



## „Der Markt für europäische High-Yield-Emissionen ist stark geprägt von Emissionsfenstern“

INTERVIEW MIT HOLGER CLEMENS HINZ, MANAGING DIRECTOR, INVESTMENT BANKING, QUIRIN BANK

Die Emission von hochverzinslichen „High-Yield-Anleihen“ unterscheidet sich in einigen wesentlichen Punkten von der Emission klassischer Benchmark-Anleihen. So ist, analog zu Kreditverträgen, beispielsweise die Gestaltung von Covenants üblich. Deren Überwachung erfolgt durch einen Treuhänder. Zudem ist der Markt, ähnlich wie der IPO-Markt, von Zeitfenstern geprägt. Holger Clemens Hinz, Managing Director der quirin bank, hat kürzlich die Emission einer High-Yield-Anleihe des Automobilzulieferers TMD Friction begleitet. Im Gespräch mit dem BOND YEARBOOK erläutert er Besonderheiten, die bei der Emission von High-Yield-Anleihen zu beachten sind.

**BOND YEARBOOK:** Wie definieren Sie High-Yield-Anleihen?

**HINZ:** High-Yield-Anleihen sind Schuldverschreibungen und somit Instrumente der Fremdfinanzierung und werden von Ländern wie Unternehmen begeben, die über ein risikoreiches Rating unterhalb der Güteklasse „Investment Grade“ verfügen. Je nach Emittent wird zwischen Länderanleihen aufsteigender Schwellenländer (Brady Bonds oder Emerging Bonds) und Unternehmensanleihen (Corporate High Yield Bonds) unterschieden. Auf der Skala der Bonitätsnoten liegt dieser auf Höhe des genannten „Junk“-Bereichs; bei Moody’s Investors Service unterhalb der Note Baa, bei Standard & Poor’s unterhalb von BBB-.

**BOND YEARBOOK:** Welche Anforderungen bestehen in Bezug auf die Dokumentation bei der Emission einer High-Yield-Anleihe?

**HINZ:** Aufgrund der langjährigen Etablierung des US-Markts für High-Yield-Anleihen erwartet Investoren auch in Europa eine sich an den dort bestehenden Standards orientierende Dokumentation. So werden High-Yield-Anleihen in Europa zumeist nach US-amerikanischem Recht – im Speziellen dem des Staates New York – konzipiert. Auch wenn Emissionen üblicherweise als Privatplatzierung durchgeführt werden, erfordert die Platzierung die Erstellung eines Offering Memorandum im Sinne des US-Rechts. Wie bei einem Wertpapierprospekt geben die involvierten Rechtsberater übliche Disclosure in Form von Opinions und die Wirtschaftsprüfer Comfort Letters ab. Der Zeitplan für eine Emission richtet sich demnach insbesondere an der Vorbereitung eines Emittenten für eine umfassende Due Diligence aus. Als Minimum an Vorbereitungszeit würden wir drei Monate ansehen.

**BOND YEARBOOK:** Wie groß ist das Marktpotenzial für High-Yield-Anleihen?

**HINZ:** Der Markt für europäische High-Yield-Emissionen ist stark geprägt von Emissionsfenstern. Die Emissionstätigkeit erreichte gemäß Angaben von Standard & Poor's im Jahr 2006 mit 30 Mrd. Euro ihren ersten Höhepunkt und kam im zweiten Halbjahr 2007 zum Stillstand, so dass das Volumen 2008 auf den Nullpunkt sank. Der zweite Höhepunkt konnte 2009 gemäß Angaben der AFME mit knapp 25 Mrd. Euro verzeichnet werden; im ersten Quartal 2010 konnten Unternehmen bereits ein Volumen von 14 Mrd. Euro einsammeln. Im Mai hingegen wurden dann so wenige Anleihen am Markt platziert wie seit einem Jahrzehnt nicht mehr. Mindestens 14 Unternehmen haben ihre geplanten Emissionen wieder zurückgezogen; die letzte erfolgreiche Emission im High-Yield-Segment war die von der quirin bank im Joint Lead mit der Credit Suisse begleitete Anleihe der TMD Friction Holding im Volumen von 160 Mio. Euro.

**BOND YEARBOOK:** Ist für die Emission einer High-Yield-Anleihe in jedem Fall ein Rating notwendig?

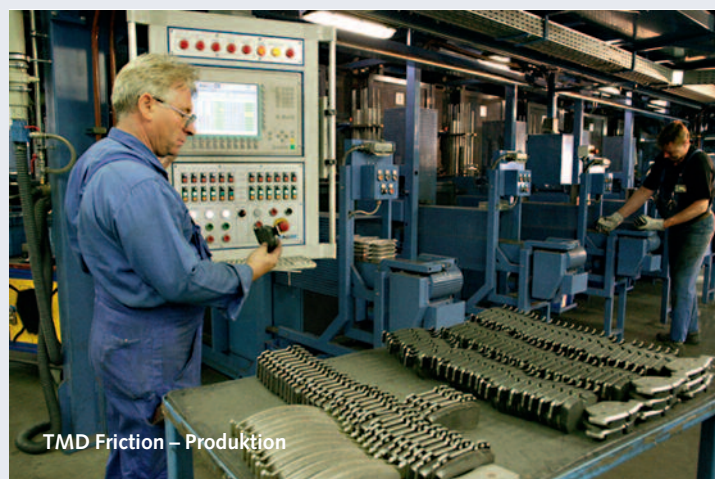
**HINZ:** Grundsätzlich ist für die erfolgreiche Emission von High-Yield-Anleihen die Einschaltung von zwei Ratingagenturen Pflicht. Hierbei ist auf die international etablierten Player wie Fitch Ratings, Moody's Investors Service oder Standard & Poor's zurückzugreifen.

**BOND YEARBOOK:** Die Risikobereitschaft der Investoren ist bis in Q1 2010 deutlich gestiegen, im Mai kam es dann zu einer Korrektur. Was passiert, wenn die Risikobereitschaft weiter deutlich nachlässt, d.h. die Spreads sich ausweiten?

**HINZ:** Diese Situation ist seit der Griechenland-Krise leider bereits zur Realität geworden. Die Turbulenzen haben die Emissionsaktivitäten europäischer Unternehmen praktisch zum Erliegen gebracht. Grund ist die von Ihnen benannte krisenbedingt angeheizte Risikoabneigung der Investoren. Die Unternehmen, die den Kapitalmarkt noch anzapfen konnten, mussten zumeist höhere Renditen bieten. Deutlich stärker als bei Unternehmen mit Bonität der Güteklasse Investment Grade kletterten hierbei die Renditeaufschläge bei Emittenten aus dem High-Yield-Bereich. Er legte aktuell laut Daten von Merrill Lynch 40 Basispunkte zu, so stark wie zuletzt im Juni 2009.

**BOND YEARBOOK:** Worauf legen Anleger Wert; welche Anforderungen muss ein High-Yield-Emittent erfüllen?

**HINZ:** Das typische Emissionsvolumen von High-Yield-Anleihen ist wesentlich geringer als in der Güteklasse Investment Grade, es beginnt bereits zwischen 100 und 200 Mio. Euro. Starke Bedeutung gewinnt im Rahmen der Begebung eines High-Yield Bonds für ein Unternehmen insbesondere die Gestaltung der sogenannten Covenants. Analog zu klassischen Kreditverträgen geht es hier um eine Verhandlung von Zusicherungen eines Emittenten zur Einhaltung von gewissen Nebenbedingungen. Die Vielzahl der Zusicherungen lässt sich systematisieren in Finanzkennzahlen (dies sind die Financial Covenants im engeren Sinne), Non-Financial Covenants und Corporate (Financial) Covenants. Diese werden zumeist anhand der aktuellen Marktpraxis abgeleitet und dann im Rahmen der Vermarktung in der Diskussion mit Ankerinvestoren finalisiert. Die Überwachung erfolgt grundsätzlich über einen Treuhänder.



Wie die Ratingagentur Moody's Investors Service berichtet, akzeptierten Investoren in Q1 2010 die schwächsten Covenants seit 2007. Etwa 60% der Emittenten im Hochzinssegment boten den Anlegern in diesem Jahr bei ihren Emissionen weniger Sicherheiten an als bei früheren Emissionen (Quelle: Covenant Review).

**BOND YEARBOOK:** Welche Laufzeiten werden nachgefragt?

**HINZ:** Die Laufzeit kann wie bei allen anderen Typen klassischer Anleihen kurzfristig, mittelfristig oder langfristig sein, d.h. von unter fünf Jahren bis über zehn Jahre reichen. Nachgefragt werden üblicherweise jedoch High Yields mit einer Laufzeit von fünf oder sieben Jahren.

**BOND YEARBOOK:** Vielen Dank für das Gespräch.

*Das Interview führte Robert Cleve.*

#### Eckdaten der TMD Friction High-Yield-Anleihe:

Emittent	TMD Friction Finance S.A.
Format	Senior secured notes
Rating	Moody's: B3, S&P: B
Emission	17. Mai 2010
Laufzeit	7 Jahre
Kupon	10,75%
Emissionspreis	100,00%
Emissionsvolumen	160 Mio. Euro
Konsortialführer	Credit Suisse, quirin bank

Quelle: eigene Recherchen