

# Smart Investor

[www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)



## Value Investments

Mit Geduld und Weitblick ans Ziel

**Bankenunion:**  
Gezerre um  
die EU-Pläne

**Afrika:**  
Aufbruchsstimmung auf  
dem schwarzen Kontinent

**Bilderberger:**  
Jahreskonferenz in  
Großbritannien

## Anleihen

# Risikokapital in Anleihen-Verpackung

Mittelstandsanleihen haben mit dem klassischen Mittelstand zunehmend weniger zu tun – sollte das gesamte Segment daher auf den Prüfstand?

Mehrmals totgesagt und doch nie gestorben – bislang haben die Mittelstandssegmente an den deutschen Börsenplätzen jeden vorzeitigen Nachruf bei bester Gesundheit überlebt. Auf jeden Abschwung folgte in der Vergangenheit eine neue Emissionswelle, keine Pleite und keine Gewinnwarnung der bestehenden Emittenten konnten dies bislang verhindern. Nachdem die Modebranche nun wohl fast vollständig mit Mittelstandsanleihen am Markt präsent ist, haben die Bauentwickler das Instrument Anleihe für sich entdeckt. Auch Smart Investor hat bereits in der Vergangenheit mehrmals vor den immer größeren Risiken am Markt gewarnt, der große Crash hat bislang dennoch nicht stattgefunden. Doch dieser muss nicht für immer ausbleiben, einige der jüngsten Emissionen schreien gerade so nach einer kritischen Betrachtung.

## Wenn die Verpackung nicht mehr hält was sie verspricht

Die Kernidee der Mittelstandsanleihe war einfach und bestechend: Zum ersten Mal konnten sich klassische Familienunternehmen oder kleine börsennotierte Gesellschaften Geld am Anleihemarkt besorgen. Das Geld von Privatanlegern sollte die restriktive Kreditvergabe der Banken nach der Finanzkrise konterkarieren. Doch mittlerweile ersetzen die Anleger nicht nur Banken, sie ersetzen auch das Eigenkapital von Bauträgern (z.B. bei Cloud No 7, Eurogrund, Timeless Homes), finanzieren Windräder (Wallenborn), Solarparks (MBB) und Kreuzfahrtschiffe (MS Deutschland) und bekommen dafür Fremdkapital-Zinsen für Eigenkapitalrisiken. Auch Andreas Wegerich, Vorstand der mittelständischen Investmentbank Youmex, sieht diesen Trend: „Was wir mittlerweile sehen, sind teilweise reine Projektfinanzierungen. Manche Emittenten wären früher beim Venture Capitalist gelandet, heute platzieren sie mühelos Anleihen. Das kann nicht die Grundidee dieses Marktes gewesen sein.“

## Wenn das nicht existierende Hochhaus beliehen wird

Die Liste an Negativbeispielen am Markt ist lang – jüngstes Beispiel ist die Cloud No 7 GmbH: Nicht der Bauträger selbst leiht sich hier 35 Mio. EUR, sondern eine Projektgesellschaft des Bauträgers, die bislang lediglich den Plan hat, in Stuttgart ein imposantes Hochhaus samt 5-Sterne-Hotel zu bauen. Die Frage, woraus die Zinsen bezahlt werden, bis die ersten Wohnungen verkauft werden, wird im Prospekt ohne Scham beantwortet: Aus den 35 Mio. EUR der Anleiheemission. Die Anleger bezahlen sich also zunächst selbst die Zinsen aus der Substanz, dafür bekommen sie das Grundpfandrecht und die Pachteinahmen aus einem Vertrag mit Steigenberger

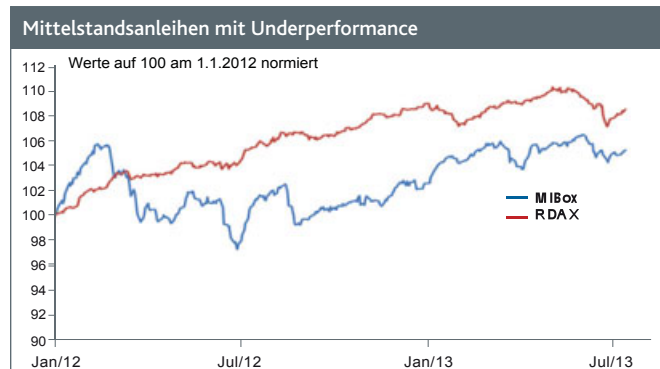
verpfändet – für ein Gebäude, das noch nicht existiert. Wer die Margen von Bauträgern kennt, weiß, dass Anleger hier mit 6,0% Coupon wenig von dem Kuchen abbekommen, dessen Zutaten sie vollständig bezahlt haben. Cloud No 7 ist nur das Extrembeispiel für eine Branche, die sich seit Monaten Geld am Anleihemarkt besorgt.

## „Stupid German Money“

Der Ausdruck, geprägt von Amerikanern, die sich über die Leichtgläubigkeit deutscher Investoren wunderten, könnte auch bald am Anleihemarkt gelten. Was früher unbedarfte Anleger in Form geschlossener Fonds kauften, wird heute anders verpackt als Anleihe platziert: Die Wallenborn-Anleihe finanziert eine Projektgesellschaft, die in Kroatien einen Windpark errichtet. MBB Clean Energy finanziert über die Anleihe den Ankauf von Solar- und Windparks an diversen Standorten – klassische Verbriefungstransaktionen. Finanzinstrumente, wie sie nach Lehman an den Märkten eigentlich verpönt waren. Im Fall von MBB kommt dazu, dass die einzelnen Projekte in ebenfalls fremdfinanzierten Objektgesellschaften liegen, die Hebelwirkung für die Eigentümer von MBB wird dadurch größer, das Risiko für die Anleiheinhaber steigt. „Der Markt wird wohl über kurz oder lang richtige Probleme bekommen, dafür benötigt es vermutlich noch nicht einmal eine Rezession“, meint dazu Wegerich.

## Auch der Name darf nicht blenden

Die Flucht in altbekannte Namen kann für einen Anleger nicht die Lösung sein: Der Trend zu Markennamen am Anleihemarkt sorgte bis letztes Jahr für eine Welle von Emissionen von Modeunternehmen und Konsumgüterherstellern. Doch nicht alle guten Namen



Mittelstandsanleihen (MiBox) haben sich in den letzten 1,5 Jahren schlechter entwickelt als die Anleihen von DAX-Konzernen (RDAX)

Emittent	WKN	Laufzeit bis	Kurs in %	Rendite	Coupon	Volumen (Mio. EUR)	Rating	Ratingagentur
<b>Anleihen mit unausgewogenem Chance- / Risiko-Verhältnis</b>								
Cloud No 7 GmbH	A1TNGG	07.03.17	101,15	5,67%	6,00%	35	BBB	Creditreform
Euroboden GmbH	A1RE8B	16.07.18	100,25	7,31%	7,38%	15	BB	Creditreform
Hallhuber Beteiligungs GmbH	A1TNHB	18.06.18	95,75	8,33%	7,25%	30	BB	Creditreform
Laurèl GmbH	A1RE5T	16.11.17	90,30	9,91%	7,13%	20	BB	Creditreform
MBB Clean Energy AG	A1TM7P	06.05.19	98,00	6,67%	6,25%	300 (75 platziert)	BBB (Anleihe)	Creditreform
More & More AG	A1TND4	11.06.18	99,64	8,38%	8,13%	13 (8 platziert)	B+	Creditreform
MS "Deutschland" Beteiligungsgesellschaft mbH	A1RE7V	18.12.17	84,31	11,53%	6,88%	60	A (Anleihe), CCC+ (Emittent)	SCOPE
Rudolf Wöhrl AG	A1ROYA	12.02.18	111,50	3,71%	6,50%	30	BB	Euler Hermes
Semper Idem Underberg GmbH	A1H3YJ	19.04.16	105,29	4,93%	7,13%	70	BB-	Creditreform
Timeless Homes GmbH	A1R09H	28.06.18	99,98	9,31%	9,00%	10	-	-
Valensina GmbH	A1H3YK	27.04.16	103,28	5,95%	7,38%	65	BB-	Creditreform
Wallenborn Adria Wind GmbH	A1R1C5	31.07.18	100,00	7,00%	7,00%	80	BBB+ (Anleihe)	SCOPE
<b>Anleihen mit ausgewogenem Chance- / Risiko-Verhältnis</b>								
Constantin Medien AG	A1R07C	23.04.18	100,05	6,93%	7,00%	65	-	-
Sanha GmbH & Ko.KG	A1TNA7	04.06.18	103,95	6,72%	7,75%	25	BB+	Creditreform
S&T AG	A1HJLL	22.05.18	101,50	6,89%	7,25%	15	BBB-	Creditreform

Stand: 19.07.2013; Quelle: Bloomberg, Emissionsprospekte und Ratingberichte

müssen auch gute Investments sein: So bonitätsstark die Rudolf Wöhrl AG auch sein mag, ein Kurs von 111% bedeutet eben, dass ein Anleger bei der Tilgung fast zwei Coupons verliert, die Effektivrendite beträgt daher nur noch 3,8%. Ob dieser Zinssatz für das Risiko eines mittelständischen Einzelhändlers adäquat entlohnt, ist zumindest fraglich. Die Bilanzen von Modeunternehmen wie Hallhuber (hier löst die Private-Equity-Gesellschaft Change Capital Partners mit dem Anleiheerlös ein eigenes Gesellschafterdarlehen ab), More & More und Laurèl (Rating-Downgrade) sowie bekannter Markenartikelhersteller wie Valensina oder Underberg (beide ebenfalls bereits Rating-Downgrades) sind oft nicht so gut, wie es der Name erhoffen lassen würde. Auch wenn es sich hier noch um klassischen Mittelstand handelt, stehen Chancen und Risiken oft in einem unausgewogenen Verhältnis. Einer der Hauptgründe, warum ein professioneller Fondsmanager wie Martin Wilhelm von der IfK

– Institut für Kapitalmarkt GmbH, der auf Value-Anleihen spezialisiert ist, die Mittelstandsanleihe segmente fast vollständig meidet.

#### Anlagenotstand darf nicht zu Leichtsinns führen

Trotz leicht gestiegenem Nominalzinsniveau ist der Anlagenotstand für Anleger nach wie vor hoch. Doch die Verlockungen hoher Coupons dürfen über Risiken nicht hinwegtäuschen, und die nehmen gerade mit den jüngsten Emissionen dramatisch zu. Vollständig die Finger lassen sollte man von Unternehmen aus gehypten Branchen (aktuell Mode und Bauträger) sowie von Projektfinanzierungen, die fast an Verbriefungstransaktionen erinnern. Im Zweifelsfall sollte das Lesen des Emissionsprospektes Klarheit bringen. Das Vertrauen auf Ratingnoten kann bei Mittelstandsanleihen nicht die eigene Recherche ersetzen.

Heinrich Bukowski

Anzeige

## BondGuide – der Newsletter für Unternehmensanleihen

14-täglich Analysen, Statistiken, Hintergründe

Jetzt anmelden! [www.bondguide.de](http://www.bondguide.de).

Nächste Erscheinungstermine: 12.7., 26.7., 9.8.

**BONDGUIDE**  
Der Newsletter für Unternehmensanleihen

