

## Gefährliche Zinsen: Mittelstandsanleihen

Die Zeiten, in denen sich mit Sparbriefen von Banken oder Bundesanleihen auskömmliche Zinsen erzielen lassen, sind vorbei. Der lang anhaltende und weit reichende Niedergang der Zinsen hat schon seit längerem Auswirkungen – auch auf das Angebot an Anleihen. Nachdem es lange Zeit nur großen Konzernen möglich war, sich durch Ausgabe eigener Anleihen direkt Kapital bei Anlegern zu beschaffen, hat es in den vergangenen Jahren immer mehr mittelgroße Unternehmen gegeben, die ihren Kapitalbedarf nicht mit Bankkrediten sondern durch Ausgabe eigener Anleihen befriedigt haben. Vor wenigen Jahren wurde das neu entstandene Segment "deutsche Mittelstandsanleihen" gepriesen und gefeiert. Doch eine aktuelle Zwischenbilanz sieht nicht gut aus.

Dabei finden sich auf der Liste der Unternehmen, die sogenannte "Mittelstandsanleihen" herausgegeben haben, durchaus wohlklingende Namen. Die mittelständische Firma Valensina galt als Paradebeispiel. Der Orangensaft, den das Unternehmen vertreibt, war Dank breit angelegter Werbekampagnen mit "Onkel Dittmeyer" landesweit bekannt. 2011 begab die Valensina GmbH eine Unternehmensanleihe im Volumen von 65 Millionen Euro. 7,375 Prozent Zinsen erfreuten die Anleger. Am 28. April dieses Jahres wurden die 65 Millionen Euro planmäßig zurückgezahlt. Bei vielen anderen Mittelstandsanleihen passierte aber genau das nicht.

Mehr als ein Viertel der 144 Mittelstandsanleihen ist inzwischen notleidend, d.h. dass zumindest die fälligen Zinsen nicht pünktlich bezahlt wurden. Noch schlimmer: Die Tilgungen am Ende der Laufzeit erfolgen nicht. Bei bedenklich hohen 27 Prozent liegt mittlerweile die Ausfallquote der seit 2010 ausgegebenen Mittelstandsanleihen. Zum Vergleich: Sogar das Segment der sogenannten "Junk-Bonds", also "Schrott-Anleihen", kam in den vergangenen Jahren nur auf eine Ausfallquote von ein bis zwei Prozent.

Insgesamt wurden deutsche Mittelstandsanleihen in einem Volumen von über sechs Milliarden Euro ausgegeben. Bei knapp der Hälfte davon, drei Milliarden Euro, ist inzwischen das Ende der vereinbarten Laufzeit erreicht. Aber gerade einige überdurchschnittlich große Emissionen wurden zu Sorgenkindern und bei Laufzeitende nicht planmäßig zurückgezahlt. Lediglich Schuldtitel im Wert von 1,4 Milliarden Euro wurden vereinbarungsgemäß bedient. Mittelstandsanleihen im Nennwert von 1,6 Milliarden Euro sind schon notleidend. Und die Summe dürfte weiter wachsen. Die Ratingagentur Scope hält weitere Ausfälle für vorprogrammiert. 2017 und 2018 steht eine größere Rückzahlungswelle an: Insgesamt 36 Firmen müssen im nächsten Jahr in der Summe 1,4 Milliarden Euro zurückzahlen. 2018 werden sogar 2,1 Milliarden Euro fällig.

Aus der Werbung bekannte und scheinbar gut positionierte Namen wie Valensina sind kein Schutz vor Pleiten: Die Mittelstandsanleihe des Müsliproduzenten Schneekoppe platzte. Unlängst blieben der Modehersteller Steilmann, der Brennstoffhersteller German Pellets und der Landwirtschaftskonzern KTG Agrar ihren Anleihegläubigern das Geld schuldig. Mit der Insolvenz der KTG Agrar AG erwischte es eines der beiden Gründungsunternehmen des Mittelstandsanleihemarktes. Jetzt müssen die rund 20.000 Inhaber der zwei mit gut sieben Prozent verzinsten Anleihen um ihre 225 Millionen Euro bangen. KTG Agrar hat über 600 Millionen Euro Schulden angehäuft. Im Fall des Textilunternehmens Steilmann SE wurde inzwischen das Insolvenzverfahren eröffnet. Hier stehen Mittelstandsanleihen in Höhe von rund 88 Millionen Euro aus.

Offenbar sind die Pleiten bei Mittelstandsanleihen keine tragischen Einzelfälle. Wer die hohen Risiken verstehen will, sollte sich das Zusammenspiel von mittelständischen Firmen, ihren Banken und Finanzdienstleistern vor Augen führen: Die klassische Quelle von Fremdkapital für mittelständische Unternehmen sind deren Kreditinstitute. Doch deren steigende Angst vor Problemfällen mit überschuldeten Mittelständlern begünstigte die Ausgabe von Mittelstandsanleihen gerade in den Fällen, in denen die Banken Risiken sahen: Mit den Einnahmen aus den Anleihen konnten die Firmen ihre Bankschulden direkt oder indirekt verringern. Damit wanderten die Kreditrisiken aus den Büchern der Banken in die Depots der Privatanleger. Die Platzierung von Mittelstandsanleihen dürfte in diesen Fällen nicht als unliebsame Konkurrenz im Kreditgeschäft sondern als Befreiungsschlag verstanden worden sein.

Neben den Banken haben aber auch Börsen, Ratingagenturen und andere Finanzdienstleister ihre kurzfristigen Gewinne im Auge gehabt. Nach Kalkulationen der auf Unternehmensfinanzierung spezialisierten Beratungsgesellschaft Capmarcon dürften an Mittelstandsanleihen Honorare und Gebühren in Höhe von rund 400 Millionen Euro verdient worden sein. Capmarcon-Chef Hans-Werner Grunow ging sogar soweit, den Akteuren vorzuwerfen, in vollem Wissen zulasten der Anleger Kasse gemacht zu haben. Auf jeden Fall habe die unheilige Allianz für den eigenen kurzfristigen Profit eine großartige Idee ruiniert, nämlich dass sich Mittelständler Geld einfacher beschaffen können.

Unrühmlich fällt die Rolle der Ratingagenturen aus. Insider behaupten, dass sich einige Firmen ihre Noten regelrecht kaufen konnten. Zwar ist es an den Finanzmärkten üblich, dass die Emittenten für die Benotung zahlen. Doch bei den Ratings von Standard & Poor's, Moody's oder Fitch müssen sich die Unternehmen mit der Note abfinden, können allenfalls die Veröffentlichung des Ratings verhindern. Tatsächlich haben sich die großen, internationalen Agenturen wie S&P, Moody's oder Fitch bei deutschen Mittelstandsanleihen zurückgehalten. Lediglich zwei der bis Mitte Juli 2016 emittierten 144 Anleihen waren mit einem Rating von S&P versehen. In der Regel wurden kleinere Agenturen beauftragt. Häufig taucht bei Mittelstandsanleihen der Name Creditreform auf. Insgesamt erhielten nach Zahlen von Capmarcon 20 der 40 leistungsgestörten Anleihen zum Emissionszeitpunkt ein "Investment-Grade"-Rating, das mindestens eine angemessene Qualität der Fundamentaldaten und eine hinsichtlich Volumen und Laufzeit der Anleihe angemessene Zahlungsfähigkeit des Unternehmens signalisieren soll. In 18 Fällen stammte diese Bewertung von Creditreform.

Capmarcon-Chef Grunow lieferte die Begründung für die verheerende Rating-Bilanz gleich mit: "Die neuen Bewertungsdienstleister waren geradezu pathologisch optimistisch und sehr geschäftsorientiert." Sie hätten angesichts der bestehenden Risiken sehr gute Bonitätsnoten vergeben, ohne darauf hinzuweisen, dass sie hinsichtlich der üblichen Rating-Kategorien offenbar eine ganz andere Interpretation verfolgen.

Fazit: Inzwischen wird offenbar klar, dass das Segment der Mittelstandsanleihen eher ein Sammelbecken für hochriskante Firmen war, die nirgendwo anders mehr Kredit bekamen. Banken hatten ein Interesse daran, dass die Unternehmen von anderer Seite Fremdkapital erhielten, um ihre eigenen Risiken noch einmal zu verringern. Finanzdienstleister, darunter kleinere Rating-Agenturen, verdienten im Umfeld der Anleiheplatzierung. Betrogen fühlen dürfen sich die privaten Anleger, die kaum Chancen hatten, die wahren Risiken der Mittelstandsanleihen zu erkennen.

## **Gefährliche Zinsen: Aktienanleihen**

Die anhaltend niedrigen Zinsen für klassische Sparformen und "normale" Anleihen bewegen viele Anleger dazu, sich abseits der altbekannten Spar- und Wertpapierformen auf die Suche nach vermeintlich höheren Zinsen zu machen. An Angeboten, die mit fünf, sechs oder mehr Prozent werben, mangelt es nicht. Allerdings sind diese Renditen mit Risiken verbunden, die nicht nur darin bestehen, doch weniger oder keine Zinsen zu erhalten, sondern auch einen Teil- oder sogar Totalverlust des angelegten Geldes zu erleiden.

Eine Form der Geldanlage, bei denen scheinbar attraktive Zinserträge immer wieder werbewirksam herausgestellt werden, sind sogenannte "Aktienanleihen". Tatsächlich lassen sich mit Aktienanleihen die genannten Zinsen erhalten. Dafür sind noch nicht einmal steigende Aktienkurse notwendig. Gerade bei stagnierenden Aktienmärkten sind Aktienanleihen keine schlechte Anlage. Denn es handelt sich eigentlich nicht um Zinsen, sondern um ausgeschüttete Optionsprämien. Mit klassischen Zinspapieren wie Sparbriefen oder Bundesanleihen haben Aktienanleihen kaum etwas zu tun. Das bekommen die Anleger, die sich für Aktienanleihen entschieden haben, bei fallenden Aktienkursen zu spüren. Fällt der Börsenkurs einer festgelegten Aktie unter einen bestimmten Wert, geht es an die Substanz. Deshalb sollten Anleger die Konstruktion und Funktionsweise von Aktienanleihen kennen.

Aktienanleihen sind Inhaberschuldverschreibungen mit besonderen Vereinbarungen zur Rückzahlung. Damit tragen Anleger zunächst schon mal das Emittentenrisiko: Bei Zahlungsunfähigkeit des Herausgebers der Aktienanleihe können Verluste bis zum Totalverlust eintreten. Der Emittent der Aktienanleihe hat zudem das Recht, statt des Kapitals am Laufzeitende eine festgelegte Anzahl von Aktien des zuvor festgelegten Unternehmens zu liefern. Diese Möglichkeit nutzt er natürlich nur, wenn die Rückzahlung in Aktien für ihn billiger ist als die Rückzahlung des ursprünglich angelegten Geldbetrages. Daraus ergibt sich ein bestimmter Schwellenwert: Fällt der Kurs der festgelegten Aktie unter den Schwellenwert, wird die Aktienanleihe für den Anleger in der Regel zum Verlustgeschäft. Dieser Schwellenpreis liegt oft 15 bis 25 Prozent unter dem Aktienkurs bei Auflage der Aktienanleihe. Ein großer Abstand ist in den Augen der Anleger natürlich attraktiv, erscheint so doch der Verlustfall weniger wahrscheinlich.

Den höheren Zinseinnahmen stehen Verlustrisiken ähnlich denen bei Aktien gegenüber – allerdings ohne die Gewinnchancen von Aktien, denn Kursgewinne bei der zugrundeliegenden Aktie bringen dem Anleger in Aktienanleihen oberhalb des Schwellenwertes nichts. Wer von steigenden Aktienkursen ausgeht, "verpasst" mit Aktienanleihen Kursgewinne. Aktienanleihen lohnen sich deshalb nur für Anleger, die von eher gleichbleibenden oder zumindest nur wenig schwankenden Kursen ausgehen. Bei fallenden Aktienkursen wirken die Zinsen gegenüber der Direktanlage zwar verlustmindernd, unterm Strich bleibt aber meist ein Verlust.

Wegen des allgemein sehr niedrigen Zinsniveaus liegen die Kupons bei schwankungsarmen Aktien und weit entfernten Schwellenpreisen zurzeit oft sogar unter 5 Prozent. Höhere Zinskupons werden mit dem steigenden Risiko einer Schwellenverletzung erkaufte. Dahinter stehen die Mechanismen des Optionsmarktes, denn die Emittenten von Aktienanleihen gehen keineswegs selbst die Wetten darauf ein, ob der Aktienkurs soweit fällt oder nicht. Die Emittenten verkaufen vielmehr Optionen und erhalten dafür Optionsprämien. Vergleichbar einer Versicherung sind diese Prämien hoch, wenn das versicherte Risiko hoch ist, aber niedrig, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit des Schadensfalles als gering angesehen wird. Die vereinnahmten Optionsprämien werden in Form des Zinskupons größtenteils an die Anleger der Aktienanleihe weitergegeben, die dafür aber auch das volle Verlustrisiko im Schadensfall tragen. Der Emittent der Aktienanleihe kommt dagegen immer auf seine Kosten – unabhängig von der Entwicklung des Aktienkurses.

Anleger in Aktienanleihen müssen bedenken, dass sich für sie im Grunde zwei Risiken summieren: Neben dem unternehmensspezifischen Risiko, dass gerade die bestimmte Aktie aufgrund schlechter Unternehmensnachrichten unter den Schwellenwert fällt, kann auch eine allgemeine Kursschwäche Aktienanleihen zu Verlustgeschäften machen. Die Statistik zeigt denn auch, dass in den vergangenen Jahren bei einer per Saldo aufwärts gerichteten Marktentwicklung fast alle Aktienanleihen zum Einstandspreis zurückgezahlt wurden. Das war aber sowohl nach der Jahrtausendwende, als die "new economy"-Blase platzte, als auch in der Finanzkrise 2008 anders: Damals verloren Anleger selbst mit Aktienanleihen auf vermeintlich sichere Standardaktien einen großen Teil ihres eingesetzten Kapitals.

Die Anlage in Aktienanleihen sollte, wenn überhaupt, im Rahmen einer Strategie und mit ausreichender Risikostreuung erfolgen. Deshalb gibt es auch Investmentfonds, die in Aktienanleihen investieren oder die zugrundeliegenden Konstruktionen direkt nutzen können. Defensivere Anleger werden Aktienanleihen auswählen, bei denen der aktuelle Aktienkurs weit über dem Schwellenpreis liegt (20 Prozent und mehr), damit es wenig wahrscheinlich ist, dass am Laufzeitende Aktien angedient werden. Bei der Auswahl der Basiswerte sollten vorsichtige Anleger Qualitäts- und Wachstumsaktien bevorzugen, die auch in der Vergangenheit keine starken Kursrückschläge zu verzeichnen hatten. Trotzdem sollten die Risiken breit gestreut werden, wozu in eine deutlich zweistellige Zahl verschiedener Aktienanleihen investiert werden sollte. Mit einem solchen Portfolio lässt sich gegenwärtig bei überschaubarem Risiko eine Rendite von zwei bis vier Prozent erzielen.

Nur solche Anleger, die mit den typischen Risiken der Direktanlage in Einzelaktien umgehen können, sollten in Aktienanleihen mit geringerem Abstand des Kurses zum Schwellenwert (unter 20 Prozent) investieren. Zudem sollte die Erwartung bestehen, dass sowohl der Gesamtmarkt als auch die Einzelaktie eine Seitwärtsbewegung vollzieht. Auch dabei sollte nur so viel Kapital in Aktienanleihen mit ein- und

demselben Basiswert investiert werden, dass auch ein Totalverlust dieses Betrages verkraftet werden könnte. Bleiben solche Verlustfälle aus, lässt sich mit dieser Strategie eine Rendite von vier bis gut acht Prozent erzielen.

Ferner können sich immer mal wieder Gelegenheiten ergeben, "spekulativ opportunistisch" Aktienanleihen zu kaufen, dann nämlich, wenn es zu stärkeren Kursrückschlägen gekommen ist und die Aktie während der Laufzeit der Aktienanleihe schon unter den Schwellenpreis gefallen ist. Der Kurs der Aktienanleihe ist dann unter den Nennwert gefallen. Wer mit einer Kurserholung der Aktie noch vor dem Laufzeitende der Aktienanleihe rechnet, kann mit dem Kauf der Aktienanleihe bis zum Erreichen des Schwellenwertes ähnliche Kursgewinne wie mit der Direktanlage in der Aktie erzielen, erhält zusätzlich aber noch den attraktiven Zins.

Fazit: Die Anlage in Aktienanleihen sollte nicht aufgrund vordergründig attraktiver Zinsen erfolgen, sondern nur im Rahmen einer individuellen Strategie, bei der sich der Anleger der Risiken sehr bewusst ist. Es gibt Investmentfonds, die erfolgreich Strategien mit Aktienoptionen umsetzen und dabei immer eine breite Risikostreuung bieten.

Mit freundlichen Grüßen



**WWB Vermögens-Management  
GmbH & Co. KG**

Quelle: „GUT ZU WISSEN...“ erscheint bei der Drescher & Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl der von der Drescher & Cie GmbH als zuverlässig eingestufte Quellen und Informationen kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte nicht gehaftet werden. Dies gilt insbesondere für Inhalte, die nicht von der Redaktion der Drescher & Cie GmbH, sondern von Dritten stammen. Inhalte der Redaktion sind anhand der jeweiligen Kürzel am Ende der redaktionellen Beiträge erkennbar, welche sich auf der Internetseite [www.investmentredaktion.de/redaktion](http://www.investmentredaktion.de/redaktion) wiederfinden lassen. Die Inhalte der „GUT ZU WISSEN...“ dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Kein Teil der „GUT ZU WISSEN...“ oder dessen Format darf (auch auszugsweise) ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Drescher & Cie GmbH oder ohne eine entsprechende schriftliche Vereinbarung mit der Drescher & Cie GmbH zur Nutzung der Inhalte und / oder des Formats der „GUT ZU WISSEN...“ (Nutzungsrecht) reproduziert, nachgedruckt oder sonst vervielfältigt oder verbreitet werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie (auch auszugsweise) ohne Nutzungsrecht verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. Regelungen zu einem Nutzungsentgelt im Rahmen einer Einräumung eines Nutzungsrechts bleiben unberührt. (c) 2011 Drescher & Cie GmbH