Abbremsung sollte sich im zweiten Halbjahr günstig für lokale chinesische Anleihen auswirken.“

Immer deutlicher würden die Zeichen einer Überhitzung auf den Kreditmärkten werden. Die M&A-Aktivitäten hätten wieder deutlich angezogen und 2018 schein vor allem in den USA ein Rekordjahr zu werden. Und das zu einem Zeitpunkt, an dem die Furcht vor einem Ausgabeüberhang und exzessiv hohen Bewertungen auf die Preise für erstklassige Unternehmensanleihen drückten. „Der Appetit nach Unternehmensanleihen ist Investoren zuletzt klar vergangen. Die Konzessionen bei Neuausgaben unterstreichen das“, so Husain.

Überraschender sei in diesem Jahr hingegen die Underperformance von Anleihen mit einem A Rating gegenüber Anleihen mit einem BBB Rating. „Für Anleger bieten sich hier jedoch Möglichkeiten, in höherqualitative Namen zu attraktiveren Prämien zu investieren“, sagt der Portfoliomanager. „Zudem besteht die Möglichkeit, ein ge-



Arif Husain,
Portfoliomanager und Head of International
Fixed Income bei T. Rowe Price

wisses Kreditrisiko aus Unternehmensanleihen in hypothekenbesicherte Wertpapiere (Mortgage Backed Securities, MBS) umzuwandeln. Der Markt für MBS, genauer gesagt für Agency MBS, zeigt deutlich weniger Anzeichen einer Überhitzung“, erläutert Husain. Obwohl in den letzten zwei Jahren in den USA die Hauspreise höher waren als die Lohnentwicklung, sei die Gesamtsituation relativ gesund. Die Daten indizierten vielmehr, dass die durchschnittliche Schuldendienstquote der Haushalte auf dem niedrigsten Stand seit der Finanzkrise liege. „Die Form der Zinsswapkurve macht es momentan sehr interessant, eine Mischung aus Agency MBS mit höheren Kupons und kürzeren Laufzeiten zu halten. Im Vergleich zu erstklassigen Unternehmensanleihen bietet das momentan ein besseres Chancen-Risiko-Profil“, resümiert Husain.



„Das Umfeld für Wandelanleihen ist 2018 besonders günstig“

Arnaud Brillois, Portfoliomanager des Lazard Convertible Global Fonds

Arnaud Brillois ist Portfoliomanager des Lazard Convertible Global Fonds, eines Long-only-Fonds, der ausschließlich in internationale Wandelanleihen investiert. 2018 wurde der Fonds bei den Thomson Reuters Lipper Fund Awards in Deutschland und Österreich jeweils dreimal in der Kategorie Global Convertible Bonds ausgezeichnet – für die beste Performance über drei, fünf und zehn Jahre. Im Gespräch mit dem BOND MAGAZINE erläutert Arnaud Brillois die Investmentstrategie und weshalb Investments in Wandelanleihen gerade jetzt sinnvoll erscheinen.

BOND MAGAZINE: Herr Brillois, warum sollten sich Investoren gerade jetzt für Wandelanleihen interessieren?

Brillois: Das makroökonomische Umfeld für Wandelanleihen ist 2018 besonders günstig. Zum einen bietet das beschleunigte Wachstum der Weltwirtschaft starken Rückenwind für die zugrunde liegenden Aktien des Wandelanleiheuniversums. Zum anderen unterstützen attraktive Refinanzierungsbedingungen sowie eine allgemein niedrige Ausfallrate die Anleihenkomponente. Hinzu kommt der Anstieg der Volatilität, nicht zuletzt ausgelöst durch die aktuellen politischen Konflikte. Der Handelskrieg zwischen den USA und China, die politische Unsicherheit in Spanien, Italien oder der Türkei – diese Herausforderungen werden lokale Volatilitätsspitzen auslösen, von denen Wandelanleihen profitieren dürften.

BOND MAGAZINE: Warum das?

Brillois: Gerade in einem volatilen Umfeld können Wandelanleihen ihre größte Stärke ausspielen: ihre Konvexität. Das bedeutet, dass Wandelanleihen zu einem großen Prozentsatz vom steigenden Aktienmarkt profitieren, während sie wesentlich geringer

von fallenden Kursen betroffen sind. Dies zeigte sich beispielsweise Ende März: Trotz fallender Aktienmärkte in den meisten Industrieländern haben sich globale Wandelanleiheportfolios gut entwickeln können. Ihre Konvexität verleiht Wandelanleihen ein im Vergleich zu Aktien sehr attraktives Risiko-Rendite-Profil. In den letzten zehn Jahren legte die Anlageklasse gemessen am Wandelanleihenindex Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond in Euro gerechnet 4,7 Prozent pro Jahr zu, bei einer Volatilität von 8,6 Prozent. Dagegen lag das Plus des MSCI World nur bei 4,4 Prozent, bei Wertschwankungen von durchschnittlich 16,2 Prozent. Mit anderen Worten: Globale Wandelanleihen boten im letzten Jahrzehnt eine bessere Rendite als Aktien, bei nur halb so viel Volatilität. Wir glauben, dass insbesondere im Jahr 2018 Konvexität von entscheidender Bedeutung sein wird, da die Volatilität an die Märkte zurückgekehrt ist und Sektorrotationen schnell und umfassend sein können. Darüber hinaus bieten Wandelanleihen Anlegern eine zusätzliche Möglichkeit, ihr Portfolio zu diversifizieren. Sie ermöglichen den Zugang zu Emittenten, die ausschließlich diese Art von Anleihen als Finanzierungsinstrument nutzen. Dabei handelt es sich oft um mittelständische Unternehmen mit großem Wachstumspotenzial.

BOND MAGAZINE: Die Zinsen in den Industrieländern steigen. Wirkt sich das auf die Anlageklasse aus?

Brillois: Wandelanleihen entwickeln sich historisch gesehen trotz steigender Zinsen gut. Grund dafür ist, dass sie lediglich eine moderate Zinssensitivität von durchschnittlich etwa 2% aufweisen. In den letzten 20 Jahren konnten Wandelanleihen in jedem Jahr, in dem die Zinsen für 10-jährige US-Staatsanleihen gestiegen sind, eine positive Wertentwicklung erzielen.

BOND MAGAZINE: Welche Wandelanleihemärkte sind aus Ihrer Sicht aktuell attraktiv?

Brillois: Derzeit sind Wandelanleihen in Europa günstig und auf dem Weltmarkt immerhin fair bepreist. Hauptindikator hierfür ist die implizite Volatilität von Wandelanleihen, die in Europa deutlich und auf dem globalen Markt leicht unter dem historischen Durchschnitt liegt. Europäische Wandelanleihen sind zwar günstig, allerdings ist der Immobiliensektor dort stark vertreten und dieser wird tendenziell durch steigende Zinsen negativ beeinflusst. Positiv ist hingegen, dass Wandelanleihen aus verschiedenen anderen europäischen Sektoren, wie zyklische Konsumgüter oder Industrierwerte, die in den letzten 18 Monaten emittiert wurden, eine echte Asymmetrie und Konvexität aufweisen, insbesondere bei Unternehmen mit mittlerer Marktkapitalisierung.

BOND MAGAZINE: Was ist mit den Wandelanleihemärkten in den USA oder Asien? Lohnt sich dort der Einstieg?

Brillois: Einige Teilspektoren im NASDAQ scheinen überbewertet, aber Wachstumssektoren wie Technologie und Telekommunikation bleiben in den USA attraktiv. Da der Primärmarkt dort zuletzt sehr aktiv war und sich dies fortsetzen dürfte, sollte er Wandelanleihen mit einem besseren asymmetrischen Profil hervorbringen, was es uns ermöglicht, jene Wandelanleihen zu ersetzen, die zu aktien- oder zu anleiheähnlich geworden sind. Der japanische Wandelanleihemarkt hingegen ist klein. Die Zahl der Wandelanleihen, die sowohl Aktien- als auch Anleihekmale aufweisen, liegt bei rund 60. Viele der globalen Fonds investieren daher in dieselben Anleihen, was den Markt vergleichsweise teuer macht. Insgesamt ist in Asien der Primärmarkt seit Jahren sehr schwach und das Universum der

Wandelanleihen hat sich verengt. Die meisten asiatischen Wandelanleihen sind anleiheähnlich und daher nicht in der Lage, das von uns angestrebte Renditeniveau zu bieten. Wir bevorzugen deshalb Anlagen in US-amerikanische Wandelanleihen auf asiatische Aktien, die ein ausgewogeneres Profil und eine höhere Liquidität aufweisen.

BOND MAGAZINE: Die Dynamik der globalen Neuemissionen hat sich seit Jahresbeginn deutlich beschleunigt. Wie bewerten Sie das?

Brillois: Uns kommen diese neuen Wandelanleihen gelegen. Sie bieten zusätzliche Anlagemöglichkeiten, insbesondere wenn sie von Unternehmen ausgegeben werden, die neu in der Wandelanleihewelt sind. Hinzu kommt, dass diese neuen Wandelanleihen generell konvex sind, was das Risiko-Rendite-Profil der gesamten Anlageklasse verbessert. Unsere aktuelle Strategie legt den Fokus stark auf Konvexität. Die zahlreichen Neuemissionen helfen uns, die Wandelanleihen eines Emittenten durch andere des gleichen Emittenten mit einem höheren „Bond Floor“ und einer besseren Konvexität zu ersetzen.

BOND MAGAZINE: Wie gehen Sie bei der Auswahl der Titel für Ihr Portfolio vor?

Brillois: Wir verfolgen einen Fundamentalanalyseansatz. Der Aufnahme in unser Portfolio geht eine gründliche Prüfung der Kreditqualität des Emittenten voraus sowie eine finanzielle Analyse der zugrunde liegenden Aktie, der quantitativen Aspekte und der rechtlichen Rahmenbedingungen der Wandelanleihe. Das resultierende Portfolio umfasst zwischen 60 und 75 Positionen, wodurch es diversifiziert, aber immer noch viel konzentrierter ist als unsere Benchmark, der Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index, der über 200 Positionen umfasst. Wir wenden eine begrenzte Anzahl von

Top-down-Filtern auf unser resultierendes Portfolio an, um von der Expertise unseres Makro-Research-Teams zu profitieren, ohne den wichtigsten Vorteil von Wandelanleihen zu reduzieren: ihre Konvexität.

BOND MAGAZINE: Berücksichtigen Sie dabei auch ESG-Kriterien?

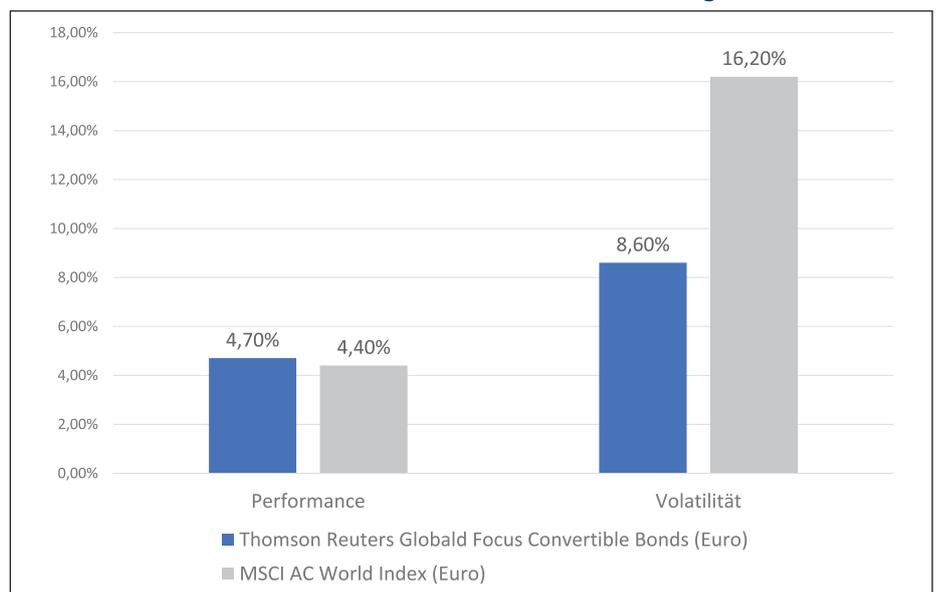
Brillois: Ja. Unsere Analyse umfasst auch ESG-Kriterien. Wir greifen hier auf das Research eines externen Anbieters zurück, der auf ESG- und SRI-Analysen spezialisiert ist. Auf diese Weise können wir für jeden Emittenten ein ESG-Scoring erstellen, das die Bereiche Personal, Umwelt, Menschenrechte, Geschäftsverhalten, Beteiligung der Gemeinschaft und Governance umfasst. Darüber hinaus versuchen wir bei der Betrachtung der Bilanz eines Unternehmens Risiken im Zusammenhang mit ESG-Themen zu identifizieren.

BOND MAGAZINE: Welche Risiken sollten Investoren bei Wandelanleihen im Blick haben?

Brillois: Wandelanleihen weisen global gesehen ein Aktienexposure von durchschnittlich etwa 50% auf, was die Hauptquelle für Rendite und Risiko darstellt. Das bedeutet, dass bei einem Rückgang der Aktienmärkte um 5% mit einem Rückgang der Wandelanleihen um 2,5% oder mehr zu rechnen ist. Das Aktienrisiko kann etwas abgeschwächt werden, indem der Anleger bei der Auswahl von Anleihen eine gründliche Kreditanalyse vornimmt, um sicherzustellen, dass der „Bond Floor“ im Falle eines Absturzes der zugrunde liegenden Aktie bestehen bleibt.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.

Abb. 1: Wandelanleihen und Aktien im Zehn-Jahres-Vergleich



Thomson Reuters Global Focus Convertible Bonds Index in Euro | MSCI AC World Index in Euro

Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters | Stand: 30.12.2017

Langfristig ist Vorsicht bei Hochzinsanleihen geboten

Text: Andrea Iannelli, Fidelity International

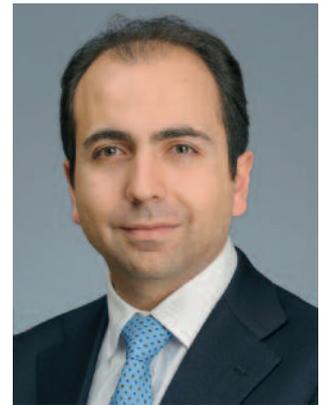
Im Juli haben sich die High Yield-Märkte kräftig erholt, beflügelt durch die wieder reichlicher fließenden Anlegergelder und das geringe Angebot. Aber auf längere Sicht sind wir bei Hochzinsanleihen wegen der hohen spätzyklischen Bewertungen eher vorsichtig. Zumal die G4-Zentralbanken ihre Bilanzen ab der Jahreswende schrumpfen werden, was stark fremdfinanzierte Unternehmen empfindlich treffen dürfte.

Zwar haben sich die Fundamentaldaten von Hochzinsemitenten in den letzten Quartalen dank steigender Gewinne verbessert. Aber die Fortsetzung dieses Trends ist in erheblichem Maße von der Konjunkturlaufentwicklung abhängig. Anleger sollten deshalb in dieser spätzyklischen Phase Verschuldungs- und Bewertungskennzahlen besonders im Auge behalten. Bei einer Ausfallrate von weltweit 2,9 Prozent bei spekulativen Anleihen in den letzten zwölf Monaten und einem Spread von 370 Basispunkten zu Staatsanleihen ist eine langfristig adäquate Entlohnung nicht gegeben.

Für den Euroraum wurden die Wachstumserwartungen für 2018 und 2019 wegen der Unsicherheit beim Brexit und bei Italien zurückgeschraubt. Das verdüstert den Gewinnausblick und wird sich vermutlich in einer tendenziellen Verschlechterung der Ratings niederschlagen.

An den amerikanischen High Yield-Märkten unterstreicht das deutlich bessere Abschneiden von Anleihen mit CCC Rating, dass sich in den Bewegungen an den Kreditmärkten eher Zins- und technische Trends als fundamentale Risiken spiegeln: Seit Jahresbeginn haben CCC Papiere 5,6 Prozent zugelegt, Titel aus der BB Kategorie dagegen 0,5 Prozent verloren. Unternehmensanleihen mit hohem Marktrisiko werden stark vom Konjunktur- und Ertragszyklus beeinflusst. Unternehmen mit stark gehebelter Kapitalstruktur sind derzeit in hohem Maße den sich verschärfenden Liquiditätsbedingungen ausgesetzt. Dies gilt vor allem für die USA, wo die Notenbank Fed derzeit die Zinsschraube anzieht und in diesem Jahr ihre Bilanznormalisierung beschleunigt hat.

Bei Spreads von 352 Basispunkten und einer Ausfallrate in den USA von 3,4% in den letzten zwölf Monaten werden Anleger nach unserem Dafürhalten noch nicht einmal für die mit einem stabilen Ausfallumfeld einhergehenden Risiken angemessen entschädigt – von einer Rezession ganz zu schweigen. Das gilt insbesondere für die Branchen Medien, Einzelhandel und Konsumgüter. Hierbei handelt es sich jedoch um spätzyklische Probleme. Insgesamt sind wir bei unserer Titelauswahl zwar vorsichtig, haben bei Hochzinspapieren aus den USA aber



Andrea Iannelli,
Investment Director, Fidelity International

wieder eine neutrale taktische Positionierung eingenommen. Damit verschiebt sich unsere Präferenz weg von Europa. Denn für den US-Markt sprechen neben der besseren Liquidität und Diversifizierung auch der weiterhin günstige Wachstumstrend der heimischen Wirtschaft.

Asien als langfristiger Trend?

Auch in Asien haben sich Hochzinsanleihen stark erholt. Wir sind jedoch der Überzeugung, dass es sich dabei nur um ein kurzes technisches Aufbäumen vor einem massiven Einbruch handelt und stärker mit dem Versiegen der lokalen Nachfrage zu tun hatte. Es spiegelt unserer Meinung nach kein besseres technisches Umfeld wider – auch wenn die Spreads sich drastisch von ihren weitesten Niveaus im Juli bei 693 Basispunkten auf derzeit 579 Basispunkte verengt haben.

Inzwischen sind die Bewertungen wieder besser, wie Renditen von 8,5% bei den zusammengefassten Indizes zeigen. Und da zudem die lokalen Käufer langsam an den Markt zurückkehren, sind wir wieder zu einer neutralen Positionierung übergegangen. Eine Rückkehr zu den engen Spreads vom Anfang des Jahres halten wir jedoch für unwahrscheinlich und konzentrieren uns daher auf Carry-Chancen.





UGANDA © Matthias Steinbach

MIT IHRER HILFE RETTET ÄRZTE OHNE GRENZEN LEBEN.

WIE UNSER ARZT MICHAEL ABOUYANNIS IM FLÜCHTLINGSLAGER DZAIPI IN UGANDA: Insgesamt sind knapp eine Million Menschen aus dem Bürgerkriegsland Südsudan ins benachbarte Uganda geflohen. Viele sind krank und geschwächt, vor allem Kinder sind mangelernährt. **ÄRZTE OHNE GRENZEN** leistet in vier Flüchtlingslagern umfassende medizinische Nothilfe – und rettet so vielen Menschen das Leben. **Wir hören nicht auf zu helfen. Hören Sie nicht auf zu spenden.**



Spendenkonto:
Bank für Sozialwirtschaft
IBAN: DE72 3702 0500 0009 7097 00
BIC: BFSWDE33XXX

www.aerzte-ohne-grenzen.de/spenden



**MEDECINS SANS FRONTIERES
ÄRZTE OHNE GRENZEN e.V.**

Träger des Friedensnobelpreises

Flache US-Zinsstrukturkurve: Konjunkturlage spricht für Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten

Text: Michael Schorpp, DJE Kapital

Die Zinsstrukturkurve in den USA verflacht. Der Zinsunterschied zwischen kurz- und langlaufenden US-Staatsanleihen ist kleiner geworden. Es droht eine inverse Zinsstrukturkurve. Doch die US-Wirtschaft wächst solide und die Steuerreform stärkt die Bilanzen der Unternehmen. Ist die flache Zinsstrukturkurve, wie in der Vergangenheit, nun Vorbote einer Rezession und welche Anlagooptionen gehen mit der aktuellen Entwicklung einher?

Umkehr der Normalität

In den USA zeichnet sich in jüngster Vergangenheit eine immer flacher werdende Zinsstrukturkurve ab. Derzeit beträgt der Zinsunterschied zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen nur noch 27 Basispunkte. US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 2 Jahren liegen bei 2,59 Prozent, die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen bei 2,86 Prozent. Die Entwicklung zu einer inversen Zinsstrukturkurve deutet sich an. In diesem Fall läge die Rendite für Wertpapiere mit kurzen über der von Wertpapieren mit längeren Laufzeiten. Bei einer gesunden Zinskurve ist die Rendite von Anleihen mit kurzer niedriger als die von Anleihen mit langer Laufzeit, denn das Risiko im Verhältnis zur Zeit ist geringer, und Anleger kurzlaufender Anleihen dürften einen höheren Liquiditätsbedarf haben.

Entwicklung wirkt inverser Zinsstrukturkurve entgegen

In der Vergangenheit war eine abflachende Zinsstrukturkurve meist ein Anzeichen für eine bevorstehende Rezession. Aber nicht jedem wirtschaftlichen Einbruch ging dieses Phänomen voraus, und es muss auch nicht zwingend zu einem inversen Verlauf kommen. Die derzeitige Wirtschaftslage in den USA ist nicht schlecht. Die Inflation steigt langsam weiter an. Niedrige Arbeitslosigkeit, gutes Wirtschaftswachstum, ein staatliches Konjunkturprogramm sowie Steuererleichterungen sind Indikatoren, die dafür sprechen, dass es zunächst noch so weiter läuft. Unsere Erwartung ist deshalb, dass die Renditen für kurz- und längerfristige Anleihen in den nächsten Monaten parallel steigen. Wir rechnen noch nicht mit einer inversen Zinsstrukturkurve.

Unterschiedliche Konjunkturerwartungen bei Anleiheinvestoren

Auch wenn der derzeitige Zinsunterschied zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen gering ist, sind die Erwartungen der Anleger, die Anleihen bis zur Endfälligkeit im Portfolio halten, divergent. Anleger, die in 2-jährige US-Staatsanleihen investieren, gehen von einer positiven Konjunkturerwartung mit leicht steigenden Zinsen aus und legen das Geld nach der



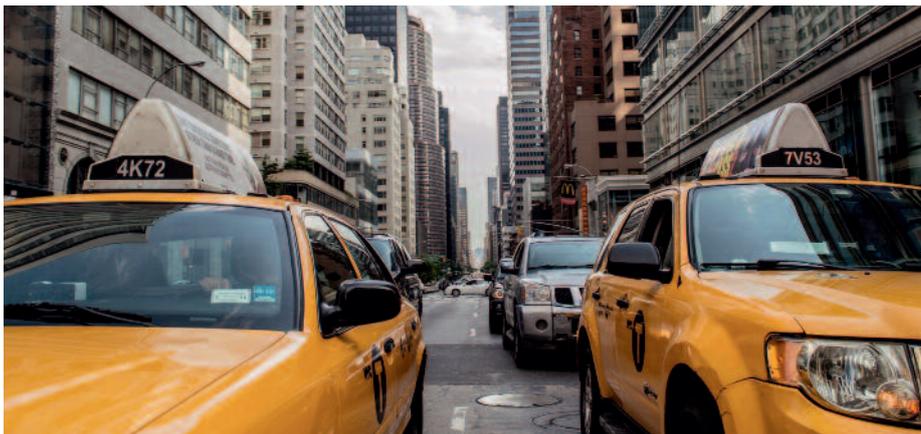
Michael Schorpp, Senior Portfoliomanager und Anleihspezialist bei der DJE Kapital AG und u.a. mitverantwortlich für den DJE-InterCash und den DJE-Renten Global

Endfälligkeit zu höheren Zinsen wieder an. Bei einem Engagement in 10-jährige US-Staatsanleihen glaubt man eher an eine negative Konjunkturerwartung mit sinkenden Zinsen. Deswegen sichern sich Anleger hohe Zinskupons und schieben das Wiederanlagerisiko in die Zukunft.

Fazit:

Unserer Meinung nach ist die US-Konjunktur so gut und die Inflation so hoch, dass die FED den Leitzins weiter erhöhen wird. Dies würde den US-Dollar weiter stärken. Darüber hinaus spricht die Konjunkturlage für den Erwerb von Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten, da die Ausfallrisiken gering erscheinen. In den DJE-Rentenfonds haben wir uns entsprechend positioniert und setzen überwiegend auf Unternehmensanleihen guter Bonität.

Erfahrungsgemäß kommt es bei einem Zinsanstieg auch immer zu kurzfristigen Gegenbewegungen, also zu steigenden Kursen für Anleihen mit langen Laufzeiten. Trifft diese Erwartung zu, werden wir dies durch den kurzfristigen Kauf von Zins-Futures auf US-Staatsanleihen und deutsche Bundesanleihen ausnutzen.



Hoher Sicherheitsfokus behindert Ertragschancen

Ein Großteil der deutschen Sparer will für Sicherheit auf Ertrag verzichten

Text: Robert Steininger

Mehr als drei Viertel der Deutschen schätzen sich bei der Geldanlage als wenig risikofreudig ein: Laut aktuellem Income-Barometer von J.P. Morgan Asset Management hält sich mit 49% rund jeder zweite Befragte für „sehr sicherheitsorientiert“ und möchte sein Kapital lieber erhalten als es zu vermehren. Weitere 27% sehen sich als „eher sicherheitsorientiert“ an, das heißt, sie sind mit geringeren Erträgen zufrieden, solange das Ersparte nicht zu vielen Schwankungen ausgesetzt ist. Doch das ist laut Christoph Bergweiler, Leiter Deutschland, Österreich, Zentral- und Osteuropa sowie Griechenland bei J.P. Morgan Asset Management, eine Milchmädchenrechnung: „Die Angst vor Marktschwankungen ist so groß, dass viele Deutsche lieber auf Rendite verzichten, als auf die Chancen der Kapitalmarkterträge zu setzen. Doch auch wenn diese zugegebenermaßen ein höheres Risiko aufweisen, heben sich die Marktschwankungen ja gerade über die längeren Anlagezeiträume hinweg auf, wie Zeitreihen belegen. Und im anhaltenden Niedrigzinsumfeld findet der Kapitalerhalt der vermeintlich sichereren Sparanlagen auch nur auf dem Papier statt. Wenn die Inflation wie derzeit höher ist als die Zinsen, verliert das Ersparte real an Wert“, so Bergweiler.

Nur wenige sehen sich bereit für das Auf und Ab der Börse

Diese Tatsache hat zumindest ein kleiner Teil der Deutschen auch bereits verinnerlicht und zeigt sich etwas risikofreudiger: So trauen sich laut Income-Barometer 2018 rund 7% der Befragten zu, geringe Schwankungen auszuhalten, wenn die Geldanlagen dafür etwas mehr Ertrag bringen. Und zwei Prozent sagen, sie könnten auch größere Schwankungen gut aushalten, erwarten dafür aber auch eine höhere Rendite.

Anlageziele im Fokus

Dass das Thema Geldanlage für einen Teil der Deutschen nach wie vor nicht auf der Agenda ist, zeigt auch, dass mit 15% der Befragten jeder Siebte seine Risikobereitschaft nicht benennen kann. Christoph Bergweiler betont, dass wer die Augen vor dem aktuellen Niedrigzinsumfeld verschließt, Gefahr läuft, die Anlageziele nicht zu erreichen: „Mit einem Zins von 6% verdoppelt sich eine Anlage in 12 Jahren, bei 4% sind es 18 Jahre, bei 2% 36 Jahre. Ein Zinssatz von 0,5% erfordert dagegen stolze 144 Jahre – und im aktuellen Zinsumfeld erwirtschaften viele Sparprodukte noch weniger. Wer also ein bisschen mehr Risiko in Kauf nimmt, eröffnet sich die Chance, sein An-



Christoph Bergweiler, Leiter Deutschland, Österreich, Zentral- und Osteuropa sowie Griechenland bei J.P. Morgan Asset Management

lageziel in einem realistischen Zeitrahmen zu erreichen.“ Bergweiler betont, dass mit flexiblen Mischfonds, die es in ertragsorientierten und konservativen Ausprägungen gibt, auch weniger risikofreudige Anleger eine breit gestreute und somit weniger schwankungsanfällige Lösung finden. „Da sich Sparen allein bei den anhaltend niedrigen Zinsen nicht mehr rechnet, sind Investmentfonds auch für Anlageeinsteiger eine echte Alternative“, so Christoph Bergweilers Fazit.



Zum Income-Barometer 2018 von J.P. Morgan Asset Management

Das Income-Barometer von J.P. Morgan Asset Management basiert auf einer repräsentativen Befragung durch die Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) unter 2.097 deutschen Frauen und Männern ab 18 Jahren. Insgesamt wurden im März und April 2018 8.198 Privatanleger in Belgien, Deutschland, Großbritannien, Italien, Österreich und Spanien befragt. Die Studie erfasst das aktuelle Spar- und Anlageverhalten der Privatanleger sowie Aspekte wie ihre Zufriedenheit mit verschiedenen Anlageformen, ihren Anlagehorizont, ihre Risikobereitschaft sowie ihre Einstellung zu und Wissen über Zinsen, Fondslösungen und regelmäßige Erträge („Income“).

Chinas tickende Zeitbomben

Text: Greg Kuhnert, Investec

Die Bilanzen der Geschäftsbanken belaufen sich insgesamt auf 300 Prozent des BIP. Im Jahr 2008 lag dieser Wert noch bei unter 200 Prozent. Chinas Wirtschaftswachstum wird seit 2008 zunehmend durch Kredite finanziert. Vor 2008 entsprach eine Krediteinheit einer zusätzlichen BIP-Einheit. Im Jahr 2016 bedurfte es bereits fünf Krediteinheiten für eine Einheit zusätzlichen BIP-Wachstums. Dies ist auch im Kontext einer verhältnismäßig kontrollierten Wirtschaft nicht tragfähig.

Das Tempo und der Umfang des Schuldenaufbaus sind beispiellos, selbst im Vergleich zu den USA der 1920er- und Japan der 1980er-Jahre. Chinas Gesamtverschuldung hat, gemessen am BIP, bereits 260 Prozent überschritten und ist damit vergleichbar mit vielen Industrieländern. Hohe Beamte haben bereits darauf hingewiesen, dass diese Zahl eher noch zu niedrig angesetzt ist.

Der Großteil von Chinas Verschuldung ist auf die Finanzierung der lokalen Regierungen und Staatsunternehmen zurückzuführen. Angesichts der fehlenden klaren Trennung des privaten und öffentlichen Sektors und der sich oftmals überschneidenden Funktionen kann nur schwer konkret festgestellt werden, wann es sich um ertrags- und produktivitätssteigernde Investitionsausgaben und wann um Sozialausgaben handelt. Von großen Staatsunternehmen wird erwartet, dass sie Sozialwohnungen, Sozialleistungen und Pensionen für ihre Belegschaft bereitstellen. Infolgedessen ist die Gesamtverschuldung des Staates scheinbar niedrig, aber unterbewertet, während die Schuldenlast der Staatsunternehmen zu hoch angesetzt wurde.

So genannte Wealth Management Produkte (WMPs) erfreuen sich bei Sparern in China großer Beliebtheit. Dabei handelt es sich üblicherweise um unbesicherte Termineinlagen mit einer Laufzeit von einem Monat bis zu mehreren Jahren. Der WMP-Markt ist

weniger streng reguliert, bietet aber bessere Renditen als normale Bankeinlagen. Oft als Schattenbankensystem bezeichnet, gab es Bedenken, da diese Einlagen dazu verwendet werden, eine riskante und spekulative Kreditvergabe zu fördern, wodurch ein weiteres systemisches Risiko entsteht.

Bis zum Jahr 2016 schoss der noch ausstehende Wert der WMPs auf 30 Bio. Renminbi bzw. ca. 40 Prozent des BIP. Da es in China keinen hoch entwickelten inländischen Markt für Unternehmensanleihen gibt, konnten so Privatunternehmen, die sonst nur schwer an frisches Geld von einer der großen vier staatlich kontrollierten Banken kamen, einen Kredit aufnehmen. Diese „regulatorische Arbitrage“ führte jedoch zu steigenden Finanzspekulationen und einer im Wesentlichen unproduktiven Kapitalallokation. Wären die chinesischen Kapitalmärkte weiter entwickelt, hätten die Gelder, die derzeit in WMPs angelegt sind, ihren Weg in einen Rentenmarkt gefunden, der eine höhere Rendite als einfache Bankeinlagen aufweist bzw. in Aktienmärkte, die dem Investor langfristig eine höhere Rendite (Wertzuwachs + Dividende) als Bankeinlagen eingebracht hätten. Die überhastete Entwicklung einer ausgereifteren Struktur für die chinesischen Kapitalmärkte wird zum Teil gefördert, damit Sparer in transparentere und besser regulierte Instrumente investieren können, als dies bei WMPs der Fall ist.

Obwohl die absolute Verschuldung auf einem Niveau liegt, das in der Vergangenheit in anderen Ländern zu Krisen führte, ist es wichtig, sie vor dem Hintergrund der besonderen Umstände Chinas zu verstehen. Schuldenkrisen sind für China nichts Neues. In den 1990er-Jahren beliefen sich die notleidenden Kredite der vier großen Banken auf erstaunliche 42 Prozent, gemessen am Gesamtkreditvolumen, was eine umfassende Rekapitalisierung des Bankensystems erforderlich machte. Das schnelle



Greg Kuhnert, Portfoliomanager des Investec GSF Asian Equity Fonds und des Investec GSF All China Equity Fonds

Wachstum des Landes in den folgenden zehn Jahren führte jedoch zu einem deutlichen Rückgang der Belastung durch Alt-schulden. Üblicherweise sind Staatsschuldenkrisen jedoch das Ergebnis einer übermäßigen Auslandsverschuldung, die oft wiederum durch einen übermäßigen Konsum befeuert wird. In China verfügen die privaten Haushalte aufgrund der Privatisierung des Immobilienmarktes und der hohen Sparquote über einen hohen liquiden Mittelbestand.

Außerdem müssen die Auswirkungen der extrem hohen Abhängigkeit von einem relativ simplen, bankfinanzierten Wachstumsmodell berücksichtigt werden, das im Vergleich zu den entwickelteren Volkswirtschaften, in denen Eigenkapital eine viel größere Rolle spielt, tendenziell auch die Verschuldung überzeichnet.

Demografischer Wandel

Im Jahr 2030 wird wahrscheinlich Indien, und nicht China, mit 1,53 Mrd. Menschen das bevölkerungsreichste Land der Erde sein. Chinas Bevölkerung soll laut Prognose

sen 1,41 Milliarden Menschen zählen. Auch im Jahr 2030 wird die Demografie Chinas einige Probleme mit sich bringen: Die positiven Auswirkungen der Land-Stadt-Migration (20 Mio. Personen pro Jahr bzw. mindestens 200 Mio. bis 2030) werden sich erheblich abschwächen; bis 2030 wird das Land aufgrund der alternden Gesellschaft und des Rückgangs der erwerbstätigen Bevölkerung vor Schwierigkeiten stehen.

Das chinesische Wirtschaftswunder der letzten 40 Jahre wurde durch eine Reihe von Faktoren ermöglicht. Einer der wesentlichen war der effektive Einsatz des gewaltigen Arbeitskräftepotenzials des Landes. Hunderte Millionen chinesischer Arbeiter verließen ihre Heimatdörfer und suchten Arbeit in Fabriken oder auf Baustellen. So trugen sie zur rasanten Urbanisierung und zum wirtschaftlichen Aufstieg des Landes bei. Die Einführung der Ein-Kind-Politik im Jahr 1979 ging einher mit Chinas wirtschaftlicher Liberalisierung. Das Land profitierte von der so genannten „demografischen Dividende“, d.h. einem Anstieg des Arbeitskräftepotenzials, gemessen an der Gesamt-

bevölkerung. Die geburtsstarken Jahrgänge der 1950er- und 1960er-Jahre wurden als effiziente Arbeitskräfte in der Produktion eingesetzt. Aufgrund der Ein-Kind-Politik spielte die Familienplanung für sie jedoch nur eine untergeordnete Rolle.

Nach Angaben der nationalen Statistikbehörde wurden im Jahr 2017 in China 17,23 Millionen Kinder geboren, 630.000 weniger als im Vorjahr. Das waren weit weniger als die 20 Millionen, die die Behörde zuvor geschätzt hatte. Die Vergleichszahl aus dem Jahr 1987 belief sich noch auf 25,3 Millionen Geburten. Die Lockerung der Ein-Kind-Politik im Jahr 2013 und ihre spätere de facto Abschaffung haben anscheinend nur wenig dazu beigetragen, dem Trend einer sinkenden Geburtenrate entgegenzuwirken. Es hat den Anschein, als ob die Familienplanung in China mit der in Deutschland und Japan vergleichbar ist und der Kinderwunsch mit steigendem Einkommen merklich zurückgegangen ist. Dies ist unabhängig davon, ob die Gründung größerer Familien nun erlaubt ist oder sogar aktiv gefördert wird.

China muss sich der harten Realität stellen, dass die Bevölkerung des Landes schneller altert als bisher angenommen, selbst bei einer Geburtenrate von 1,5. Wie Japan zeigt, ist die Alterung und Schrumpfung der Bevölkerung tendenziell mit einem niedrigeren Schuldenstand und einer deutlich geringeren Wachstumsrate verbunden.

Der Anteil der Menschen im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung erreichte seinen Höhepunkt im Jahr 2012 und nimmt seitdem eine rückläufige Entwicklung. Dies führt zu einem allmählichen Rückgang des Vorteils, den das Land mit seinen Arbeitskräften genießt, und der Bevölkerungsdividende, die Chinas rasantes Wirtschaftswachstum seit den eingeführten Reformen und der Öffnung unterstützt hat. Dies wird den Druck auf ein völlig unzureichendes System der Renten- und Gesundheitsversorgung erhöhen, weshalb es für China unerlässlich ist, „wohlhabend zu werden, bevor die Bevölkerung altert“.

China muss wohlhabend werden, bevor die Bevölkerung altert

Vielleicht lässt Präsident Xi deshalb die Führungsfrage auf absehbare Zeit aus der politischen Debatte in China außen vor, weil das kommende Jahrzehnt wohl ein kritisches für das Land sein wird. Es muss diese Zeit klug nutzen, um seine Wirtschaft – in mancher Hinsicht radikal – umzustrukturieren, bevor der abflauende demografische Rückenwind zu einem starken Gegenwind wird. Die chinesische Führung, die seit dem Jahr 1979 quasi ein Wirtschaftswunder vollbracht hat, hat nicht die Absicht, das Land „den japanischen Weg“ gehen zu lassen, nur wenige Jahrzehnte, nachdem es zur größten Volkswirtschaft der Welt wurde. Bereits nach den Opiumkriegen Mitte des 19. Jahrhunderts musste China diese Spitzenposition abgeben, damals an Großbritannien.



Eskalation des Handelskrieges könnte das Weltwirtschaftswachstum ausbremsen

Text: David Oliphant, Columbia Threadneedle Investments

Im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere war die erste Jahreshälfte eine Herausforderung. Die Renditen sind eher negativ als positiv, das heißt: Die Bereiche, die positive statt negative Renditen erzielten, sind die große Ausnahme.

Warum ist das so? Erstens stiegen die Anleiherenditen aufgrund der Erwartung, dass die US-Notenbank die Zinsschraube anziehen würde, was sie anschließend auch tat. Auch Befürchtungen, dass die Europäische Zentralbank ihren außergewöhnlich expansiven Kurs über die nächsten ein, zwei Jahre umkehren könnte, spielten eine Rolle. Eine weitere Herausforderung waren im zweiten Quartal die Spreads in Risikomärkten einschließlich Investment Grade, hochverzinsliche Papiere und Schwellenländeranleihen. Dies war zum Teil auf die politische Unsicherheit in der Eurozone (z.B. in Italien) sowie auf Befürchtungen hinsichtlich steigender Handelsspannungen und möglicher Handelskriege zurückzuführen. Außerdem erhöhte sich das Risiko in bestimmten Schwellenländern, so unter anderem in der Türkei, in Argentinien, Brasilien und Mexiko.

Wenn wir uns die Schwellenländer genauer ansehen, lagen die Spreads im Januar unter 300 Bp., bevor sie sich um rund 100 Bp. ausweiteten; sie sind allerdings wieder etwas zurückgegangen. Am Markt herrschte vermutlich etwas zu viel Nachlässigkeit, während ein stärkerer US-Dollar und gewisse landesspezifische Probleme nicht gerade von Vorteil waren.

Bei den Unternehmensanleihen im Hochzins- und Investment Grade-Bereich begannen wir das Jahr mit einem ziemlich verhaltenen Ausblick und hielten unsere Risikoexposition nahe der Benchmark. Darüber hinaus hatten wir im Rahmen unserer Sektorrotation unser Engagement in risikoreicheren Sektoren verringert.

Was entsprach den Erwartungen und was hat in den ersten sechs Monaten überrascht?

Die geringen Renditen haben nicht sonderlich überrascht, da wir das Jahr mit der Vorstellung angingen, dass sie im gesamten Segment der festverzinslichen Instrumente im niedrigen einstelligen Bereich liegen würden, und wir waren gewiss nicht allzu optimistisch. Uns ist bewusst, dass die Zinssätze trotz der leichten Erholung in den USA weltweit gesehen auf einem relativ niedrigen Niveau verharren, und die Anleiherenditen sind ebenfalls mager.

Im Mai weiteten sich die Spreads von Unternehmensanleihen aus, und auch wenn wir nicht unbedingt damit gerechnet haben, so hatten wir uns doch für diesen Fall in Stellung gebracht. Grund für diese Ausweitung waren erneut nicht zwangsläufig Faktoren, die wir vorhergesagt hatten. So ist es zum Beispiel generell äußerst schwierig, einen Schulterchluss zwischen zwei sehr verschiedenartigen politischen Parteien in Italien vorherzusehen oder abzuschätzen, was in Sachen Handelskrieg oder im Hinblick auf den Brexit auf uns zukommt. Nichtsdestoweniger waren wir davon ausgegangen, dass es die britische Wirtschaft härter treffen würde.

Ende 2017 hatten wir den Eindruck, dass die Weltwirtschaft gut aufgestellt war und Fahrt aufnahm, und der Optimismus hinsichtlich der Wirtschaft war ziemlich groß. Seitdem hat sich deutlich gezeigt, dass die tatsächlichen Wirtschaftsdaten diesem Optimismus im Jahresverlauf nicht gerecht geworden sind. Wie es aussieht, ist der extreme Optimismus zum Jahresende mittlerweile in extremen Pessimismus umgeschlagen, und es gibt Anzeichen dafür, dass die Wirtschaftsdaten besser ausfallen als vom Marktkonsens erwartet. Das gilt sowohl für die harten als auch für die weichen Daten. In beiden Fällen waren insgesamt schwächere Daten und sinkende Konsensprognosen zu



David Oliphant, Executive Director,
Fixed Income Investments,
Columbia Threadneedle Investments

verzeichnen, doch nun ist die Talsohle erreicht – insbesondere in der Eurozone.

Was erwarten Sie für Ihren Bereich in den nächsten sechs Monaten?

Im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere wird das Umfeld schwierig bleiben. Die Renditen sind weiterhin gering, und da sich ihr Ausgangspunkt häufig als ein geeigneter Indikator für die nachfolgenden Renditen erwiesen hat, könnten unseres Erachtens recht niedrige Renditen zu erwarten sein.

Was uns schon eher ermutigt, ist die leichte Ausweitung der Credit Spreads sowohl bei Investment Grade-Papieren als auch im Hochzinsbereich infolge der bereits genannten Faktoren, und wir sind der Ansicht, dass das Bewertungsargument – wenngleich es unserem neutralen Ausblick kein Aufwärtssignal sendet – in diese Richtung geht.

In unseren internen Meetings war die Stimmung gegenüber den Märkten in den letzten Wochen optimistischer (vor allem aufgrund der vielversprechenderen Bewertungen), doch wir sind uns insbesondere bei Anlagen am Kreditmarkt darüber im Klaren, dass wir uns in einer sehr reifen Phase des Kreditzyklus befinden. Wir beobachten anhaltende Aktivität im M&A-Bereich, und auch wenn wir damit rechnen, dass die Unternehmen in der nächsten Berichtssaison ordentliche Ergebnisse ausweisen werden, wird das wahrscheinlich eher den Aktionären zugutekommen als den Anleihegläubigern.

Was das Umfeld für die Schwellenmärkte angeht, sind die Rohstoffpreise recht hoch und die Weltwirtschaft entwickelt sich relativ gut. Allerdings müssen wir uns um einzelne Regionen sorgen (Türkei, Argentinien, Brasilien usw.). Die weltweiten Wachstumsbedingungen sind ermutigend, wobei das Bewertungsargument, das im Januar fehlte, jetzt wahrscheinlich von größerer Bedeutung ist (die Spreads liegen heute rund 370 Bp. über US-Treasuries, während sie im Januar unter 300 Bp. lagen). Angesichts dessen weisen unsere Schwellenmarktportfolios in Risikopositionen der Schwellenländer eine leichte Übergewichtung auf.

Im Hinblick auf die Geopolitik können wir nur sagen, dass wir einen Rückgang des weltweiten Wachstums für den Fall erwarten, dass die globale Handelsrhetorik (die sich täglich zu ändern scheint) in einen ausgewachsenen Handelskrieg mündet. Zum einen mindert das den Inflationsdruck, zum anderen verringert es die Notwendigkeit eines Zinsanstiegs.

Was sind die wichtigsten Chancen und Herausforderungen für Anleger in der zweiten Jahreshälfte?

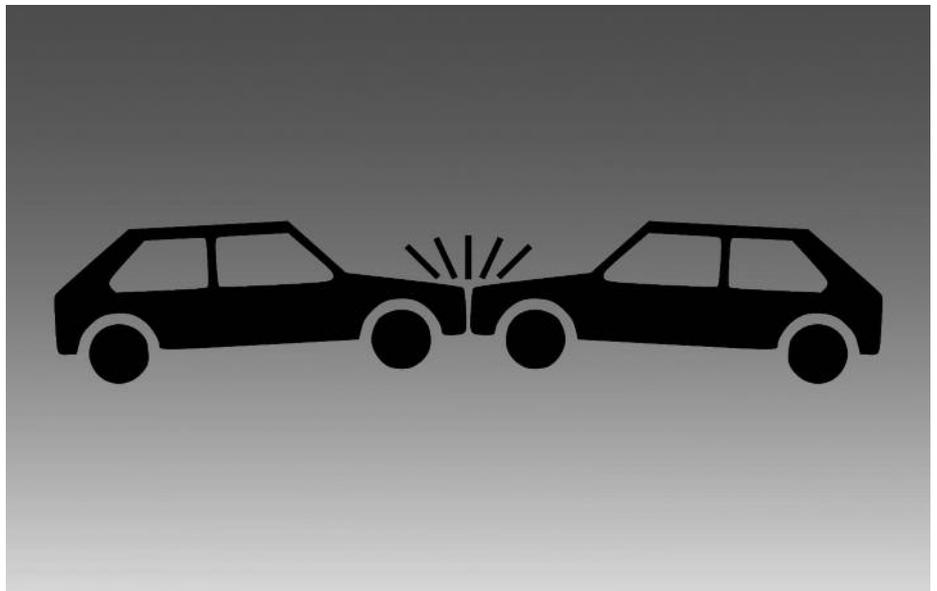
Das Wachstum der Weltwirtschaft erscheint weiterhin angemessen, und bislang haben sich das globale Wachstum und die niedri-

gen Arbeitslosenquoten noch nicht in den Löhnen und der realen Inflation niedergeschlagen, was für den Bereich der festverzinslichen Wertpapiere und andere Märkte entscheidend wäre. Sollte es zu einem Anstieg der Inflation kommen, wäre es (insbesondere in Europa) ziemlich lächerlich, am Quantitative Easing und Negativzinsen festzuhalten, doch bisher ist es noch nicht so weit, und vorerst können wir auch keine deutliche Steigerung der Produktivität erkennen. Verantwortlich könnte eine Kombination aus verschiedenen Faktoren sein: Globalisierung, Einsatz von Robotern, Technologie, Bevölkerungsalterung und sinkende gewerkschaftliche Organisation. Doch was auch immer die wahren Gründe sind, die Inflation schlägt sich noch nicht nieder. Solange die Inflation eingedämmt ist, werden sich die Anleiherenditen nicht normalisieren.

Bei Investment Grade- und Hochzinsanleihen wird unser Erfolg auf aktives Management zurückzuführen sein. Unserer Ansicht nach werden wir wahrscheinlich mehr Erfolg damit haben, den richtigen Emittenten

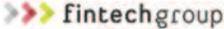
und das richtige Wertpapier auszuwählen, als zum Beispiel das Ergebnis des Brexit vorherzusagen oder gewagte Entscheidungen zur Duration zu treffen. Daher werden wir uns auf unsere wahren Kompetenzen besinnen und erwarten, unsere Überschussrenditen hauptsächlich mit dieser Strategie zu erzielen.

Das Jahr lief für uns ziemlich gut an, und wir haben im Laufe des Zyklus nachweislich gute relative und risikobereinigte relative Renditen erzielt.



Transparenz ist der Anfang eines jeden erfolgreichen Investments.

Unser Research schafft Transparenz.

 USU Software AG <i>Prime Standard</i> Research seit Q4/2005	 F24 AG <i>m:access</i> Research seit Q3/2006			
 EQS Group AG <i>m:access</i> Research seit Q3/2006	 AGROB Immobilien AG <i>Regulierter Markt</i> Research seit Q3/2006	 Ludwig Beck AG <i>Prime Standard</i> Research seit Q3/2007	 Haemato AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q4/2007	 Cenit AG <i>Prime Standard</i> Research seit Q2/2008
 Syzygy AG <i>Prime Standard</i> Research seit Q4/2008	 KPS AG <i>General Standard</i> Research seit Q1/2010	 Euromicron AG <i>Prime Standard</i> Research seit Q4/2010	 Helma AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q1/2011	 MPH AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q2/2011
 MS Industrie AG <i>General Standard</i> Research seit Q2/2012	 Sygnis AG <i>Prime Standard</i> Research seit Q3/2013	 MagForce AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q2/2015	 FinLab AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q3/2015	 FinTech Group GmbH <i>Entry Standard</i> Research seit Q4/2015
 artec technologies AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q1/2016	 Verona Pharma plc <i>London Stock Exchange</i> Research seit Q1/2016	 Eyemaxx Real Estate AG <i>General Standard</i> Research seit Q2/2016	 Deutsche Grundstücksauktionen AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q2/2016	 M1 Kliniken AG <i>Entry Standard</i> Research seit Q4/2016

Auszug aus über 100 Unternehmen

Unsere Leistungen

- Unternehmensanalyse / Research
- Kapitalmarktberatung
- Kapitalmarktkonferenzen

Kontakt

GBC AG
Tel.: +49 821 241 133 - 0
office@gbc-ag.de

