

# GREEN BONDS

EIN SPECIAL DES BOND MAGAZINE

8. Jahrgang – 11.07.2018 – [www.green-bonds.com](http://www.green-bonds.com)

## INHALT 11.07.2018

|   |          |
|---|----------|
| <b>Editorial</b>  | Seite 3  |
| <b>Kurz notiert</b>   | Seite 4  |
| <b>GREEN BONDS</b><br>Hohes Wachstum<br>bei Green Bonds           | Seite 8  |
| <b>Neuemissionen</b><br>Debt Capital Markets Review               | Seite 10 |
| SUNfarming – Wie belastbar<br>sind die Sicherheiten?              | Seite 12 |
| Interview mit<br>Martin Tauschke,<br>SUNfarming GmbH              | Seite 14 |
| <b>Investment</b><br>Analyse innogy                               | Seite 16 |
| Analyse 7C Solarparken  | Seite 18 |
| Interview mit<br>Clemens Wohlmuth,<br>Photon Energy N.V.          | Seite 20 |
| <b>Schuldscheindarlehen</b><br>Einbruch am Schuldschein-<br>markt | Seite 22 |
| Impressum   | Seite 3  |

## SUNfarming GmbH

Wie belastbar sind die Sicherheiten?



Text: Christian Schiffmacher

Die SUNfarming GmbH, ein Projektentwickler von Photovoltaikanleihen, emittiert eine 5-jährige Anleihe mit einem Volumen von bis zu 15 Mio. Euro und einem Kupon von 6,50% p.a. (ISIN DE000A2LQZZ1).

Die SUNfarming-Gruppe ist Teil der „Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie“, die aus der ALENSYS Alternative Energien AG und der BPG Beteiligungs- und Projektmanagement GmbH besteht. Alleinige Gesellschafter von ALENSYS und BPG sowie Kommanditisten der von ALENSYS gehaltenen Projektgesellschaften sind die Gesellschafter der Emittentin, Peter Schrum und Martin Tauschke.

Die Emittentin ist als Projektentwickler und Generalunternehmer tätig. Sie ist spezialisiert auf die Realisierung von schlüsselfertigen Photovoltaikprojekten, die an Investo-

ren, gewerbliche und private Eigenstromnutzer sowie Projektgesellschaften der Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie als Netzeinspeiseanlagen sowie als Eigenstromanlagen veräußert werden. Dabei liegt der Schwerpunkt auf Freiflächenanlagen im In- und Ausland sowie Aufdächanlagen im Inland. Darüber hinaus plant und errichtet die Emittentin kleinere PV-Anlagen für private Endkunden und für mittelständische Industrieunternehmen und Gewerbetreibende.

Die von der DICAMA AG als Financial Advisor in Zusammenarbeit mit der BankM (Repräsentanz der FinTech Group Bank AG) konzipierte Unternehmensanleihe bietet laut DGAP-Meldung vom 02.07.2018 eine vollständige Besicherung. Die Belastbarkeit der Besicherung muss auf Basis der vorliegenden Unterlagen jedoch zumindest hinterfragt werden. *Weiter auf Seite 8.*

Veranstaltungshinweis:

**Forum Financials & Real Estate**  
6. September 2018  
Hotel Hilton, Frankfurt  
[www.src-research.de/ffs](http://www.src-research.de/ffs)

### Aktuelle Neuemissionen

| Emittent   | Zeichnungsfrist   | Kupon | Seite |
|------------|-------------------|-------|-------|
| SUNfarming | 05.07.–19.07.2018 | 6,50% | 12–14 |

*Damit Sie den  
richtigen Weg finden.*



## Kontakt

**Quirin Privatbank**  
**Kapitalmarktgeschäft**  
[www.quirinprivatbank.de](http://www.quirinprivatbank.de)  
[kapitalmarktgeschaeft@quirinprivatbank.de](mailto:kapitalmarktgeschaeft@quirinprivatbank.de)

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

## „Sicherheiten“



**Christian Schiffmacher**  
Chefredakteur

Besicherte (Mittelstands-)Anleihen erfreuen sich einer großen Beliebtheit. Nicht nur bei Anlegern, sondern auch bei Emittenten und deren Beratern und Bankern. Denn besicherte Anleihen lassen sich leichter platzieren.

Insbesondere bei Projektentwicklungen oder bei Unternehmen, die weniger cashflowstark sind, bietet sich eine zusätzliche Sicherheit an. In der Hypephase des Mittelstandsanleihe-marktes nahm der Besicherungswahn teils groteske Züge an. So war es vor einigen Jahren ganz schick, den ersten Jahreskupon der Anleihe als Sicherheit für die Zinszahlung beim Treuhänder zu hinterlegen. Schlagen Sie das doch mal einer Bank vor, von der Sie einen Kredit möchten...

Doch auch die Sicherheiten waren nicht immer belastbar. Bei Mittelstandsanleihen waren sie – dann wenn es drauf ankam – eigentlich nie belastbar. Auch Grundschulden bieten keine 100%ige Sicherheit. Denn Grundschulden lassen sich in jeder beliebigen Höhe eintragen, egal, ob die Grundstücke oder Immobilien den Wert auch tatsächlich haben oder nicht.

Bei einer Mittelstandsanleihe war das angeblich als Sicherheit zugesagte Kupfer nicht in ausreichender Menge vorhanden. Bei einer anderen Emission wies das angeblich als Sicherheit hinterlegte Gold nur vereinzelt Spuren des Edelmetalls und bestand im Wesentlichen aus Messing.

Was haben wir daraus gelernt? Man muss zuerst das Unternehmen analysieren und überprüfen, ob der Cashflow ausreicht, die Anleihe vollständig zu bedienen. Wenn dies nicht zu 100% gegeben ist – beispielsweise bei Projektentwicklungen – dann sind Sicherheiten wünschenswert. Aber: Sie müssen auch den versprochenen Wert haben.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen

Christian Schiffmacher

## Impressum

GREEN BONDS (BOND MAGAZINE 119), 11.07.2018

**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:** Martin Tauschke, Clemens Wohlmuth

**Mitarbeit bei dieser Ausgabe:** Sven Diermeier, Ralf Marinoni

**Bildredaktion:** Denny Guzman Gonzalez, Angelika Schiffmacher

**Korrektorat:** Anke Springer

**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.green-bonds.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         | Rating            | Laufzeit   | Kupon  | Kurs    | Rendite | Details auf Seite |
|----------------|--------------|-------------------|------------|--------|---------|---------|-------------------|
| BBVA           | XS1820037270 | A- (S&P)          | 14.05.2025 | 1,375% | 98,09%  | 1,7%    | 11                |
| innogy         | XS1702729275 | BBB (S&P)         | 19.10.2027 | 1,250% | 97,89%  | 1,5%    | 16–17             |
| Nordex         | XS1713474168 | B (S&P)           | 02.02.2023 | 6,500% | 95,91%  | 7,8%    | Ausgabe 118       |
| Photon Energy  | DE000A19MFH4 | kein Rating       | 26.10.2022 | 7,750% | 100,00% | 7,8%    | 20–21             |
| PNE WIND       | DE000A2LQ3M9 | BB (Creditreform) | 02.05.2023 | 4,000% | 102,90% | 3,4%    | Ausgabe 116       |
| Tennet Holding | XS1828037587 | A- (S&P)          | 05.06.2028 | 1,375% | 101,28% | 1,3%    | 11                |

Stand: 09.07.2018



Projektentwickler PANDION begibt Schuldscheindarlehen

Der Kölner Projektentwickler PANDION hat erfolgreich sein erstes Schuldscheindarlehen mit einem Gesamtvolumen von 60 Mio. Euro platziert. Die Transaktion stieß bei institutionellen Investoren aus dem In- und Ausland auf sehr reges Interesse. Der Schuldschein wurde mit Laufzeiten von 3, 4 und 5 Jahren sowie mit fester und variabler Verzinsung angeboten. Das ursprüngliche Zielvolumen wurde deutlich übertroffen. Die PANDION AG entwickelt, realisiert und vertreibt hochwertige Wohn- und Gewerbeprojekte in den deutschen A-Standorten sowie deren Einzugsgebieten. Die aktuelle Projektpipeline umfasst 3.227 Wohnungen und vier Gewerbeprojekte mit einem Gesamtvolumen von 1,85 Mrd. Euro. Die Transaktion wurde durch die in diesem Marktsegment sehr erfahrene IKB Deutsche Industriebank AG als Sole Arranger begleitet.



Berlin Hyp mit dritter Benchmarkemission 2018

Die Berlin Hyp emittierte ihren dritten Hypothekendarlehen im Benchmarkformat im Jahr 2018. Der Anteil internationaler Orders betrug dabei 46%. Nach über vier Jahren emittiert die Berlin Hyp erstmals

wieder einen Hypothekendarlehen über 750 Mio. Euro. Die lange 4-jährige Anleihe trägt einen Zinskupon von 0,0% und wird von der Ratingagentur Moody's mit Aaa eingestuft. Bis zur Schließung des Orderbuchs konnten Orders mit einem Volumen von über 1 Mrd. Euro von 44 verschiedenen Investoren generiert werden. Dieses ermöglichte es den Konsortialbanken, die Anleihe einem Mid Swap - 10 Basispunkten zu pricen. „Wir freuen uns, dass die Emission sowohl bei heimischen als auch bei internationalen Investoren auf so ein großes Interesse gestoßen ist. Wir werten dieses als klares Vertrauensvotum für die Berlin Hyp und als Anerkennung unserer intensiven Investorenarbeit“, so Gero Bergmann, der im Vorstand der Berlin Hyp das Kapitalmarktgeschäft verantwortet.



Bayerische Börse AG: Jan Kupfer folgt auf Michael Diederich in den Aufsichtsrat

Jan Kupfer, Mitglied des Vorstands der HypoVereinsbank – UniCredit Bank AG, verantwortlich für Corporate & Investmentbanking, wurde auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 29.06.2018 in den Aufsichtsrat der Bayerischen Börse AG bestellt. Er folgt auf Dr. Michael Diederich, der aus regulatorisch bedingten Gründen sein Aufsichtsratsmandat zum 30.06.2018 niedergelegt hat. „Die Bereitschaft von Jan Kupfer, seinen Sachverstand und seine internationale Erfahrung in den Aufsichtsrat der Bayerischen Börse einzubringen, unterstreicht die Bedeutung, die der Zertifikatehandel über gettex für die Bayerische Börse einnimmt“, so Dr. Robert Ertl, Vorstand der Bayerischen Börse AG. Jan Kupfer wurde im März 2018

in den Vorstand der HypoVereinsbank – UniCredit Bank AG berufen, wo er das Corporate & Investmentbanking (CIB) verantwortet. Er ist überdies Mitglied im CIB Executive Committee der UniCredit S.p.A.



Semper idem Underberg hat Anleihe mit einem Volumen von 25 Mio. Euro platziert

Die Semper idem Underberg AG hat nach erfolgreicher Platzierung ihrer Anleihe 2018/2024 am heutigen Tage das endgültige Volumen auf 25 Mio. Euro und den Zinssatz für die Anleihe 2018/2024 auf 4,00% p.a. und damit am unteren Ende der Zinsspanne von 4,00% p.a. bis 4,50% p.a. festgelegt. Hintergrund ist das hohe Investoreninteresse an der neuen Anleihe 2018/2024.

Die auf den Inhaber lautenden Schuldverschreibungen 2018/2024 wurden im Rahmen eines Umtauschangebots mit Mehrerbwerbsoption an die Inhaber der bis zum 11. Dezember 2018 laufenden Unternehmensanleihe 2015/2018 (ISIN DE000A168Z39) angeboten. Zudem wurden die Schuldverschreibungen institutionellen Investoren im Rahmen einer Privatplatzierung angeboten. Valutatag für die neue Anleihe 2018/2024 war der 4. Juli 2018. Die Emission wird von der IKB Deutsche Industriebank AG begleitet.



**Anleihe 2018/2023**

**Kupon: 6,5% p.a.**

ISIN: DE000A2LQZZ1

**Jetzt !**  
**zeichnen**

Wertpapierprospekt erhältlich unter

[www.sunfarming.de/anleihe](http://www.sunfarming.de/anleihe)



## MünchenerHyp

### MünchenerHyp begibt Benchmark-Hypothekendarlehen

Auf ausgesprochen breites Investoreninteresse stieß die jüngste Emission eines Benchmark-Hypothekendarlehens über 500 Mio. Euro der Münchener Hypothekendarlehenbank. Die Laufzeit des Hypothekendarlehens beträgt 9 Jahre und 4 Monate, der Kupon 0,625%. Die Emission wurde zu einem Preis von acht Basispunkten unter Swap-Mitte platziert. Das Orderbuch wurde bei über 1 Mrd. Euro geschlossen. Insgesamt wurden 52 Orders aus zwölf Staaten abgegeben. Die Transaktion begleiteten Credit Suisse, Deutsche Bank, DZ Bank, HSBC und Nord LB. Die Ratingagentur Moody's bewertet Hypothekendarlehenbriefe der MünchenerHyp mit der Höchstnote Aaa.



### UBM Development mit Wohnbauportfolio von 1 Mrd. Euro

UBM Development, der führende Hotelentwickler in Europa, setzt auch in der Assetklasse Wohnen neue Rekorde: Aktuell befinden sich 32 Wohnprojekte mit insgesamt über 3.750 Wohnungen im Verkauf bzw. in der Pipeline. Das Gesamtvolumen dieser Projekte, die sich fast ausschließlich in den Kernmärkten Deutschland und Österreich befinden, beläuft sich auf 1 Mrd. Euro. Für 20 Projekte mit rund 2.000 Wohnungen hat der Verkaufsprozess bereits gestartet – aktuell sind 60% der angebotenen Apartments verwertet.

Die starke Nachfrage nach UBM-Residential-Projekten zeigt sich auch an dem steigenden Interesse institutioneller Investoren: Bereits zum Baustart des Großprojekts „immergrün“ in der Thulestraße in Berlin wurden zwei der sechs geplanten Ge-

bäude mit insgesamt rund 130 Wohnungen für rund 50 Mio. Euro an einen institutionellen Investor veräußert.

Auch in Österreich ist die Verkaufs- und Entwicklungspipeline mit 17 Projekten mit mehr als 1.750 Wohnungen gut gefüllt: Ein absolutes Vorzeigeprojekt, das Projekt „Rosenhügel“ in Wien, wurde erst kürzlich fertiggestellt. Auf dem Areal der Rosenhügel-Filmstudios entwickelte UBM Development 204 frei finanzierte Eigentumswohnungen. Die letzten Wohnungen des aus sieben architektonisch anspruchsvollen Gebäuden bestehenden Wohnprojekts werden aktuell verkauft.

Am Rande der Berliner Innenstadt, unmittelbar nördlich des Ortsteils Prenzlauer Berg, entwickelt UBM Development in einem Joint Venture mit einem Family Office sechs Punkthäuser sowie ein Apartmenthaus mit insgesamt 500 Wohneinheiten. 132 Wohnungen und 56 Stellplätze wurden bereits an einen institutionellen Investor für 48,8 Mio. Euro veräußert.



### Bantleon: CIO Dr. Harald Preißler wechselt in den Verwaltungsrat

Der Asset-Manager Bantleon baut sein Anlagemanagement weiter aus und stärkt die Kompetenzen der einzelnen Portfoliomanager. In diesem Zusammenhang wechselt der langjährige CIO Dr. Harald Preißler im September 2018 in den Verwaltungsrat der Bantleon Bank AG. Bereits in den vergangenen Jahren hat Bantleon das Spektrum seines Anlagemanagements deutlich vergrößert. So wurde der Bereich Faktorinvestments organisatorisch gestärkt, die quantitative Analyse mit Dr. Julian Lorenz um einen ausgewiesenen Spezialisten für statistische Datenanalyse ergänzt und die Aktienkompetenz erweitert.

Mit dem neuen Geschäftsfeld „Bantleon Equities“ verfolgt Bantleon seinen Fokus auf langfristigen Kapitalerhalt auch auf der Basis zukunftsgerichteter Aktienmarktstrategien – insbesondere in den Segmenten Technologie und Infrastruktur. Dabei setzt Bantleon auf die Zusammenarbeit mit neun führenden

Wissenschaftlern aus verschiedenen Forschungsgebieten, die als Expertengremium den „Bantleon Technology Council“ bilden. Für das Portfoliomanagement wurde ein Spezialistenteam für Technologieaktien eingestellt, zu dem auch Andreas Dagan gehört, der ehemalige Leiter des Aktienportfoliomanagements der MEAG.

Im laufenden Jahr wird das Portfoliomanagement weiter ausgebaut. Nicht nur im Aktienmanagement, sondern ebenso in der Kernkompetenz von Bantleon, dem Anleihenmanagement, das zeitnah durch einen Leiter „Credit“ verstärkt wird.



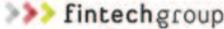
Das Passivhaus in der Wiener Universumstraße wurde mit Bauteilen von VST errichtet. Das Objekt wurde mit dem österreichischen Staatspreis für Architektur und Nachhaltigkeit ausgezeichnet.

### VST BUILDING TECHNOLOGIES steigert Umsatz im Jahr 2017 um über 60%

Die VST BUILDING TECHNOLOGIES AG, ein führender Anbieter von Technologielösungen im Hochbau, hat den Umsatz im Geschäftsjahr 2017 um über 60% auf 16,1 Mio. Euro gesteigert. Auf operativer Ebene erzielte VST 2017 einen Gewinn: Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag nun bei 0,9 Mio. Euro nach einem Verlust von 0,9 Mio. Euro im Jahr 2016. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) belief sich auf 0,6 Mio. Euro nach einem Minus von 1,3 Mio. Euro im Vorjahr. VST konnte im Geschäftsjahr 2017 zahlreiche neue Aufträge gewinnen und bestehende Projekte vorantreiben bzw. abschließen. So wurde zum einen die Marktposition in den Kernregionen Schweden und Deutschland gefestigt, zum anderen die Aktivität in anderen Märkten wie Österreich, den Niederlanden und der Schweiz mit neuen Aufträgen ausgebaut. Für den weiteren Geschäftsverlauf ist VST optimistisch. Aufgrund der positiven Entwicklung seit Jahresbeginn 2018, der gut gefüllten Projektpipeline und der starken bestehenden Partnerschaften erwartet VST für 2018 eine weitere Ergebnisverbesserung.

Transparenz ist der Anfang eines jeden erfolgreichen Investments.

## Unser Research schafft Transparenz.

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



# Hohes Wachstum bei Green Bonds

Produktspektrum wird breiter

Text: Christian Schiffmacher

Laut Branchenverband International Capital Markets Association (ICMA) sind Green Bonds alle Arten von Anleihen, deren Emissionserlös ausschließlich zur Finanzierung oder Refinanzierung von grünen Projekten verwendet werden. Dabei kann es sich um bestehende oder neue Projekte handeln. Anleihen, deren Emissionserlös sowohl in grüne als auch in soziale Projekte fließen, werden als Sustainability Bonds bezeichnet. Pfandbriefe, ABS, MBS oder sonstige Strukturen, bei denen die Anleihen durch grüne Projekte besichert sind, können ebenfalls als Green Bonds eingestuft werden, sofern sie die Kriterien erfüllen.

## Green Bond Principales

Die Green Bond Principales der ICMA sind freiwillige Richtlinien, die Emittenten zu Transparenz und Offenlegung anhalten, um die Integrität und Weiterentwicklung des Green Bond-Marktes sicherzustellen. Die Empfehlungen zeigen Emittenten eine klare Vorgehensweise bei der Emission von Green Bonds auf. Sie sollen eine Orientierungs-

hilfe für die wichtigsten Schritte bei der Emission von Green Bonds geben. Sie fördern Markttransparenz und helfen damit Investoren, die die Informationen zur Beurteilung des ökologischen Nutzens ihrer Investments benötigen. Die Green Bond Principales erläutern Investoren, Banken, Investmentbanken und Konsortialbanken die spezifischen Charakteristika von Green Bonds.

Die vier Kernpunkte der Green Bond Principales sind:

1. Verwendung des Emissionserlöses
2. Projektbewertung und Auswahl
3. Management der Erlöse
4. Berichterstattung

Der Emissionserlös von Green Bonds sollte ausschließlich für grüne Projekte verwendet werden. Dies kann auch unterstützende Aufwendungen, z.B. für Forschung und Entwicklung umfassen. Die grünen Projekte sollten dabei einen klaren Umweltnutzen

schaffen, der quantifiziert werden sollte. Die Mittelverwendung sollte in angemessener Form in der Anleihedokumentation festgehalten werden.

In Bezug auf Projektbewertung und Auswahl sollten Emittenten die ökologisch nachhaltige Zielsetzung offenlegen, ebenso wie die Vorgehensweise bei der Auswahl der geeigneten Projekte. Dies sollte auch die Eignungs- und Ausschlusskriterien zur Identifikation der ökologischen Projekte umfassen.

Der Emissionserlös solle auf ein Unterkonto gutgeschrieben werden oder auf andere Weise nachverfolgt werden. Durch einen klar definierten internen Prozess sollte der Emittent sicherstellen, dass der Emissionserlös ausschließlich für die definierten grünen Projekte verwendet wird.

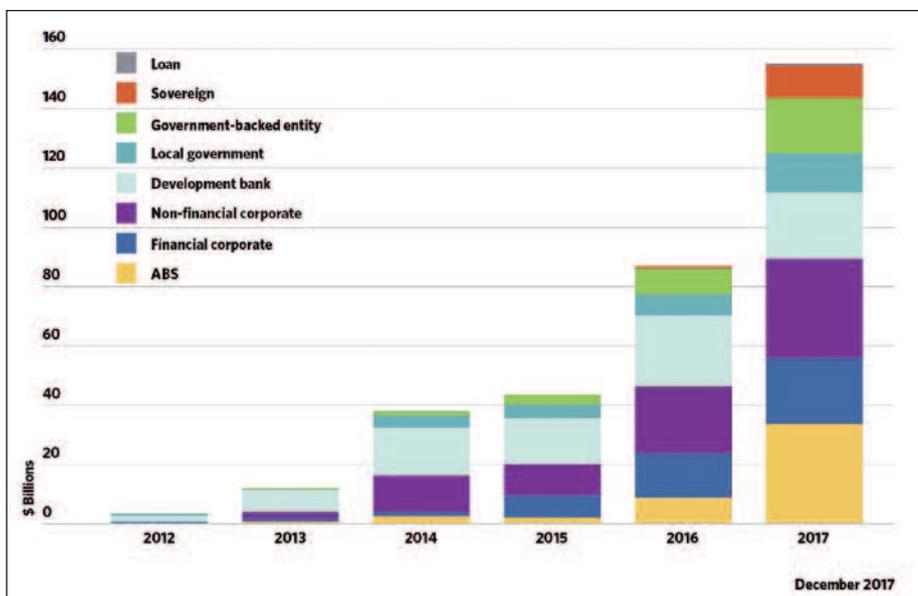
Bei der Berichterstattung sollten Emittenten aktuelle Informationen über die Verwendung der Emissionserlöse kommunizieren. Neben einer Übersicht der dem Green Bond zugeordneten Projekte sollte eine Projektbeschreibung enthalten sein sowie die zugeflossenen finanziellen Mittel. Zudem sollte Auskunft über die erwartete ökologische Wirkung gegeben werden.

## Emissionstätigkeit wächst deutlich

2017 ist die Emissionstätigkeit im Bereich Green Bonds laut LBBW um 78% auf 155,5 Mrd. USD gestiegen. Es gab über 1.500 Emissionen von 239 verschiedenen Emittenten aus 37 Ländern und allen Kontinenten. Von den 239 Emittenten waren 146 neue Emittenten. Die bislang größte Einzelemission belief sich auf 10,7 Mrd. USD. Unter den Emittenten von Green Bonds waren auch drei Staaten.

Am häufigsten wurden 2017 Green Bonds emittiert, die in erneuerbare Energien investieren, ihr Anteil ging aber zurück. Einen Anstieg um den Faktor 2,4 gab es bei

Abb. 1: Markt für Green Bonds wächst rapide



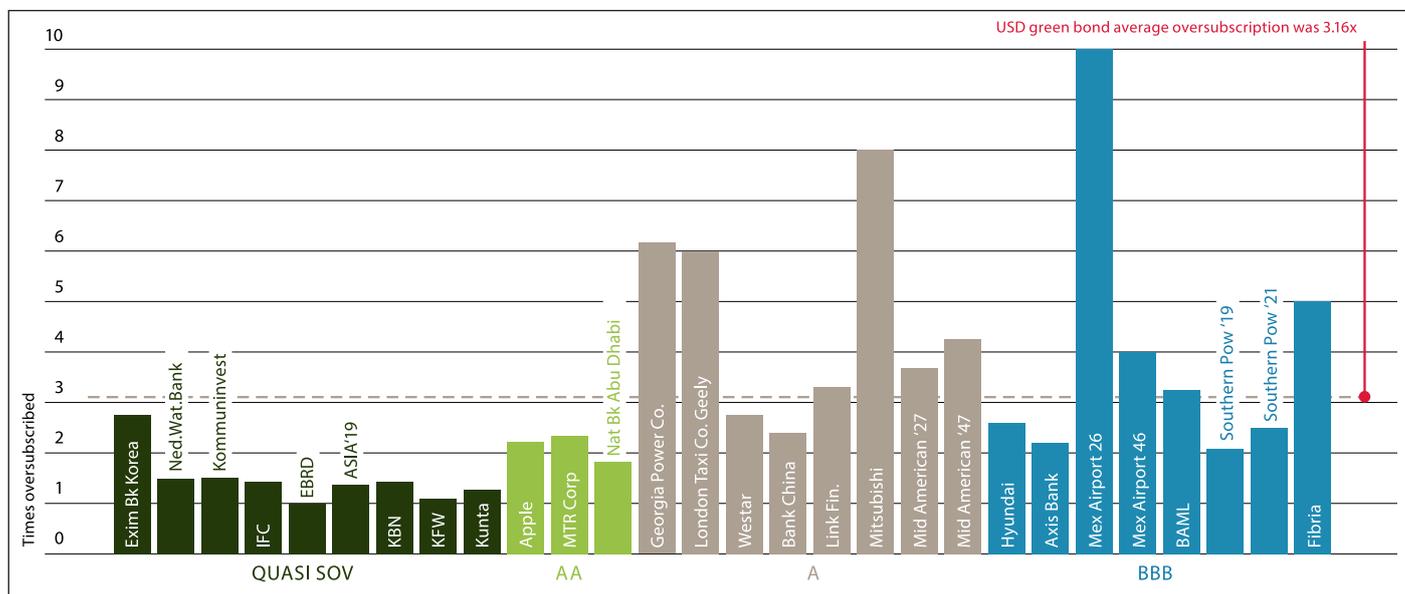
Quelle: Climate Bonds Initiative: Green Bond Highlights 2017, Januar 2018

Emissionen von Emittenten, die das Kapital in energieeffiziente Gebäude investieren. Durch eine Vielzahl von Emissionen im Bereich Schienenverkehr und U-Bahnen verdoppelte sich der Anteil entsprechender Transaktionen nahezu. Der Trend, mittels Green Bonds ein zunehmend breites Produktspektrum zu finanzieren, hält laut LBBW an.

Die Studie „Green Bond Pricing in the Primary Market – Is the Grass Greener?“ von Standard & Poor’s zeigt, dass Green Bonds im Durchschnitt um den Faktor 3,16 überzeichnet waren und damit eine vergleichbare Nachfrage hatten wie andere Anleihen.



Abb. 2: Starke Nachfrage nach Green Bonds aus allen Sektoren



Source: Climate Bonds Initiative Study 'Green Bond Pricing in the Primary Market', published August 4, 2017

# Globales Anleiheemissionsvolumen fällt im 1. Halbjahr um 9%

Emissionsvolumen von Green Bonds steigt um 18%

Text: Christian Schiffmacher

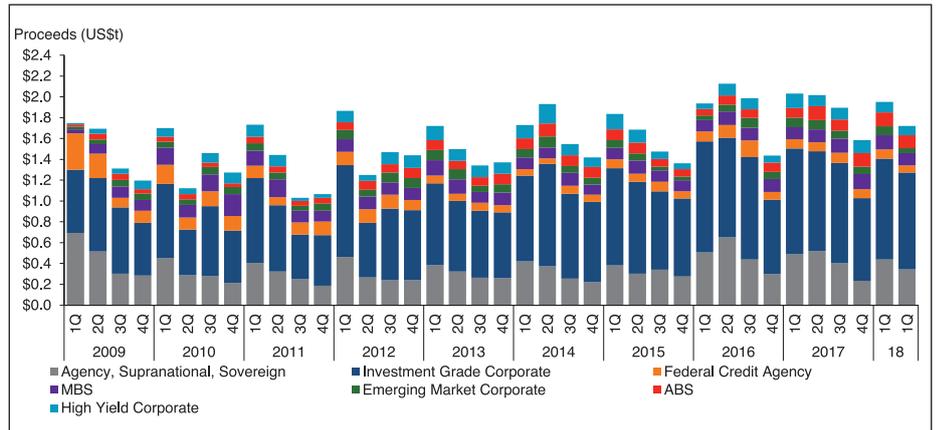
Die globalen Debt Capital Markets-Aktivitäten erreichten im ersten Halbjahr 2018 laut Thomson Reuters Debt Capital Markets Review ein Volumen von 3,6 Billionen USD, was einem Rückgang von 9% gegenüber dem ersten Halbjahr 2017 entspricht. Damit war das erste Halbjahr das schwächste seit 2015. Gegenüber dem ersten Quartal 2018 sind die globalen Debt Capital Markets-Aktivitäten im zweiten Quartal um 11% zurückgegangen.

US Investment Grade Corporate Bond-Emissionen erreichten im ersten Halbjahr ein Volumen von 671,1 Mrd. USD, dies entspricht einem Rückgang um 9%. Das erste Halbjahr 2018 war das schwächste seit fünf Jahren. Insgesamt gab es im ersten Halbjahr 535 US Corporate Bond Investment Grade-Emissionen. Die größte Einzeltransaktion mit 40 Mrd. USD wurde von der Drogerie- und Pharmaziekette CVS emittiert. Die Mittel wurden zur Übernahme der Krankenversicherung Aetna verwendet.

Das Emissionsvolumen von High Yield-Anleihen erreichte im ersten Halbjahr 2018 ein Volumen von 171,6 Mrd. USD, was einem Rückgang von 24% gegenüber dem ersten Quartal 2017 entspricht. Bei High Yield-Anleihen ist dies der schwächste Jahresauftakt seit zwei Jahren. US High Yield-Emittenten machten 46% des weltweiten Emissionsvolumens aus, im ersten Halbjahr 2017 waren es 55%. Emittenten aus China und UK machten 9% bzw. 7% des Emissionsvolumens aus. High Yield-Emittenten aus dem Finanzsektor erzielten 27% des Emissionsvolumens, im ersten Halbjahr 2017 waren es 15%.

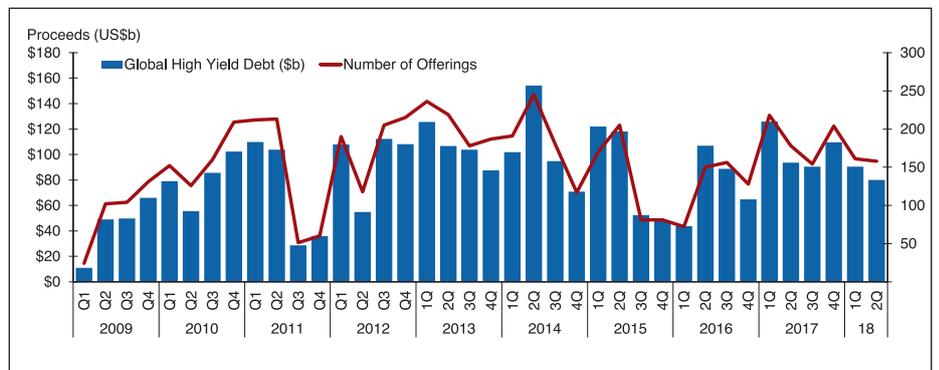
Das Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen aus Emerging Markets ging im ersten Halbjahr 2018 um 24% auf 136,1 Mrd. USD zurück. Emittenten aus Indien, Russland, Brasilien und Brasilien machten 42% des Emissionsvolumens aus. Das Emissionsvolumen von Emittenten aus Mexiko ist im ersten Halbjahr um 19% auf 16,0 Mrd. USD gestiegen.

Abb. 1: Weltweite DCM-Aktivitäten



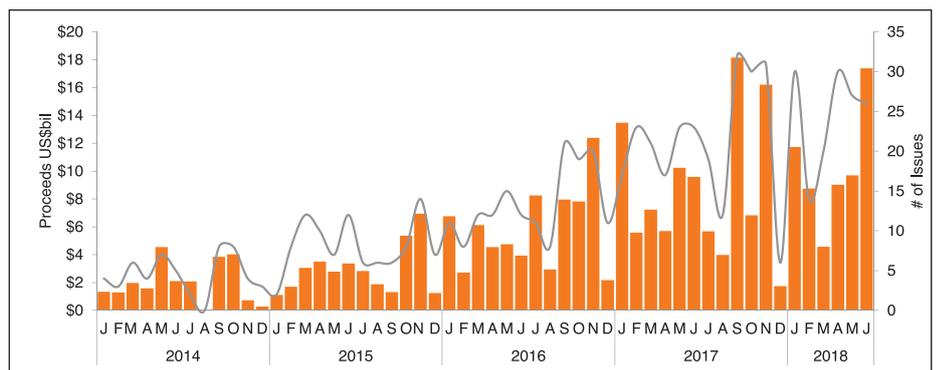
weltweit, Quelle: Thomson Reuters

Abb. 2: Weltweite High Yield-Emissionen



weltweit, Quelle: Thomson Reuters

Abb. 3: Weltweite Green Bond-Emissionen

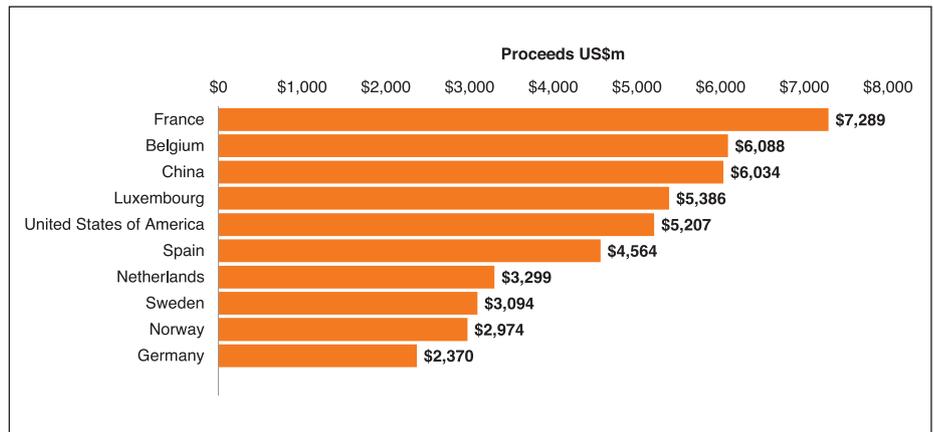


weltweit, Quelle: Thomson Reuters

Nach den Zahlen von Thomson Reuters und der Climate Bonds Initiative ist das Emissionsvolumen von Green Bonds im ersten Halbjahr um 18% auf 61,1 Mrd. USD gestiegen. Die Sektoren mit dem größten Wachstum waren dabei Real Estate (+289,8%), Industrials (+84,4%) und Financial (+32,3%). Emittenten aus Frankreich erzielten 11,9% des globalen Emissionsvolumens von Green Bonds, gefolgt von Emittenten aus Belgien mit 10%.

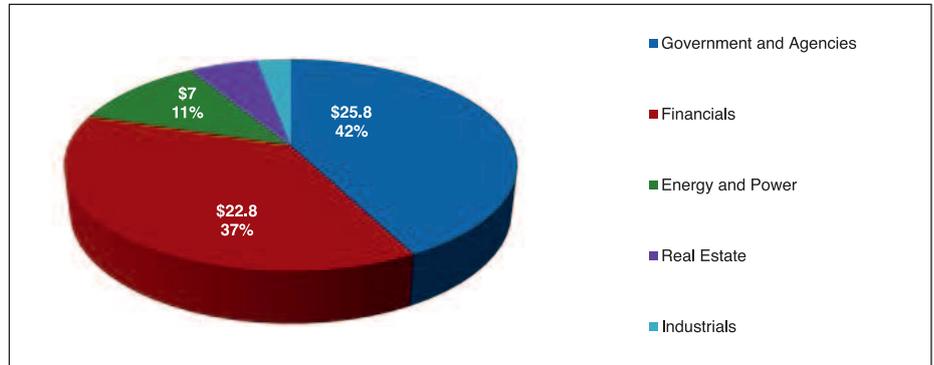
Im zweiten Quartal ist das Emissionsvolumen von Green Bonds spanischer Emittenten um 328,7% gestiegen. BBVA platzierte eine 7-jährige Anleihe mit einem Volumen von 1 Mrd. Euro im Rahmen ihres Sustainable Development Goals Bond Framework. Die spanische Eisenbahngesellschaft Alta Velocidad platzierte einen 12-jährigen Green Bond mit einem Volumen von 600 Mio. Euro. Die Tennet Holding hat eine Anleihe mit zwei Tranchen und einem Volumen von insgesamt 1,25 Mrd. Euro platziert. Dies war die bislang zweitgrößte Green Bond-Emission in Europa (nach dem spanischen Energieversorger Iberdrola).

**Abb. 4: Bond-Emissionen nach Ländern**



weltweit, Quelle: Thomson Reuters

**Abb. 5: Green Bond-Emissionen nach Sektoren**



weltweit, Quelle: Thomson Reuters



Die Tennet Holding hat den bislang zweitgrößten Green Bond in Europa platziert.

# SUNfarming GmbH

## Wie belastbar sind die Sicherheiten?

Text: Christian Schiffmacher

Die SUNfarming GmbH, ein Projektentwickler von Photovoltaikanlagen, emittiert eine 5-jährige Anleihe mit einem Volumen von bis zu 15 Mio. Euro und einem Kupon von 6,50% p.a. (ISIN DE000A2LQZZ1). Die von der DICAMA AG als Financial Advisor in Zusammenarbeit mit der BankM (Repräsentanz der FinTech Group Bank AG) konzipierte Unternehmensanleihe bietet laut DGAP-Meldung vom 02.07.2018 eine vollständige Besicherung. Die Belastbarkeit der Besicherung muss zumindest hinterfragt werden.

### Unternehmen

Die SUNfarming-Gruppe ist Teil der „Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie“, die aus der ALENSYS Alternative Energien AG und der BPG Beteiligungs- und Projektmanagement GmbH besteht. Alleinige Gesellschafter von ALENSYS und BPG sowie Kommanditisten der von ALENSYS gehaltenen Projektgesellschaften sind die Gesellschafter der Emittentin, Peter Schrum und Martin Tauschke.

Die Emittentin ist als Projektentwickler und Generalunternehmer tätig. Sie ist spezialisiert auf die Realisierung von schlüsselfertigen Photovoltaikprojekten, die an Investoren, gewerbliche und private Ei-

genstromnutzer sowie Projektgesellschaften der Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie als Netzeinspeiseanlagen sowie als Eigenstromanlagen veräußert werden. Dabei liegt der Schwerpunkt auf Freiflächenanlagen im In- und Ausland sowie Aufdachanlagen im Inland. Die Leistungen der SUNfarming-Gruppe umfassen im Kerngeschäft das gesamte Spektrum von der Eigenentwicklung bzw. Akquise der Projekte, der Grundstücke und Dachflächen, der kaufmännischen, technischen und baulichen Anlagenplanung, der Beschaffung einschließlich Qualitätskontrolle der Komponenten, der Herstellung der Baureife und grundlegenden Sicherheiten, der Einholung behördlicher Genehmigungen und Gutachten sowie weiterer vertraglicher Grundlagen. Darüber hinaus plant und errichtet die Emittentin kleinere PV-Anlagen für private Endkunden und für mittelständische Industrieunternehmen und Gewerbetreibende.

### Geschäftsentwicklung

Die SUNfarming GmbH erzielte im vergangenen Jahr laut Wertpapierprospekt einen Umsatz (nach HGB) von 31,5 Mio. Euro, nach 25,3 Mio. Euro im Jahr 2016. Das EBIT ging dabei von 0,47 Mio. Euro auf 0,34 Mio. Euro zurück. Der Jahres-

überschuss betrug 0,17 Mio. Euro, nach 0,006 Mio. Euro. Zum 31.12.2017 wies die Gesellschaft in der HGB-Bilanz bei einer Bilanzsumme von 23,8 Mio. Euro eine Eigenkapitalquote von 31% aus.

### Mittelverwendung

Von dem Netto-Emissionserlös (nach Emissionskosten) von bis zu 14,25 Mio. Euro soll ein Betrag in Höhe einer Zinszahlung für ein Jahr (bei vollständiger Platzierung 975.000 Euro) auf ein Treuhandkonto zur Sicherung der Zinszahlungsansprüche der Anleger eingezahlt werden. Ein Betrag in Höhe von 5 Mio. Euro soll für die Tilgung eines mittelfristigen Darlehens der Tessner Beteiligungs GmbH verwendet werden. Der weitere Netto-Emissionserlös soll zu 2/3 zur Finanzierung des Projektgeschäfts, insbesondere von Projektkosten in der Entwicklung und Errichtung von PV-Anlagen für Investoren oder Gewerbetreibende oder Projektgesellschaften der Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie verwendet werden. Ein weiteres Drittel des verbleibenden Netto-Emissionserlöses (max. 2,75 Mio. Euro) soll als Darlehen an einzelne Projektgesellschaften der Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie für den weiteren Bestandsausbau gegen marktübliche Besicherung gewährt werden.

### Sicherheiten/Treuhand

Von dem Emissionserlös hinterlegt die Emittentin einen Betrag in Höhe der Zinszahlung für ein Jahr (bei vollständiger Platzierung der Anleihe also 975.000 Euro) auf ein Treuhandkonto der Rödl Treuhand Hamburg GmbH Steuerberatungsgesellschaft zur Sicherung der Zinszahlungsansprüche der Anleger.

Zudem wurden zur Besicherung der Ansprüche der Anleihegläubiger sämtliche Kommanditanteile an der ST Solarinvestitionsgesellschaft Mecklenburg 1 mbH & Co. KG (im Folgenden „Mecklenburg 1 KG“) und an der ST Solarinvestitionsgesellschaft Branden-



burg 1 mbH & Co. KG (im Folgenden „Brandenburg 1 KG“) durch die BPG Beteiligungs- und Projektmanagement GmbH dem Treuhänder verpfändet. Die Verpfändung erfolgte zugunsten der Anleihegläubiger an den Treuhänder. Die Mecklenburg 1 KG und die Brandenburg 1 KG halten und betreiben diverse PV-Anlagen. Gemäß Ertragswertgutachten weisen die PV-Anlagen der Mecklenburg 1 KG zum 07.06.2018 einen Marktwert in Höhe von 8.059.555,00 Euro und die PV-Anlagen der Brandenburg 1 KG einen Marktwert von 11.412.688,00 Euro auf. Der Verkehrswert wurde durch einen Gutachter ermittelt. Es handelt sich um den Anlagenbarwert, basierend auf der Ertragswertmethode, abzüglich aller in der Laufzeit anfallenden wertmindernden Faktoren. Die Emittentin verpflichtet sich, jährliche von ihr erstellte Wertermittlungen in Form eines Soll-Ist-Vergleichs an den Treuhänder zu übersenden. Der Treuhänder ist berechtigt, diese durch einen unabhängigen Gutachter überprüfen zu lassen. Soweit die jährlichen Wertermittlungen oder Gutachten einen Ertragswert unter 19.472.243,00 Euro ausweisen, ist die Emittentin verpflichtet, weitere Sicherheiten zu stellen.

Bei der Berechnung des Ertragswertes der acht Solarkraftwerke der Mecklenburg 1 KG und der Brandenburg 1 KG wurden, nach unserem Verständnis, weder Fremdkapitalzinsen noch Steuern berücksichtigt. Dummerweise muss man in Deutschland aber Steuern zahlen.

Die Verbindlichkeiten der Mecklenburg 1 KG und der Brandenburg 1 KG gegenüber Kreditinstituten sind laut Bundesanzeiger durch umfangreiche Sicherungsübereignungen und Globalabtretungen sämtlicher Zahlungs- und Vergütungsansprüche von den PV-Anlagen gesichert.

Bei den letzten im Bundesanzeiger veröffentlichten Jahresabschlüssen für das Jahr 2016 weisen beide Gesellschaften zudem

kein bilanzielles Eigenkapital aus. Die Summe der für das Jahr 2016 ausgewiesenen Verbindlichkeiten übersteigt nicht nur das bilanzielle Eigenkapital, sondern auch die ohne Steuern vom Gutachter errechneten Verkehrswerte. Daher könnten die Sicherheiten nach Abzug der existierenden Verbindlichkeiten vollständig wertlos sein. Laut Wertpapierprospekt können die Sicherheiten durch insolvenzrechtliche oder gesellschaftsrechtliche Einschränkungen „ganz oder teilweise im Verwertungsfall nicht werthaltig sein“.

Aber auch der Treuhänder ist am Markt für Mittelstandsanleihen bereits negativ aufgefallen und war, Anlegeranwälten zufolge, schon mit der fristgerechten Einberufung einer Gläubigerversammlung überfordert (<http://achtunganleihe.de/erste-anleihegläubigerversammlung-bei-gewa-absurde-veranstaltung-bleibt-ergebnislos/>).

**Stärken:**

- langjährige Expertise bei der Entwicklung von Photovoltaikanlagen
- Gutachten der als Sicherheiten dienenden Solarparks sind im Wertpapierprospekt veröffentlicht

**Schwächen:**

- Ertragskennzahlen und Mittelverwendung sind nicht optimal
- Belastbarkeit der Sicherheiten erscheint zumindest fragwürdig
- Strukturierung der Anleihe erscheint insgesamt dilettantisch

**Fazit:**

Mit SUNfarming plant ein weiterer Projektentwickler von Photovoltaikanlagen die Emission seiner Unternehmensanleihen. Die Attraktivität der Anleihe soll durch eine „vollständige“ Besicherung erhöht werden. Doch die Finanzierungszinskosten (sowohl Fremdkapital- als auch Guthabenzinsen) wurden bei der Ermittlung des Verkehrswerts der an den Treuhänder verpfändeten

Solaranlagen durch einen unabhängigen Gutachter NICHT berücksichtigt. Ebenso wurde auch die Zahlung von Steuern nicht berücksichtigt. Auf Basis der beim Bundesanzeiger hinterlegten Jahresabschlüsse der ST Solarinvestitionsgesellschaft Mecklenburg 1 mbH & Co. KG und der ST Solarinvestitionsgesellschaft Brandenburg 1 mbH & Co. KG für das Jahr 2016 haben die Gesellschaften kein Eigenkapital. Das Fremdkapital in den Gesellschaften entspricht zudem auch etwa dem von einem unabhängigen Gutachter ermittelten Verkehrswert.

Zugunsten der finanzierenden Banken gibt es laut Bundesanzeiger zudem umfangreiche Sicherungsübereignungen und Globalabtretungen sämtlicher Zahlungs- und Vergütungsansprüche von den PV-Anlagen der Mecklenburg 1 KG und der Brandenburg 1 KG.

Folglich ist, wie es im Wertpapierprospekt heißt, davon auszugehen, dass die Sicherheiten durch insolvenzrechtliche oder gesellschaftsrechtliche Einschränkungen „ganz oder teilweise im Verwertungsfall nicht werthaltig“ sind. Die Strukturierung der Anleihe macht einen insgesamt dilettantischen Eindruck.

**Tab. 1: Eckdaten der SUNfarming-Anleihe**

|   |  |
|---|--|
| <b>Emittent</b>                               | SUNfarming GmbH                        |
| <b>Kupon</b>                                  | 6,50% p.a. (halbjährliche Zinszahlung) |
| <b>Zeichnungsfrist (öffentliches Angebot)</b> | 05.07.–19.07.2018                      |
| <b>Privatplatzierung</b>                      | 05.07.–20.07.2018                      |
| <b>Laufzeit</b>                               | 24.07.2018–24.07.2023 (5 Jahre)        |
| <b>Segment</b>                                | Open Market                            |
| <b>ISIN / WKN</b>                             | DE000A2LQZZ1 / A2LQZZ                  |
| <b>Financial Advisor</b>                      | DICAMA AG                              |
| <b>Global Coordinator und Bookrunner</b>      | BankM                                  |
| <b>Selling Agent</b>                          | GBR Financial Services GmbH            |
| <b>Internet</b>                               | www.sunfarming.de                      |



*„Bislang haben wir Projekte mit einer Leistung von 500 MWp realisiert“*

**Martin Tauschke**, Geschäftsführer, SUNfarming GmbH

**D**ie SUNfarming GmbH, ein Entwickler von Photovoltaikprojekten, emittiert eine besicherte Unternehmensanleihe (ISIN DE000A2LQZZ1) mit einem Volumen von bis zu 15 Mio. Euro. Die Schuldverschreibungen bieten einen Kupon von 6,50% p.a. (halbjährliche Zinszahlung) bei einer Laufzeit von 5 Jahren. Im Gespräch mit GREEN BONDS erläutert Martin Tauschke das Geschäftsmodell und die Sicherheitenstruktur.

**GREEN BONDS:** In welchen Bereichen ist SUNfarming tätig?

**Tauschke:** Wir projektieren und realisieren Solarprojekte für Kapitalinvestoren, Kommunen, Nutzer gewerblicher und privater Eigenstromanlagen sowie in Solaranlagen investierende Schwestergesellschaften der Schrum-Tauschke-Unternehmensfamilie. Für unsere Kunden übernehmen wir auch Service und Wartung. Der Schwerpunkt unserer Aktivitäten ist in Deutschland. Wir schauen aber auch aktiv, in welchen Ländern Investitionen in erneuerbare Energien chancenreich und politisch gewünscht sind. Daher sind wir auch unter anderem in Großbritannien, Polen und der Türkei tätig. Bislang haben wir Projekte mit einer Leistung von 500 MWp realisiert. Das entspricht einer bebauten Fläche von rund 2.000 Fußballfeldern. Mit dem Strom könnte eine Stadt mit rund 160.000 Haushalten 1 Jahr lang versorgt werden. Zudem übernehmen wir die technische und kaufmännische Betriebsführung für Solaranlagen mit einer Kapazität von 280 MWp. Wir sind stark verankert bei Kommunen/Landkreisen und haben bereits zahlreiche Aufdachanlagen bei kommunalen Betrieben und Immobilien realisiert. Die Kommunen haben den Vorteil, dass sie die Projekte nicht selbst finanzieren müssen und dennoch den Solarstrom direkt von uns kostengünstiger als Netzstrom beziehen können.

**GREEN BONDS:** Wie ist Ihre aktuelle Planung für das laufende Jahr?

**Tauschke:** Wir haben ein sehr stabiles Auftragsvolumen. In diesem Jahr möchten wir rund 18 MWp in Deutschland, 9 MWp in Polen und 8 MWp in der Türkei realisieren. Bis 2020 sollen jeweils ca. 20 MWp pro Jahr in Deutschland errichtet werden. In Polen gab es Ende 2016 die ersten Auktionen. 2017 haben wir dort die ersten Projekte akquiriert, die bereits sämtliche Genehmigungen haben. Ende 2017 haben wir die ersten Projekte übernommen und angezahlt. Bislang haben wir für 2018 9 MWp akquiriert. Wir haben also schon einige Projekte im Blick, die wir im aktuellen Jahr umsetzen möchten. Bis 2020 planen wir, mindestens 36 MWp in Polen zu realisieren. In der Türkei gehen wir genauso vor, das heißt, wir kaufen ausschließlich fertig entwickelte Projekte, die bereits alle Genehmigungen haben und einer ausführlichen Due Dilligence unterzogen wurden. Damit reduzieren wir das Planungsrisiko und können schneller in den Märkten agieren. Wir arbeiten dort mit lokalen Gesellschafterpartnern und Mitarbeitern und haben uns bis 2019 weitere 12 MWp zum Ziel gesetzt, nachdem wir im Jahr 2017 bereits 12 MWp erfolgreich realisiert und finanziert haben. In Deutschland wollen wir mit dem Direktvertrieb von Strom weiterwachsen. Langfristig wollen wir ein eigenes Label als Energieversorger etablieren: SUNfarming GreenEnergy. Wir suchen also Standorte, bei denen wir in der Solarstromdirektvermarktung einen Added Value zum EEG haben.

**GREEN BONDS:** Weshalb haben Sie sich für eine Anleiheemission entschieden?

**Tauschke:** Durch die Anleiheemission möchten wir unser Working Capital verbessern und Einkaufsmöglichkeiten opti-

mieren. Gleichzeitig können wir dadurch auch das realisierbare Projektvolumen um das 1,5-Fache steigern und somit das Betriebsergebnis deutlich verbessern. Wir möchten in den nächsten fünf Jahren mit der Anleihe stabil planen können. Zudem möchten wir mit den Mitteln aus der Anleihe Mezzanine-Kapital vorzeitig ablösen.

**GREEN BONDS:** Bitte erläutern Sie uns die Besicherung der Anleihe.

**Tauschke:** Die Anleihe soll ein Volumen von bis zu 15 Mio. Euro haben. Wir haben uns mit den Strukturierern, der Bank und den Platziern auf einen Kupon von 6,50% p.a. verständigt. Es gibt ein dreistufiges Sicherheitenkonzept: Die erste Stufe ist, dass wir einen Jahreszinsbetrag bei Vollplatzierung von 975.000 Euro beim Treuhänder hinterlegen. Die BPG Beteiligungs- und Projektmanagement GmbH räumt der SUNfarming einen Darlehensrahmen von 1 Mio. Euro ein, falls SUNfarming das Zinssicherungskonto nicht aus eigenen Mitteln wieder auffüllen könnte. Zudem wurden KG-Anteile an Solarinvestitionsgesellschaften, die acht Solarparks besitzen, an den Treuhänder verpfändet.

**GREEN BONDS:** Was ist aus Ihrer Sicht das größte Risiko für die Anleger?

**Tauschke:** Unsere Geschäftstätigkeit wird sicherlich von den regulatorischen Rahmenbedingungen und der staatlichen Förderung regenerativer Energieträger wesentlich beeinflusst. Wir haben jedoch schon mehrfach bewiesen, dass wir schnell und flexibel auf den raschen Wandel im Solarmarkt reagieren können – nicht zuletzt auch dank unserer vergleichsweise kurzen Planungs- und Realisierungszeiträume von sechs bis neun Monaten.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.

# 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](http://www.src-research.de/ffs) oder [www.kirchhoff.de](http://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



# innogy SE

## Erneuerbaren Energien & mehr

Text: Sven Diermeier, Independent Research

innogy ist im Rahmen der Strom- und Gas-Wertschöpfungskette auf die Bereiche erneuerbare Energien (installierte Kapazität: 3,5 Gigawatt), Netze (regulierte Vermögensbasis: 13,5 Mrd. Euro) und Vertrieb (22 Mio. Kunden) fokussiert. Ca. 60% des EBITDA werden von regulierten Aktivitäten erwirtschaftet. Europa ist der Kernmarkt des Unternehmens und soll es auch bleiben. Wachstum soll aber sowohl in Europa als auch in Nordamerika erzeugt werden. Regionaler Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist Deutschland. Weitere wichtige Märkte des Unternehmens sind Großbritannien, Belgien/Niederlande und Zentralosteuropa. Als Wachstumsfelder hat das Unternehmen die Elektromobilität, Breitband und das Solargeschäft identifiziert. Die RWE AG ist Mehrheitsaktionär der innogy SE (76,8%).

### Finanzprofil – auch eine „grüne“ Anleihe dabei

Für den Zeitraum 2018–2020 hat innogy 7,0 bis 7,5 Mrd. Euro an Nettoinvestitionen budgetiert, davon 2,4 bis 2,9 Mrd. Euro (netto) für Wachstum. Die Ausschüttungs-

quote (bezogen auf den bereinigten Nettogewinn) soll sich in einer Spanne von 70% bis 80% bewegen. Das Unternehmen strebt ein solides Investment Grade-Rating sowie eine Kennzahl Nettoverschuldung zu EBITDA von rund 4,0 an. Gegenwärtig verfügt innogy über Investment Grade-Status (Standard & Poor's: BBB (Ausblick: neutral); Moody's: Baa2 (Ausblick: neutral)).

Der Konzern wies per 31.03.2018 eine Finanzverschuldung von 16 Mrd. Euro aus. Davon werden 32% im Zeitraum 2018–2020 fällig (2021–2023: 20%; 2024–2026: 10%; nach 2026: 38%). Der Großteil der Schulden ist in Euro emittiert. Daneben sind Anleihen-Emissionen in Britische Pfund, US-Dollar und Japanische Yen erfolgt. Unter den emittierten Schulden befindet sich auch eine sogenannte „grüne“ Anleihe (ISIN XS1702729275). Sie weist ein Volumen von 850 Mio. Euro sowie einen Kupon von 1,25% p.a. auf. Sie wird am 19.10.2027 fällig. Mit dem Emissionserlös refinanziert das Unternehmen vier Offshore-Projekte in Großbritannien und Deutschland sowie ein Onshore-Projekt in den Niederlanden.

### Bereinigte/operative Ergebnisrückgänge im Auftaktquartal

Das bereinigte Konzern-EBIT sank im ersten Quartal 2018 um 2% auf 1.236 (1.261; Marktkonsens: 1.228) Mio. Euro. Ausschlaggebend für den Rückgang auf Konzernebene (bereinigtes EBIT: -25 Mio. Euro ggü. Vorjahr) waren der Bereich Vertrieb (bereinigtes EBIT: -70 Mio. Euro ggü. Vorjahr) sowie der Posten Sonstige, Konsolidierung (bereinigtes EBIT: -11 Mio. Euro ggü. Vorjahr). Der Bereich litt unter den Aktivitäten in Deutschland (bereinigtes EBIT: -57 Mio. Euro ggü. Vorjahr) und Niederlande/Belgien (bereinigtes EBIT: -24 Mio. Euro ggü. Vorjahr). In Deutschland macht innogy das wettbewerbsintensive Umfeld (Verlust von Kunden) sowie das Nicht-Wiederholen von positiven Einmaleffekten (Auftaktquartal 2017) zu schaffen, während in den Niederlanden/Belgien das Unternehmen unter höheren Beschaffungskosten litt. Das bereinigte Nettoergebnis verringerte sich überproportional um 11% auf 610 (684; Marktkonsens: 619) Mio. Euro (bereinigtes EpS: 1,10 (1,23) Euro). Verantwortlich hierfür waren ein schwächeres Finanzergebnis und höhere Anteile Dritter. Auf Grund einer Umkehr bei den Sondereffekten (neutrales/nicht-operatives Ergebnis: +99 (-48) Mio. Euro) stieg das berichtete Nettoergebnis um 2% auf 642 (632) Mio. Euro (berichtetes EpS: 1,16 (1,14) Euro).

Der freie Cashflow war im ersten Quartal 2018 saisonalbedingt negativ und zeigte sich infolge einer höheren Kapitalbindung (Working Capital) sowie höheren Investitionen gegenüber dem Vorjahr verschlechtert (-1.125 (-823) Mio. Euro). Die Kennzahl Nettoverschuldung (Unternehmensdefinition) zu bereinigtem EBITDA bezifferte sich per Ende Q1/2018 auf 4,0 (31.12.2017: 3,6; 31.03.2017: 3,9).

### Ausblick erneut bestätigt

Der Mitte Dezember 2017 veröffentlichte Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2018 wurde bestätigt. Demnach sollen das berei-



nigte EBIT auf rund 2.700 (2017: 2.816) Mio. Euro und das bereinigte Nettoergebnis auf über 1.100 (2017: 1.224) Mio. Euro sinken.

#### Wahrscheinlich nur kurze „Existenz“

In Reaktion auf das schwierige britische Vertriebsgeschäft wird innogy die entsprechenden Aktivitäten mit dem Privatkundengeschäft von SSE zusammenlegen. An dem Gemeinschaftsunternehmen, das börsennotiert sein wird, wird innogy mit 34,4% beteiligt sein. Die Transaktion soll im vierten Quartal 2018 bzw. im ersten Quartal 2019 abgeschlossen werden. innogy bezeichnet diese Minderheitsbeteiligung als nicht-strategisch.

Die britische Wettbewerbsbehörde (CMA) wird die Transaktion vertieft prüfen (finaler Bericht spätestens am 22.10. erwartet).

Nachdem RWE im Oktober 2016 einen Minderheitsanteil (23,2%) der Tochter innogy an die Börse gebracht hatte, will RWE den Konzernumbau weiter fortsetzen und sich stärker fokussieren. Hierzu wurde am 12.03.2018 eine Vereinbarung mit E.ON geschlossen. Die Vereinbarung umfasst mehrere Transaktionen, deren zentrales Element innogy ist. RWE wird seine 76,8%ige innogy-Beteiligung an E.ON verkaufen. Im Gegenzug erhält RWE u.a. das Erneuerbare-

Energien-Geschäft von E.ON und innogy. Entsprechend behält E.ON von innogy die Netz- und Vertriebsaktivitäten. E.ON strebt einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag mit innogy an. Dieser ist durch die Vereinbarung mit RWE „gesichert“.

#### Fazit:

innogy ist verhalten in das Geschäftsjahr 2018 gestartet, was aber konform mit der Guidance (impliziert Rückgänge bei den zentralen Ergebnissteuerungsgrößen des Unternehmens) ist. Das Geschäftsmodell ist durch den hohen Anteil der regulierten Aktivitäten (Netze und erneuerbaren Energien) relativ stabil. Infolge der E.ON-RWE-Vereinbarung wird spätestens bis Ende 2019 ein Wechsel des Haupteigentümers anstehen. Ferner werden die Aktivitäten von innogy zwischen den beiden Transaktionsparteien aufgeteilt, so dass innogy in der heutigen Form innerhalb der nächsten 18 Monate nicht mehr „existieren“ wird.



Tab. 2: innogy – Geschäftsentwicklung

| Mio. Euro                   | 2016   | 2017   | 2018e  | 2019e  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz                      | 41.549 | 41.119 | 40.913 | 40.954 |
| EBITDA (bereinigt)          | 4.203  | 4.331  | 4.275  | 4.320  |
| EBITDA-Marge (bereinigt)    | 10,1%  | 10,5%  | 10,4%  | 10,5%  |
| Eigenkapitalquote           | 22,7%  | 24,0%  | 24,8%  | 25,6%  |
| Nettoverschuldung* / EBITDA | 3,1    | 3,2    | 3,3    | 3,3    |
| Zinsdeckungsgrad (EBITDA)   | 5,3    | 8,4    | 6,2    | 5,8    |

Quelle: innogy, Independent Research | \* Nettofinanzverschuldung

Tab. 1: Eckdaten der innogy-SE/innogy-Finance-B.V.-Anleihe

|                    |                            |
|--------------------|----------------------------|
| Emittent           | innogy Finance B.V.        |
| WKN / ISIN         | A19QW4 / XS1702729275      |
| Laufzeit           | 10 Jahre                   |
| Nominalvolumen     | 850.000.000 Euro           |
| Emissionskurs      | 98,987%                    |
| Rating             | BBB (S&P) / Baa2 (Moody's) |
| Kupon              | 1,250%                     |
| Emissionstag       | 19. Oktober 2017           |
| Fälligkeit         | 19. Oktober 2027           |
| Zinszahlungstermin | 19.10. (jährlich)          |
| Stückelung         | 1.000,00 Euro              |
| Aktueller Kurs     | 97,89% (06.07.2018)        |
| Rendite            | 1,50%                      |
| Internet           | www.innogy.de              |

Quelle: innogy

# 7C Solarparken AG

Diese Liquidität sollte ausreichen, das Portfolio auf 200 MWp zu erhöhen

Text: Ralf Marinoni, Quirin Privatbank

Die 7C Solarparken-Gruppe hat sich als reiner Eigentümer und Betreiber von PV-Anlagen mit Einspeisevergütung hauptsächlich in Deutschland, derzeit primär in Bayern und Sachsen, positioniert. In diesen Regionen ist die Sonneneinstrahlung besonders hoch. Der Fokus der Geschäftstätigkeit liegt im professionellen Halten und Optimieren von PV-Anlagen mit Leistungsgrößen von 1–5 MWp, beginnend mit der Akquisition, der Finanzierung und Optimierung bis hin zum Betrieb der Anlagen. Die Leistung des aktuellen Portfolios beträgt 145 MWp. Die Finanzierung der Anlagen erfolgt grundsätzlich mit 25% Eigenkapital und 75% Fremdkapital. Im Gegensatz zu anderen börsennotierten Erneuerbare-Energien-Anbieter ist die Gesellschaft nicht im europäischen Ausland aktiv oder betreibt Windanlagen. Dies ist aus Anlegersicht zu begrüßen, da einerseits die Volatilität der Energiegewinnung bei Windkraftanlagen höher ist, und andererseits die politischen Rahmenbedingungen (Stichwort: Einspeisevergütung) in Deutschland am stabilsten sind: Das Geschäftsmodell ist auf Risikominimierung getrimmt.

## Einspeisevergütung

Strom aus Photovoltaikanlagen wird über die Einspeisevergütung gefördert. Dabei erhält der Anlagenbetreiber eine festgelegte Vergütung für eingespeisten Solarstrom über einen Zeitraum von 20 Jahren garantiert. Die Erlöse und Cashflows einer Photovoltaikanlage können so recht genau prognostiziert werden. Grundsätzlich gilt, dass die Photovoltaik-Einspeisevergütung umso niedriger ausfällt, je größer die Anlage ist. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der Anschaffungspreis pro Kilowatt Nennleistung für größere PV-Anlagen niedriger ist. Unterschieden wird auch zwischen Dachanlagen und Freiflächenanlagen. 7C Solarparken konzentriert sich auf kleinere Anlagen (Freifläche und Dach) und profitiert von der relativ höheren Einspeisevergütung. Ausgezahlt wird die Einspeisevergütung vom lokalen Stromnetzbetreiber, an dessen Netz die Photovoltaikanlage angeschlossen wird. Dieser ist an den Preis gebunden, der staatlich als Einspeisevergütung vorgegeben ist.



Ralf Marinoni,  
Institutionelles Research,  
Quirin Privatbank

Die Einspeisevergütung für kleine Dachanlagen, die bis April 2018 in Betrieb gegangen sind, beträgt abhängig von der Anlagengröße bis zu 12,20 ct/kWh für 20 Jahre. Für Anlagen mittlerer Größe von 750 kW bis 10 MW wird die Einspeisevergütung über Ausschreibungen festgesetzt. Die Ausschreibungsrunde der Bundesnetzagentur hat im Juni 2018 einen mittleren Zuschlagswert von 4,59 ct/kWh ermittelt.

Die durchschnittliche Einspeisevergütung für Anlagen (Freifläche) lag vor 10 Jahren noch bei 35,49 ct/kWh. Ist dies für die Rentabilität einer Anlage bedrohlich? Dies kann man verneinen, da seit 2006 dank technologischen Fortschritts, Skalen- und Lerneffekten die Investitionskosten im Mittel um ca. 13% pro Jahr, insgesamt um 75%, gesunken sind. Insbesondere der Preisverfall für PV-Module ist für diese Entwicklung verantwortlich.

## Chancen und Risiken

Risiken: Beim Betrieb einer Anlage kann man drei wesentliche Kostenfaktoren identifizieren: Pacht, Wartung und Zinsauf-



wand. Letzterer könnte sich negativ auf die Rendite auswirken, sollte sich das aktuell niedrige Zinsniveau drehen. Aber selbst diese Entwicklung könnte abgefedert werden, indem der Pachtaufwand neu verhandelt wird.

Wir sehen mehrere Chancen/Wettbewerbsvorteile bei 7C Solarparken: Anfang des Jahres hat die Gesellschaft den Geschäftsbereich Projektentwicklung der Amatec GmbH übernommen. Hierdurch sichert sich 7C den Erstzugriff auf attraktive PV-Anlagen. Als weitere Chancen sehen wir den Sachverhalt, dass 7C Anlagen

nach Ende der 20-jährigen Einspeisevergütung noch weitere 5 oder 10 Jahre betreibt; diese Anlagen sind dann bereits abgeschrieben und getilgt, verfügen allerdings noch über eine Leistung von über 90%.

Für die Solarbetreiber im Allgemeinen ist festzuhalten, dass deren Stromentstehungskosten mittlerweile das Niveau traditioneller Braunkohlekraftwerke erreicht haben; dies bedeutet, dass die Abhängigkeit der staatlichen Einspeisevergütung schwindet, da die Betreiber den Strom selbst vermarkten können.



**Tab. 1: 7C Solarparken – Finanzkennzahlen**

|                          | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz                   | 30,3  | 33,0  | 35,2  | 37,0  |
| EBITDA                   | 27,9  | 29,9  | 29,8  | 32,1  |
| EBIT                     | 12,0  | 12,6  | 10,8  | 11,7  |
| EBIT Interest Coverage   | 1,8   | 2,1   | 1,6   | 1,7   |
| EBITDA Interest Coverage | 4,2   | 4,9   | 4,5   | 4,7   |
| Total Debt/EBITDA        | 6,7   | 6,1   | 6,4   | 6,1   |
| Total Net Debt/EBITDA    | 5,6   | 4,9   | 4,6   | 4,6   |
| Eigenkapitalquote        | 24,9% | 29,5% | 31,5% | 30,5% |

Angaben in Mio. Euro, Quelle: 7C Solarparken, Quirin Privatbank

### Zahlen und Ausblick

Die 7C Solarparken AG blickt auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2017 zurück. Insbesondere durch den Ausbau der Leistung von 100 MWp auf 118 MWp während des Berichtsjahres ist das EBITDA von 27,9 Mio. Euro im Jahr 2016 auf 29,9 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2017 gewachsen. Der operative Cashflow lag bei 26,9 Mio. Euro (2016: 27,9 Mio. Euro) auf stabilem Niveau. Die Nettoverschuldung lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei 156,8 Mio. Euro, das Verhältnis Nettofinanzschulden zu EBITDA bei 4,9 – ein überaus akzeptabler Wert für das Geschäftsmodell.

Auf Konzernebene wird für das laufende Geschäftsjahr 2018 ein EBITDA von 29,6 Mio. Euro erwartet. Neben den schlechten Witterungsbedingungen im ersten Quartal 2018 wird in dieser EBITDA-Prognose auch der zeitanteilige Beitrag des aktuellen Portfolios i.H.v. 134 MWp berücksichtigt. Die 2019er-Prognose des Vorstands umfasst positive ganzjährige Effekte aus der Erreichung des Portfolioziels von 150 MWp bereits zum Ende des laufenden Jahres 2018 sowie der vollständigen Investition der Mittel aus dem Schuldschein, wonach das EBITDA auf 32 Mio. Euro steigen sollte.

Aufgrund der garantierten Einspeisevergütung ist die Visibilität von 7C Solarparken sehr hoch. Wir gehen stark davon aus, dass die Zahlen erreicht werden; unsere Schätzungen bilden lediglich ein Portfolio von 150 MWp ab:

Durch eine Kapitalerhöhung im Juni flossen der Gesellschaft Bruttoerlöse in Höhe von 11,9 Mio. Euro zu. Diese Liquidität – zusammen mit weiterem Fremdkapital – sollte ausreichen, das Portfolio auf 200 MWp zu erhöhen.



*„Wir sind zuversichtlich, in diesem Jahr zwei Großprojekte in Australien zur Baureife zu bringen“*

**Clemens Wohlmuth**, CFO, Photon Energy N.V.

**D**ie Photon Energy N.V. hat im Oktober 2017 die 5-jährige Anleihe 2017/22 platziert, die einen Kupon von 7,750% p.a. bei einer quartalsweisen Zinszahlung bietet (ISIN DE000A19MFH4). Die Anleihe wird weiter platziert, aktuell sind vom Anleihevolumen von bis zu 30 Mio. Euro über 20 Mio. Euro erreicht. CFO Clemens Wohlmuth ist zuversichtlich, dass die Anleihe voll platziert wird. Denn insbesondere seit der Rückzahlung der Anleihe 2013/18 im März gibt es eine verstärkte Investorennachfrage. Im Gespräch mit dem BOND MAGAZINE erläutert Wohlmuth den aktuellen Stand der Projekte.

**GREEN BONDS:** Herr Wohlmuth, wie ist der aktuelle Stand Ihrer Projekte?

**Wohlmuth:** Unser Ziel war es, bis Ende des nächsten Jahres 50 MWp in Ungarn zu haben. Wir sind sehr optimistisch, dies zu erreichen. Zudem ist der australische Markt sehr wichtig für uns. In Australien ist der Marktmechanismus ein anderer. Es gibt keine Einspeisevergütung, sondern der Preis ist viel stärker marktorientiert. Man bekommt Zertifikate für Energie, die durch grüne Ressourcen erzeugt wurde. Diese Zertifikate werden am Markt gehandelt. Es gibt entsprechend ein Preisrisiko, aber aktuell sind die Preise für Anbieter sehr attraktiv. Je mehr erneuerbare Energie produziert wird, desto mehr Druck wird auf die Preise kommen. Zudem kann man den Strom direkt über den Markt verkaufen. Das ist zurzeit ebenfalls sehr attraktiv. Auch hier gibt es natürlich ein Preisrisiko. Investoren und Kunden möchten jedoch auch planbare Preise haben, deshalb arbeitet man in der Regel mit Stromabnahmeverträgen, welche mit Energieversorgern oder direkt mit größeren Endkunden abgeschlossen werden. Die Laufzeit ist üblicherweise bis 2030, das entspricht der Laufzeit der Zertifikate für erneuerbare Energien. Damit hat sowohl der Produzent als

auch der Verbraucher eine langfristige Planbarkeit. Wir haben bereits ein größeres Projekt in Australien, das die Baureife hat. Im dritten Quartal werden wir mit dem Bau beginnen. Diese Anlage wird 29,9 MWp haben. Wir haben aktuell 26 MWp im Portfolio. Damit werden wir unsere Kapazität auf heutiger Sicht mehr als verdoppeln. Darüber hinaus planen wir in Ungarn noch dieses Jahr ebenfalls ca. 25 MWp an Anlagen ins eigene Portfolio zu bauen. Wir werden dann jeweils etwa ein Drittel unserer Kapazität in Ungarn, Australien und in Tschechien bzw. der Slowakei haben. In Bezug auf den Umsatz ist das nicht so. Die Anlagen in Tschechien und der Slowakei wurden 2010/2011 errichtet und haben noch eine relativ hohe Einspeisevergütung.

**GREEN BONDS:** Sie entwickeln auch Großprojekte in Australien. Wie kommen Sie damit voran?

**Wohlmuth:** Wir haben ein Joint Venture mit Canadian Solar. Canadian Solar hat in unsere Projektgesellschaften investiert, damit sind die Entwicklungskosten in den Projekten gesichert. Die Gesamtkapazität der Projekte beträgt 1,14 GW. Projektentwicklungen sind natürlich auch mit Risiken behaftet. Daher war es uns auch sehr wichtig, mit einem starken Partner zusammenzuarbeiten, der das notwendige Eigenkapital für die Entwicklung zur Verfügung stellt. Es ist geplant, unsere Anteile an den Projekten zu verkaufen, sobald die Baureife erreicht ist – entweder an Canadian Solar oder an einen Dritten. Wir sind zuversichtlich, in diesem Jahr zwei Großprojekte in Australien zur Baureife zu bringen. Und unser Projekt in Leeton möchten wir spätestens im Februar 2019 am Netz haben.

**GREEN BONDS:** Ihre Anleihe ist noch in der Platzierung.

**Wohlmuth:** Ja, die Anleihe ist noch in der Platzierung. Aufgrund von Ausfällen in Mittelstandsanleihensegment und im Bereich der erneuerbaren Energien in der Vergangenheit waren einige Investoren zu Beginn noch etwas zurückhaltend. Wir haben häufig von Investoren gehört, dass unsere Story zwar gefällt, aber mit anderen Unternehmen in der Branche schlechte Erfahrungen gemacht wurden. Mit der Rückzahlung unserer Anleihe 2013/18 im März konnten wir weiteres Vertrauen von Investoren gewinnen. Zudem sind wieder neue Investoren auf uns aufmerksam geworden. Wir sind zuversichtlich, dass wir die Anleihe 2017/22 mit einem Volumen von bis zu 30 Mio. Euro voll platzieren können. Einen Großteil unserer Investitionen tätigen wir im zweiten Halbjahr. Daher passt es sehr gut zu unserem Kapitalbedarf, wenn wir entsprechend die Anleihe weiter platzieren. Ende Mai hatten wir 17 Mio. Euro platziert, aktuell haben wir über 21 Mio. Euro platziert.

**GREEN BONDS:** Die alte Anleihe hatte ein Volumen von 10,6 Mio. Euro. Für Neuinvestitionen waren also bis zu 20 Mio. Euro geplant. Aktuell stehen Ihnen somit rund 10 Mio. Euro für Investitionen zur Verfügung. Es gab zur Emission eine Researchstudie. In wie weit müssen die Annahmen korrigiert werden, weil Ihnen das Kapital noch nicht in voller Höhe zur Verfügung steht?

**Wohlmuth:** Die Projekte mit Canadian Solar sind im Research noch nicht berücksichtigt, weil wir zum Zeitpunkt der Erstellung des Researchberichtes noch auf der Suche nach einem Partner waren. Wenn uns weniger Kapital zur Verfügung stehen würde, könnten wir die Projekte in Ungarn mit 50 MW und in Leeton mit knapp 30 MW langsamer realisieren. In Ungarn muss man die Projekte innerhalb der nächsten



zwei Jahre ans Netz bringen, sonst riskiert man eine etwas niedrigere Einspeisevergütung zu bekommen. Wenn die Anleihe nicht voll platziert werden würde, dann könnten wir in Ungarn langsamer bauen oder etwas weniger bauen. In Australien würden wir für das Projekt in Leeton externe Investoren miteinbinden. Unser Ziel ist es, das Projekt vollständig ins eigene Portfolio zu nehmen und Cashflows daraus zu generieren. Wir kommen mit der Platzierung der Anleihe gut voran und ich bin zu-

versichtlich, dass wir die Anleihe voll platzieren können. Entsprechend sollten wir auch unsere Pläne vollständig umsetzen können.

**GREEN BONDS:** Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.

*Details zur Photon Energy-Anleihe sind auch im BOND MAGAZINE 110 zu finden.*

**Tab. 1: Eckdaten der Photon Energy-Anleihe**

|                    |                              |
|--------------------|------------------------------|
| <b>Emittent</b>    | Photon Energy N.V.           |
| <b>Kupon</b>       | 7,750%                       |
| <b>Zinszahlung</b> | vierteljährlich              |
| <b>Kurs</b>        | 100,00% (Stand: 06.07.2018)  |
| <b>Laufzeit</b>    | 26.10.2022                   |
| <b>Volumen</b>     | bis zu 30 Mio. Euro          |
| <b>ISIN / WKN</b>  | DE000A19MFH4 / WKN           |
| <b>Segment</b>     | Open Market, Börse Frankfurt |
| <b>Internet</b>    | www.photonenergy.com         |

Anzeige

Newsletter?  
Newsletter!



Grüße Dich, wie geht wie steht's?  
Kennst Du einen Personalberater?  
VG

Alles gut soweit. Für was brauchst  
Du denn so jemanden?  
Gruß zurück ...

Muss in meinen Gremien was  
umbesetzen, brauche da Hilfe.

Verstehe. Probier's mal auf  
**www.stiftungsmarktplatz.eu**,  
da müsstest Du fündig werden.

Was ist das?

So was wie Gelbe Seiten, nur für  
uns. Schau's Dir einfach mal an,  
ansonsten RUMIA.

Klingt gut, danke Dir.

Apropos: was ist denn RUMIA?



**www.stiftungsmarktplatz.eu**  
Europas großer Experten-Marktplatz für Gemeinnützige.

# Einbruch am Schuldscheinmarkt

Emissionsvolumen fällt im 2. Quartal erstmals seit 2014 auf unter 3 Mrd. Euro

Text: Robert Steininger

Nach einer Analyse der auf Unternehmensfinanzierung spezialisierten Beratungsgesellschaft CAPMARCON wirkten sich im ersten Halbjahr 2018 die gute Konjunktur und der rückläufige externe Kapitalbedarf auf den Schuldscheinmarkt aus. Deutsche und europäische Emittenten nahmen im 1. Halbjahr 2018 Darlehen in Höhe von 6,85 Mrd. Euro auf, davon im 1. Quartal rund 4,15 Mrd. Euro und im 2. Quartal rund 2,80 Mrd. Euro. Das Volumen war deutlich geringer als in den beiden Vorjahren und befindet sich auf dem Niveau der Jahre 2014/2015.

Im 1. Halbjahr 2018 wurden insgesamt 46 Transaktionen arrangiert, verglichen mit 66 Transaktionen im 1. Halbjahr des Vorjahres. Das durchschnittliche Emissionsvolumen ging ebenfalls deutlich zurück. Dem Neugeschäft von 6,85 Mrd. Euro standen Tilgungen in Höhe von 4,21 Mrd. Euro gegenüber. Dementsprechend erhöhte sich das ausstehende Schuldscheinvolumen Ende Juni 2018 auf fast 109 Mrd. Euro.

Immer mehr Debütemittenten nutzen den Schuldscheinmarkt, also Unternehmen, die erstmals Schuldscheine begeben. Im 2.

Quartal überstieg das Schuldscheinvolumen der Debütanten (14 Transaktionen mit 1,465 Mrd. Euro) sogar das Volumen von Unternehmen, die Schuldscheine zum wiederholten Mal nutzen (9 Emissionen mit 1,235 Mrd. Euro). Noch im 1. Quartal lag das Begebungsvolumen von Mehrfachemittenten höher.

Größte Darlehensnehmer waren deutsche Emittenten mit 77% des Emissionsvolumens vor österreichischen (7%) und Schweizer Unternehmen (4%). Größte Sektoren waren im 1. Halbjahr Industrieunternehmen mit 44% des neu emittierten Volumens, Unternehmen aus dem Handel (24%) und aus dem Logistik- und Telekommunikationssektor (11%).

## Weichere Covenants, höhere Zinsen, verringerte Laufzeiten

Bei den Covenants kam es in den letzten ein, zwei Jahren kontinuierlich zu Erleichterungen für die Kreditnehmer. So wurden beispielsweise bei bonitätsstarken Unternehmen häufig nicht mehr die zwingende Einhaltung von Finanzkennziffern vorgeschrieben, bei deren Nichteinhaltung es zu einer Anhebung des Zinssatzes gekommen

ist. Doch Investoren akzeptieren gerade bei längeren Darlehenslaufzeiten nicht mehr jede Aufweichung der Kreditbedingungen.

In den Jahren 2016 und 2017 gelang es leistungstarken und bekannten Unternehmen die Risikoprämie bei sinkenden Marktzinsen spürbar zu senken. Das Risikobewusstsein hat bei Investoren jedoch wieder zugenommen. Und nur spezialisierte Investoren engagieren sich verstärkt bei Non Investment Grade-Qualitäten.

Die Verzinsung von Schuldscheindarlehen ist in den vergangenen zwei, drei Quartalen wieder gestiegen und zwar gleichlaufend mit dem Anstieg der Marktzinsen und mit leicht höheren Risikoprämien (Spreads). So ging die Verzinsung von Schuldscheindarlehen mit 7-jähriger Laufzeit im Durchschnitt um etwa 40 Basispunkte bei Investment Grade-Bonitäten nach oben und im Non Investment Grade-Bereich um etwa 55 Basispunkte.

Die volumengewichtete Laufzeit der im 1. Halbjahr 2018 platzierten Schuldscheindarlehen erreichte 6,8 Jahre und lag damit leicht unter den Jahresdurchschnitten von

Tab. 1: Aktivitäten am deutschen Schuldscheinmarkt

|                                      | 2015   | 1.HJ 2016 | 2016  | 1.HJ 2017 | 2017   | 1.HJ 2018 |
|--------------------------------------|--------|-----------|-------|-----------|--------|-----------|
| Emissionsvolumen                     | 18,65  | 12,85     | 28,50 | 12,53     | 27,43  | 6,85      |
| Tilgungsvolumen                      | -12,56 | -6,13     | -9,36 | -4,51     | -8,58  | -4,21     |
| Ausstehendes Marktvolumen            | 68,12  | 74,84     | 87,29 | 94,55     | 106,13 | 108,77    |
| Anzahl der Begebungen                | 104    | 51        | 129   | 64        | 156    | 46        |
| Durchschnittliche Transaktionsgröße* | 179,3  | 252,0     | 220,9 | 195,8     | 175,8  | 148,9     |

Volumen in Mrd. Euro, \*) durchschnittliche Transaktionsgröße in Mio. Euro, Quelle: LBBW und CAPMARCON

Tab. 2: Inanspruchnahme des deutschen Schuldscheinmarktes

|                            | 1.HJ 2016 | 2016  | 1.HJ 2017 | 2017  | 1.HJ 2018 |
|----------------------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|
| Wiederholte Kreditaufnahme | 6,71      | 16,11 | 8,68      | 18,75 | 4,10      |
| Anzahl Transaktionen       | 19        | 52    | 34        | 86    | 20        |
| Erstmalige Kreditaufnahme  | 6,14      | 12,39 | 3,85      | 8,68  | 2,75      |
| Anzahl Transaktionen       | 32        | 77    | 30        | 70    | 26        |

Volumen in Mrd. Euro, Quelle: LBBW und CAPMARCON

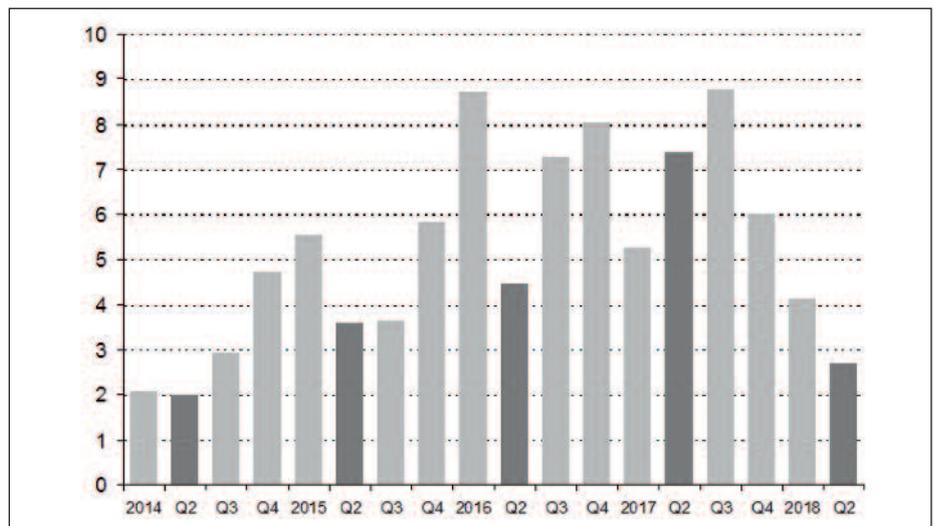
2017 und 2016 mit 7,0 bzw. 6,9 Jahren. Laufzeitenkonzentrationen gab es wiederum bei 5, 7 und 10 Jahren, wobei sich der Anteil 10-jähriger Darlehen in den vergangenen 30 Monaten deutlich erhöhte. Ein Grund hierfür ist das Renditeplus bei längeren Laufzeiten. Allerdings verringerten sich die Laufzeiten über 10 Jahre deutlich, weshalb die durchschnittliche Laufzeit zuletzt wieder abnahm.

**Ausblick**

Capmarcon geht auf Basis der Zahlen des 1. Halbjahres davon aus, dass im laufenden Jahr Schuldscheindarlehen im Volumen von 15 bis 20 Mrd. Euro platziert werden könnten. Dies wäre deutlich unter dem Niveau der vergangenen beiden Jahre. Einen spürbaren Schub könnte es nur geben, wenn bonitätsstarke Unternehmen beispielsweise im Rahmen von Akquisitionsfinauzierungen mit Jumbo-Emissionen an den Markt zurückkehren würden.

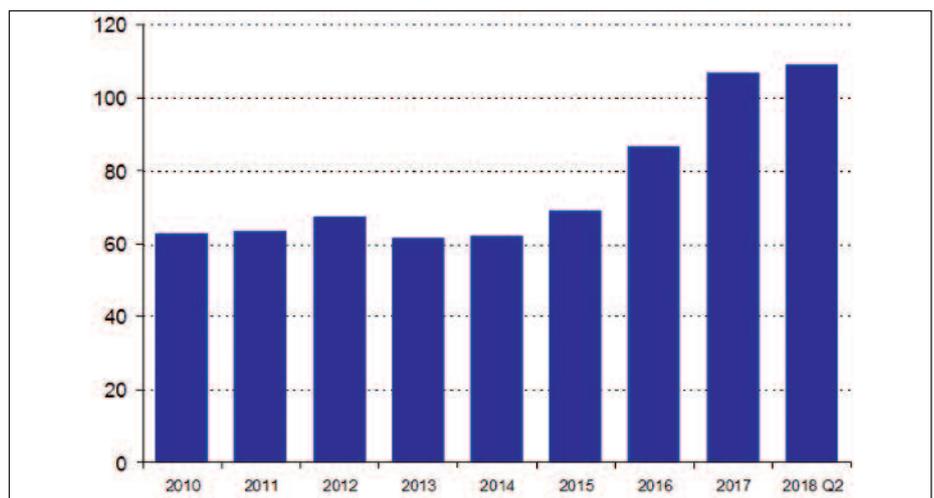
Die Risikoaufschläge und damit die Verzinsung dürfte am Schuldscheinmarkt weiter steigen, spürbar bei längeren Laufzeiten von 10 Jahren oder mehr. Der Schuldscheinmarkt wird verstärkt Adressen am unteren Ende der Bonitätsskala sehen, die bislang nicht anzutreffen waren. Aber auch in anderen Kreditsegmenten ist eine Zunahme von Transaktionen mit schwächeren Bonitäten festzustellen, so dass die relative Qualität am Schuldscheinmarkt sich wohl nicht verschlechtern sollte. Die Nachfrage nach mit mehr Risiko behaftetem Kredit nimmt zu, nicht nur am Schuldscheinmarkt. Am Schuldscheinmarkt stößt das Angebot auf Nachfrage von Investoren, die gerade diese Anlagemöglichkeiten suchen.

**Abb. 1: Emissionen am deutschen Schuldscheinmarkt**



Quelle: LBBW, CAPMARCON

**Abb. 2: Volumen des Schuldscheinmarktes (ausstehende Titel in Mrd. Euro)**



Quelle: CAPMARCON



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](http://www.aerzte-ohne-grenzen.de/spenden)



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

Träger des Friedensnobelpreises