

„FUßNOTE“: VIER GEWINNT – JE MEHR OPTIONEN, DESTO WAHRSCHENLICHER EINE ERFOLGREICHE REFINANZIERUNG

Ein Blick auf den KMU-Anleihemarkt von Markus Knoss, BankM AG

2022 trifft am KMU-Anleihemarkt ein hoher Refinanzierungsbedarf auf zurückhaltende Investoren. Wer keine überdurchschnittlichen Zahlen, ESG-Konformität oder das ein oder andere strukturelle Bonbon bieten kann, sollte rechtzeitig über Eigenkapital nachdenken. Vergleiche mit der Situation vor fünf Jahren sind jedoch unangebracht.

Der Schlussakkord in Moll hat sich seit unserem Jahresrückblick von Ende November zu einem dunkel grollenden Crescendo verstärkt. Zumindest vordergründig: Von der Hausdurchsuchung bei der Deutschen Lichtmiete über die Insolvenz der Green Energy bis zu den Plänen von Paragon zur Laufzeitverlängerung, dominieren negative Schlagzeilen die aktuelle Berichterstattung über den KMU-Anleihemarkt. Immer häufiger werden Parallelen zur Situation vor fünf Jahren gezogen. 2016/17 war es zu zahlreichen Ausfällen gekommen und das Neuemissions-

volumen fiel auf den tiefsten Stand der noch jungen Segmentgeschichte.

Doch der Vergleich wird der Situation nicht gerecht. Viele der damaligen Krisenfälle entstammten der ersten Generation an Mittelstandsanleihen. Hervorgegangen aus den Nachwehen der Finanzkrise, waren die Bilanzen vieler Emittenten immer noch angeschlagen. Der Weg der Bondfinanzierung war oftmals die einzige Chance an frisches Geld zu gelangen und nicht wie heute eine aktive Auswahlentscheidung für eine nachhaltige Kapitalmarktstrategie. Übertrücht wurde dies von einem Schleier bekannter Markennamen, der die Verzinsung als Risikoindikator vernebelte. Die begleitende Goldgräberstimmung tat ihr Übriges. Geschäftsmodelle wurden nicht ausreichend geprüft, transparente Kommunikation war Mangelware. ▶



MARKUS KNOSS

Andere Situation als 2016/2017

Kurzum: Die Ausfälle waren Ausdruck eines Versagens auf ganzer Linie. Heute lässt sich das so nicht sagen. Die Bilanzen sind überwiegend immer noch solide, die Transparenz ist gemäß der jüngsten Auswertung von IR.on so hoch wie nie und professionelle Begleiter wie BankM sind nach und nach dazugekommen. Der Markt hat zweifelsfrei dazugelernt. Sonst wäre er angesichts einer anhaltenden Pandemie, schwerwiegender Lieferkettenengpässe und immer weiter steigender Materialkosten schon längst kollabiert. Stattdessen wurde noch im Herbst 2021 am Allzeithoch gekratzt. Das sagt viel über die gewachsene Stärke aus. Nicht vergessen, 2016/2017 befand sich die Wirtschaft in einem stabilen Aufschwung.

Insgesamt darf der Lackmus-Test mit Blick auf die vergangenen beiden Jahre bis auf weiteres deshalb ohne Zweifel als bestanden gelten. Dass Emittenten vereinzelt ins Straucheln geraten und vielleicht auch einmal ein fauler Apfel auffällig wird, ist Teil des Geschäfts - im Segment für KMU-Bonds wie überall sonst am Kapitalmarkt. Was grundsätzlich für jede Phase richtig ist, muss im aktuellen Umfeld erst recht gelten. Doch sich gut zu schlagen ist eine Sache, eine Refinanzierung zu erhalten eine zweite. Denn natürlich verhalten sich viele Investoren aktuell zurückhaltend. Dafür gibt es segmentspezifische Gründe, doch vor allem die gestiegene Inflation beschäftigt Anleger. Die Aussicht auf Zinserhöhungen ließ die Kurse am Rentenmarkt zuletzt einbrechen, die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen sind erstmals seit mehr als zweieinhalb Jahren wieder positiv.

Hausaufgaben machen

Neue KMU-Emissionen werden dadurch nicht einfacher. Gleichzeitig ist der Refinanzierungsbedarf hoch. 15 Anleihen in kumulierter Höhe von knapp 800 Millionen Euro laufen 2022 aus, das Gros in der zweiten Jahreshälfte. Das entspricht drei Vierteln des 2021 emittierten Gesamtvolumens. Die Ausgangslage ist dabei extrem unterschiedlich und reicht von Restrukturierungsfällen wie Paragon bis zu erfahrenen Mehrfachemittenten wie Metacorp, NZWL oder Photon Energy. Letztgenannte haben ihre Hausaufgaben schon vergangenes Jahr gemacht. Alle drei Gesellschaften begaben 2021 neue

Anleihen unter Einbindung eines Umtauschangebots für die Gläubiger der auslaufenden Bonds. Dieses Mittel hat sich in den vergangenen Jahren bereits häufiger als gute Wahl erwiesen.

Neben dem Track-Rekord überzeugten auch die Zahlen. So hat Metacorp auf Basis vorläufiger Werte für das Geschäftsjahr 2021 erst kürzlich das beste Ergebnis der Unternehmensgeschichte verkündet. Der Spezialist für Beschaffung, Produktion, Abbau und Vermarktung von Metallen und Mineralien profitiert dabei von seinem sehr risikoaversen Geschäftsmodell. Wir halten fest: Auch im aktuellen Marktumfeld gute Chancen auf eine Refinanzierung haben Emittenten, die nachhaltig stabile Erträge erwirtschaften und rechtzeitig mit der Strukturierung beginnen, am besten mit Umtauschangebot und zusätzlichen Sicherheiten. Eine Sonderstellung nehmen Green-Bonds ein. Hier ist die Nachfrage ungebrochen hoch, wie die jüngsten Emissionen von Photon Energy, reconcept oder S Immo zeigen.

Debt-to-Equity-Swap einmal anders

Wer keine dieser Karten spielen kann, sollte bei der Refinanzierung verstärkt auf die Eigenkapitalseite schauen. Hier scheint das Emissionsfenster trotz aller Unwägbarkeiten aktuell einen Spalt weiter geöffnet. Mit ihrer Kapitalmarkterfahrung können bonderprobe Unternehmen dies für sich nutzen. Ein Listing als Voraussetzung ist relativ schnell und unkompliziert möglich, die Regularien größtenteils bekannt. Eine Eigenkapitalaufnahme würde nicht nur den akuten Finanzierungsbedarf lösen, sondern die gesamte Finanzierungsstruktur verbessern. Nicht umsonst ist der Debt-to-Equity-Swap in Restrukturierungssituationen so beliebt. Warum sich dies also nicht zunutze machen, so lange man selber im Driver-Seat sitzt? Mit erhöhter Eigenkapitalquote ist dann auch die Fremdkapitalaufnahme wieder deutlich einfacher.

Die Märkte werden auch in den kommenden Monaten volatil bleiben. Umso wichtiger ist es, sich Optionen zu schaffen. Spätestens wenn aus den derzeitigen Dissonanzen die ersten hellen Frühlingsmelodien erwachen, gilt es handlungsfähig zu sein.

Markus Knoss, BankM AG

