

## Mittelstandsanleihen

# Lieber im Paket

Einige Renditeträume sind bei Mittelstands-Bonds bereits geplatzt. Das muss Zinsjäger nicht schrecken, die ihr Geld via Fonds auf eine Vielzahl von Anleihen verteilen

**A**nleger schwimmen in Geld. Derzeit hat kein Unternehmen Probleme, seine Aktien oder Anleihen loszuwerden. Als Käufer treten immer institutionelle Großanleger auf, die ihr Handwerk verstehen sollten.

So platzierte das Modehaus Wöhrl seine 6,6-Prozent-Anleihe Anfang Februar binnen 30 Minuten. Der Hersteller von Brühwürfeln, Suppen, Saucen, Teigwaren und Fertiggerichten Zamek stockte Anfang Februar seine 7,75-prozentige Anleihe problemlos um zehn Millionen Euro auf. Dass die 2012er-Bilanz des Unternehmens zwei Wochen zuvor trotz Umsatzanstiegs mit Verlust abschloss und sich das Rating von BB auf BB-verschlechterte, schreckte nicht ab.

Der Produzent von Agrarrohstoffen KTG Agrar stockte seinen 7,125-Prozenter Mitte Februar um 80 Millionen auf. Gleichzeitig verkauften die Hamburger 567 600 neue Aktien zum Preis von 15,05 Euro das Stück. Plus zwei Millionen Aktien der Tochtergesellschaft KTG Energie.

**Vierfache Rendite lockt.** Angesichts der Traumkuponen jenseits der sieben Prozent kein Wunder, dass sich Vermögensverwalter, Investmentfonds und Family Offices um die Millionen reißen. Bieten doch allseits hochangesehene Schuldner wie beispielsweise Volkswagen nur noch Renditen von weniger als zwei Prozent.

Die Aufnahme frischen Eigenkapitals oder der Verkauf des Tafelsilbers zur Hebung stiller Reserven sind sicher eine gute Botschaft für Anleiheneigner. Doch die

Gläubiger müssen sich auch fragen, ob und wie lange die mittelständischen Unternehmen derart überdurchschnittlich hohe Zinsen zahlen können. Und wie sie ihre Schuldenberge abtragen wollen.

„Anleiheninvestoren treffen ihre Anlageentscheidung im Vergleich zu Eigenkapitalgebern unter anderen Prämissen. So spielt eine Steigerung des Unternehmenswerts eine verhältnismäßig untergeordnete Rolle“, sagt Manuel Hölzle, Vorstandsvorsitzender und Chefanalyst der GBC.

„Vielmehr im Vordergrund steht die Verlässlichkeit bei der Bedienung des Kapital-



diensts. Kennzahlen wie Zinsdeckungsgrade oder Verschuldungsrelationen finden dabei eine größere Beachtung als die typischen Shareholder-Value-Kennzahlen.“ Doch daran orientieren sich Privatanleger eher selten.

**Erste Flops, aber auch Gewinne.** Allzu oft lassen sie sich mehr von XXL-Zinsen oder von klangvollen Namen locken. Beides reicht nicht immer. Zahlreiche Mittelstandsanleihen notieren bereits weit unterhalb ihres Nominalwerts, manche gelten längst als abgeschrieben. Besonders schlimm traf es die Pleite-Papiere von SIAG Schaaf, BKN-Biostrom und Solarwatt.

Auch kein gutes Omen: die niedrigen Kurse von SIC Processing, Centrosolar und Windreich. Ihre Schuldtitel notieren an der Stuttgarter Börse, Erfinder der Mittelstandsanleihen für Kleinanleger, aktuell nur noch zu Kursen zwischen 6,75 und 55 Prozent. Immerhin notieren die anderen 21 Emissionen jenseits der 96,75 Prozent. Also beruhigend nahe an ihrem Nominalwert. Am Frankfurter Mittelstandsmarkt notieren von 28 Anleihen vier Emissionen um die 85 Prozent, die Mehrheit jenseits von 94 Prozent. In Heller und Cent ausgedrückt: Wer das falsche Papier erwischte, verlor mehr als 90 Prozent seines Einsatzes. Wer Glück hatte, verdiente mit dem besten Bond bereits 12,5 Prozent Kursgewinn – plus 7,25 Prozent Zinsen.

Um Gewinner von Verlierern zu trennen, hilft auch kaum ein Blick auf die Sicherheiten. Bei der WGF Westfälische Grundbesitz- und Finanzverwaltung beispielsweise reichen die Sicherheiten in Form von Immobilien wohl nicht zur Absicherung der emittierten Anleihen. Die auf rund 21 Prozent der Nominalwerte abgestürzten Börsenkurse lassen wenig Gegenwert beim Verkauf der Objekte erwarten. Dagegen hält sich ein noch junger 6,875-Prozenter mit der „MS Deutschland“ als Sicherheit um 94,50 Prozent erstaunlich gut. Ob ein 1996 gebautes Kreuzfahrtschiff wertvoller ist als Immobilien, bleibt allerdings fraglich.

**Bessere Chance-Risiko-Relation mit Fonds.** Reichen die Bewertungs- und Bilanzierungskennntnisse nicht aus, engagieren sich Zinsjäger besser über aktiv gemanagte Investmentfonds an den Hochprozentern. Deren Betreuer sollten in der Lage sein, professionelle Analysen und realistische Unternehmensbewertungen vornehmen zu kön-





nen. Obendrein bieten sie automatisch eine Risikostreuung, da das Fondsmangement das ihm anvertraute Kapital immer auf mehrere Schuldner-Schultern verteilen wird. Der Ausfall eines Unternehmens dürfte sich daher kaum bemerkbar machen.

Weil der Mittelstandsanleihenmarkt so attraktiv ist, modelte der Vermögensverwalter Artus Direct Invest eigens einen alten Rentenfonds um. Im Dezember 2011 richteten die Düsseldorf den Artus Rentenfonds neu auf Anleihen mittelständischer und inhabergeführter Unternehmen aus. Schuldtitel großer international agierender Industriekonzerne ergänzen den Mix.

Das Fondsmangement strebt im Anleihenbestand eine durchschnittliche Restlaufzeit von weniger als fünf Jahren an. „Das hat den Vorteil, dass eine strikte Inflationskontrolle erfolgt und die Risiken aus den Unternehmen überschaubar bleiben“, sagt Artus-Fondsmanager Marius Hoerner. Obwohl Ratings in den vergangenen Jahren immer wieder im Kreuzfeuer standen, hält er die As und Bs speziell im Bereich der Mittelstandsanleihen für enorm wichtig. Dabei geht es Hoerner nicht um die Bonitätsnote an sich, sondern um das Studium der Rating-Berichte und die Analyse der veröffentlichten Zahlen. Um die Risiken zusätzlich zu senken, will er jeden Schuldner mit nicht mehr als zwei Prozent im Fonds gewichten.

Die aktuelle Streuung auf mehr als 70 verschiedene Unternehmen können Privatanleger in ihren Depots nicht schaffen. Die größte Position liegt aktuell bei 1,29 Prozent des Fondsvolumens. „Damit gewährleisten wir, dass eventuell auftretende Schwierigkeiten bei einem Emittenten nicht nachhaltig ins Gewicht fallen“, verspricht Hoerner.

Allein die Zinserträge – der durchschnittliche Jahreszins liegt bei 5,85 Prozent – reichen zur Kompensation eines Totalausfalls aus. Und die Ausschüttung von zwei Euro pro Fondsanteil sei auch sicher. Beim aktuellen Fondskurs von rund 44,31 Euro erscheinen mithin Renditen von mehr als 4,50 Prozent gesichert. Um die nicht gleich beim Einstieg unnötig zu dezimieren, empfiehlt sich der Kauf über

**Ballons: Hohe Zinsen sind gefragt, bei Top-Papieren steigen die Kurse. Bitter für Anleger ist, wenn dem Schuldner die Luft ausgeht**



eine beratungslose Direktbank. So gewährt beispielsweise die DAB-Bank 50 Prozent Rabatt auf den üblichen drei-prozentigen Ausgabeaufschlag und kassiert nur 1,5 Prozent. Macht bei einem Investment von 10 000 Euro statt 300 Euro nur 150 Euro pro Order.

**Zwei Achtprozenter für Zinsfans.** Trotz renditezehrender Nebenkosten wie Ausgabeaufschlag und jährliche Managementgebühren bleiben Fondslösungen ideal für den Einstieg in den Mittelstandsmarkt. Für Zinsjäger, die sich trotz der Risiken dennoch direkt engagieren wollen, hat Hoerner zwei Empfehlungen parat: die Festverzinslichen von René Lezard und BDT Media Automation. „Beide Anleihen notieren unter ihrem Emissionskurs und werden unserer Meinung nach von den Anlegern unterschätzt“, sagt Hoerner.

Die Anleihe des bekannteren Markennamens, des Modehauses René Lezard, bietet 7,25 Prozent als jährlichen Zinskupon (WKN: A1PGQR). Bei einem Kurs von 94 Prozent und einer Fälligkeit am 26. November 2017 ergibt sich eine Rendite von 8,8 Prozent. Mit ein Grund für die hohe Rendite ist, dass die Verschuldung das Eigenkapital um 165 Prozent übersteigt. Mehr als 100 Prozent findet mancher Beobachter bedenklich. Die Rating-Note der Creditreform lautet BB. Die Bedeutung: „befriedigende Bonität, mittleres Insolvenzrisiko“.

Der eher unbekanntere Schuldner BDT Media Automation schüttet sogar jährlich 8,125 Prozent aus – bis zum 9. Oktober 2017 (WKN: A1PGQL4). Auf Basis des aktuellen Kurses von knapp 95 Prozent errechnen sich 9,6 Prozent Rendite. Bei der in den Bereichen Datensicherungssysteme, Papierzuführungs- und Papierausgabegeräte tätigen BDT übersteigen die Schulden das Eigenkapital um 140 Prozent. Die Rating-Note lautet BB+.

Für Hoerner akzeptabel. Aber bei Wöhrle engagiert er sich lieber nicht. ■ ▶

MICHAEL GROOS

### Artus Mittelstands-Renten Fonds

Wertentwicklung 1 Jahr*	7,71%
maximaler Verlust 1 Jahr*	-1,56%
durchschnittliche Rendite aktuell	5,41%
durchschnittliche Restlaufzeit akt.	4 Jahre und 6 Monate
Gewichtung Anleihen	71,74%
Gewichtung Geldmarkt	28,26%
Gebühren Fondsgesellschaft p.a.	1,20%
Gebühren Depotbank p.a.	0,05%
Ausgabeaufschlag regulär	3%
Ausgabeaufschlag DAB Bank	1,5%
<b>Größte Positionen** des Fonds:</b>	
Berentzen (WKN: A1RE1V), Zins: 6,5%, Kurs: 108,50%, Rendite: 4,4%, Fälligkeit: 18.10.2017	
Hahn (WKN: A1EWNF), Zins: 6,25%, Kurs: 109,50%, Rendite: 3,94%, Fälligkeit: 1.10.2017	
<b>WKN/ISIN:</b>	<b>AORHHB/DE000AORHHB0</b>

\*31.1.2012 bis 31.1.2013; \*\*nur Mittelstandsanleihen

Quelle: Artus

# „Bilanzen detailliert ansehen“

Marius Hoerner, Betreuer des Artus Mittelstands-Renten Fonds, über die Chancen und Risiken der hochprozentigen Anleihen, die manchem schon erste herbe Enttäuschungen beschert haben

## VITA

### Marius Hoerner

Geboren am  
**9. September 1964**

Ausbildung zum  
**Bankkaufmann** bei  
Merck, Finck & Co. in  
Düsseldorf

Mehr als **20 Jahre**  
**Erfahrung** im interna-  
tionalen Aktien- und  
Rentengeschäft und in  
der Betreuung privater  
und institutioneller  
Kunden



**FOCUS-MONEY:** Der Markt für Mittelstandsanleihen wird häufig mit dem Neuen Markt verglichen. Droht ihm tatsächlich ein ähnliches Schicksal?

**Marius Hoerner:** Nein, das Schicksal des Neuen Marktes waren Unternehmen, die eine Historie von wenigen Monaten bis wenigen Jahren hatten. Also Start-ups mit Produkten, die in vielen Fällen noch weit von der Marktreife entfernt waren. Die Emittenten am Mittelstandsmarkt haben in den meisten Fällen eine lange Historie, und viele sind inhabergeführt, sodass man quasi mit dem Eigentümer in einem Boot sitzt.

**MONEY:** Erwarten Sie ein Überschwappen der Pleitewelle von der Solarindustrie auf andere Branchen?

**Hoerner:** Sie kann noch auf Geschäftsmodelle überschwappen, die eine zu hohe Verschuldung in Relation zu Umsatz und operativem Gewinn aufweisen. Denn solche Geschäftsmodelle gehen immer nur so lange gut, wie neue Mittel reinkommen.

**MONEY:** Wird sich die Zinsdifferenz zu traditionellen Unternehmensanleihen bei steigenden Markttrenditen eher abbauen oder sogar ausweiten?

**Hoerner:** Diese Frage lässt sich nicht pauschal beantworten. Eine fünfjährige Metro-Anleihe rentiert mit 2,30 Prozent. Steigt die Rendite auf 2,76 Prozent, wird das den Investor, der Metro heute nicht kauft, auch dann nicht zum Kauf bewegen. Erst wenn sich die Renditen wieder verdoppeln, werden Privatanleger vermehrt dazu übergehen, traditionelle Unternehmensanleihen zu kaufen. Bis dahin ist es jedoch ein weiter Weg, sodass wir vorerst davon ausgehen, dass die Renditeabstände auf dem aktuellen Niveau bleiben.

**MONEY:** Sollten sich die Anleihen börsennotierter Unternehmen wieder attraktiver verzinsen, droht dann der Markt für Mittelstandsanleihen auszutrocknen?

**Hoerner:** Das erwarten wir nicht. Mittelstandsanleihen sind ein junges Marktsegment, das bei vielen Anlegern noch nicht angekommen ist. In der Situation waren Unternehmensanleihen in Deutschland vor etwa 25 Jahren. Aus dem damals jungen Segment ist inzwischen ein Multimilliardenmarkt geworden. Wir gehen davon aus, dass der Mittelstandsmarkt weiter wächst und sich als Teil der Unternehmensanleihen etablieren wird.

**MONEY:** Eignen sich Mittelstandsanleihen eher zum Kaufen und Liegenlassen bis zur Fälligkeit – oder eignen sie sich auch zum Spekulieren?

**Hoerner:** Wir kaufen Anleihen von Unternehmen, bei denen wir davon überzeugt sind, dass Zins und Tilgung geleistet werden können. Unser Ziel ist es, Zinseinnahmen zu generieren. Wenn es zu Kurssteigerungen kommt und wir die Möglichkeit haben, eine Anleihe in eine ähnliche mit niedrigerem Kurs zu tauschen, werden wir dies normalerweise tun. Spekulation fängt da an, wo negative Unternehmensnachrichten den Kurs massiv

unter Druck gebracht haben und der Spekulant glaubt, dass der Markt das Risiko zu hoch einschätzt. Beim durchschnittlichen Privatanleger ordnen wir das dem Bereich „Spiel und Wette“ zu.

**MONEY:** Ab wie viel Mittelstandsanleihen kann ein Anleger davon ausgehen, dass er gut gestreut hat?

**Hoerner:** Um sich weitestgehend zu schützen, schlagen wir pro Emittent eine Gewichtung von maximal zwei bis zu drei Prozent vor – bei unterstellten geordneten Bilanz- und Ertragsverhältnissen.

**MONEY:** Wer sich alternativ für einen Mittelstandsanleihen-Fonds entscheidet: Wie hoch darf die Gewichtung am Gesamtdepot ausfallen?

**Hoerner:** Das kommt ganz auf den Kunden und sein Risikoprofil an. Bei Konservativen halten wir 20 Prozent für einen guten Mittelwert. Ein Kunde, der dynamisch aufgestellt ist und einen Teil seines Aktienbestands lieber ertragsorientiert anlegen möchte, darf auch einen deutlich höheren Anteil halten.

**MONEY:** Welche Kriterien sind für Sie bei der Anleiheauswahl entscheidend?

**Hoerner:** Wir schauen uns selbstverständlich die Bilanzen an. Diese dürfen durchaus Schönheitsfehler haben, wenn zu erkennen ist, wie Probleme gelöst wurden. Um zu einem Urteil zu kommen, sprechen wir auf Road-Shows mit der Geschäftsleitung und verschaffen uns so einen Eindruck. Ganz wichtig ist es natürlich zu erfahren, warum die Anleihe begeben wird und ob wir diese Pläne für gut und nachvollziehbar halten. Darüber hinaus erwarten wir eine klare Aussage, wie das geliehene Geld zurückgezahlt werden soll. Unser großer Vorteil ist, dass wir im Team über Wertpapierspezialisten und Kreditfachleute verfügen. Erst wenn beide nicken, nehmen wir eine Neuemission in den Bestand.

**MONEY:** Wie schätzen Sie die Aussagekraft des Aktienkurses als Indikator für die Bonität des Schuldners ein?

**Hoerner:** Den Aktienkurs halten wir bei Anleihen ohne direkten Aktienbezug wie Optionsanleihen und Wandelanleihen für wenig bis gar nicht aussagekräftig. Noch weniger Aussagekraft hat der Kurs einer Aktie auf den Anleihenkurs einer Finanzierungstochter, da es möglich ist, dass die Muttergesellschaft – Beispiel Peugeot – in Insolvenz geht und die Finanzierungstochter – Beispiel Banque PSA – das Autokredit- und Leasinggeschäft profitabel weiterbetreibt.

**MONEY:** Worauf sollten Privatanleger, die sich direkt engagieren wollen, beim Kauf einzelner Mittelstandsanleihen achten?

**Hoerner:** In dem Fall muss sich der Anleger die Bilanzen detailliert ansehen und den Rating-Bericht genau studieren. Außerdem ist es ratsam, im Internet zu recherchieren, was die Presse sagt. Im Zweifelsfall ruft man beim Unternehmen an und lässt sich mit dem Bereich Investor Relations verbinden. Da muss man allerdings teilweise recht hartnäckig sein.