

## Kleine Anleihen, große Probleme

**Der Markt für Mittelstandsanleihen steckt in der Krise. Vermögensverwalter nehmen die Börsen in die Pflicht.**

Michael Brächer / Frankfurt

Das muss man erst einmal schaffen: Noch im Oktober verkündete der Online-Versandhändler Getgoods euphorisch, per Mittelstandsanleihe insgesamt 60 Millionen Euro eingesammelt zu haben. "Getgoods mit frischem Geld auf Einkaufstour", hieß es damals. Keine vier Wochen später die nächste Schlagzeile: "Getgoods zahlungsunfähig". Die Investoren sind fassungslos, die Staatsanwaltschaft ermittelt.

Das ist kein Einzelfall, sondern nur eine von vielen Horror-Episoden aus dem Markt für Mittelstandsanleihen. Anlegeranwälte wie Klaus Nieding von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz fühlen sich längst an den berühmtesten Neuen Markt erinnert.

Damals hatte die boomende New Economy für eine Serie von Pleiten und Skandalen gesorgt. Mit einem Anleihevolumen von rund 4,5 Milliarden Euro ist der Markt für Mittelstandsanleihen zwar viel kleiner als der Neue Markt - alleine der Börsengang von T-Online war damals 2,5 Milliarden Euro schwer.

Trotzdem gibt es Parallelen: Wieder werben Unternehmen mit vollmundigen Ankündigungen und ohne funktionierendes Geschäftsmodell um die Gunst der Anleger. Und wieder wird manche Anleihe zum Fall für die Staatsanwaltschaft. "Das ganze Mittelstandssegment droht den Bach runterzugehen", sagt ein Vermögensverwalter.

Zu den Pleiten kommt eine insgesamt enttäuschende Kursentwicklung, die sich etwa am Stuttgarter Mittelstandsindex Mibox ablesen lässt (siehe Grafik). Selbst Profis sind nicht vor Verlusten gefeit. So gab der Minibond-Fonds der BayernInvest seit seiner Auflage im vergangenen Jahr rund 2,4 Prozent nach.

Im neuen Jahr üben sich Investoren und Emittenten deshalb bislang in Zurückhaltung. "Wir wollen unseren Kunden gerne weiterhin Mittelstandsanleihen anbieten", sagt Dirk Stöwer vom Vermögensverwalter Kohlhase und Stöwer. "Aber das können wir nicht verantworten, wenn weiter mangelhafte Emissionen an den Markt gebracht werden."

Mit einer Zeichnungsgröße von rund 1 000 Euro richten sich die Anleihen explizit auch an Privatanleger. Sie versprechen sich von den Bonds im Schnitt eine Verzinsung von rund 7,5 Prozent. Doch die Risiken sind enorm.

Auch Ratingagenturen sind keine große Hilfe. Für die Experten von Standard & Poor's oder Fitch sind die Minibonds nicht attraktiv genug. Der Markt wird von kleineren Agenturen bestimmt - und deren Urteil fiel in der Vergangenheit viel zu optimistisch aus. Das zeigt eine aktuelle Studie des Beratungsunternehmens Capmarcon. Demnach wurden alle bislang ausgefallenen Anleihen bei der Emission mit einem Rating im "Investment Grade" geadelt oder waren nur eine Stufe davon entfernt.

Fondsmanager sehen nun vor allem die Börsen in der Pflicht. "Wenn sich die Börsen mit ihren Mittelstandsmärkten auch an Privatanleger richten wollen, müssen sie mehr Verantwortung übernehmen", sagt

Thomas Mühlberger von Johannes Füh Asset Management. "Sie müssen verbindliche Qualitätsstandards einfordern und schwache Emittenten notfalls abweisen."

An der Deutschen Börse heißt es dazu, man verfolge die Diskussion aufmerksam. Die Frankfurter betreiben hierzulande das größte Marktsegment für Mittelstandsanleihen und befinden sich seit Mai im "konstruktiven Dialog" mit den Beteiligten. "Dabei geht es uns zunächst um Richtlinien für Neuemissionen, die Marktteilnehmern Orientierung verschaffen sollen", sagt Eric Leupold von der Deutschen Börse.

Eine grundlegende Reform des Minibond-Segments sei jedoch nicht geplant. Vielmehr soll am Ende ein sogenannter "Best Practice Guide" stehen, der in den kommenden Monaten veröffentlicht werden soll. Für alle Emittenten verbindlich werden die neuen Regeln wohl nicht.

Für Andreas Wegerich von der Kapitalberatungsfirma Youmex ist das zu wenig: "Lippenbekenntnisse alleine reichen nicht." Wegerich wünscht sich einen Qualitätsmarkt für Mittelständler - und zwar mit klaren Regeln.

Dort sollten die Börsen nur Unternehmen zulassen, bei denen der Zinsdeckungsgrad bei zwei oder höher liegt. "Die Firmen müssten also jedes Jahr doppelt so viel verdienen, wie sie an Zinsen für ihre Anleihegläubiger aufwenden müssen", erklärt Wegerich. Zudem müsse die Eigenkapitalquote mindestens 25 Prozent betragen - und zwar nach der Emission der Anleihe. "Wer darunter liegt, hat in einem Qualitätssegment nichts verloren."