



Checkliste für den Privatinvestor bei Mittelstandsanleihen

In den letzten Jahren hat sich in Deutschland ein Markt für Unternehmensanleihen von in erster Linie mittelständischen Emittenten entwickelt. Die Börsen in Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt und Stuttgart haben eigene Segmente etabliert, in denen diese, in aller Regel hochverzinslichen sog. Mittelstandsanleihen gelistet sind.

Als Stütze der Wirtschaft ist der deutsche Mittelstand weiterhin sehr stark und hat einen erheblichen Einfluss auf das Bruttoinlandsprodukt, wie auch den Arbeitsmarkt in Deutschland. Die grundsätzliche Stärke der mittelständisch geprägten Unternehmen muss jedoch nicht zugleich bedeuten, dass ein Investment in Unternehmen des Mittelstands über den Weg einer Anleihe sich auch als sichere und damit vor allen Dingen erfolgreiche Anlageform entwickelt. Im Gegenteil, ein wirklich solide aufgestellter Mittelständler wird in der Regel kaum Probleme damit haben, eine deutliche preiswerte Finanzierungsform zu realisieren. Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass vor allem solche Unternehmen bereit sind Mittelstandsanleihen zu emittieren, die sich bereits in einer schwierigen wirtschaftlichen Situation befinden. Entsprechend hoch ist die Ausfallrate, die mittlerweile bei rund 15 Prozent liegt.

Trotzdem sind die Papiere aufgrund der hohen Verzinsung gerade für Privatinvestoren interessant, die in der aktuellen Niedrigzinsphase nach attraktiven Anlagealternativen suchen. Deshalb hat die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) wesentliche Aspekte zusammengetragen, die bei einem Investment in eine sog. Mittelstandsanleihe beachtet werden sollten. Natürlich kann eine solche Checkliste nicht die Frage beantworten, ob eine Mittelstandsanleihe dem persönlichen Anlageziel und der Risikosituation des jeweiligen Anlegers entspricht. Dies sollte jeder Anleger vorab prüfen.

Die DSW-Checkliste „Mittelstandsanleihen“

Punkt 1: Aus welchen Gründen begibt das Unternehmen diese Anleihe?

Wie bei einer Neuemission von Aktien, ist auch bei der Auflage einer Anleihe als erstes die Frage zu klären, aus welchen Gründen sich ein Unternehmen über diesen Weg finanziert. Aufgrund des aktuell sehr niedrigen Zinsniveaus ist für Unternehmen eine Finanzierung im Wege einer Kreditaufnahme schließlich meist attraktiver. Legt also ein Unternehmen eine Anleihe nur auf, weil der Emittent gegebenenfalls aus Sicht der Banken nicht ausreichend kreditwürdig ist? Oder weil die Konditionen /Auflagen, die an eine Kreditaufnahme gekoppelt sind, so unattraktiv sind, dass deshalb der Weg über eine Unternehmensanleihe eingeschlagen werden musste? Folglich sollten bei Emission folgende Informationen vorliegen:

- vor welchem Hintergrund wurde das Finanzierungsinstrument Unternehmensanleihe gewählt
- weshalb scheiden andere Finanzierungswege aus bzw. wurden diese nicht gewählt.

Punkt 2: Wofür soll der Erlös aus der Emission verwendet werden?

Begibt ein Unternehmen eine Unternehmensanleihe, so fließt der Gesellschaft das Kapital als Kreditsumme zu. Für den Anleger als Kreditgeber ist es daher von großer Relevanz, was mit dem Geld im Unternehmen passiert. Benötigt das Unternehmen das Kapital, um anderweitig bestehende Schulden zu bedienen? Wird das Kapital verwendet, um Wachstum damit zu finanzieren, neue Produktionsstätten aufzubauen oder den Vertrieb breiter aufzustellen?

Wird das zur Verfügung gestellte Kapital beispielsweise dazu verwendet, das Wachstum des Unternehmens auszubauen, so kann dies als positives Zeichen z.B. für eine gesunde Auftragslage sprechen. Die Chance, dass das Unternehmen sich weiter gut entwickelt, ist also gegeben. Anders könnte es aussehen, wenn mit der Anleihe (ausschließlich) Altschulden abgelöst werden sollen. Eine solche Mittelverwendung könnte ein Indiz für ein erhöhtes Risiko des Investments darstellen.

Punkt 3: Welcher Zinscoupon wird mir geboten?

Unternehmensanleihen im Mittelstandsbereich weisen teilweise einen besonders attraktiven Zinscoupon von bis zu neun Prozent auf. Hier empfiehlt sich ein Vergleich mit dem aktuellen Leitzins an. Je deutlicher die angebotenen Zinsen über dem Leitzins liegen, desto eher muss der Investor sich fragen, weshalb ein Unternehmen einen so enorm attraktiven Zins anbietet bzw. anbieten muss. Bei einem Zinscoupon von acht oder neun Prozent befindet man sich häufig bereits auf dem Niveau sog. Ramschanleihen, also Hochzinsanleihen von Emittenten schlechter Bonität- die von den Ratingagenturen kein Investmentgrade mehr erhalten.

Dabei gilt der alte Grundsatz:

Je attraktiver der angebotene Zins, desto höher ist auch das damit verbundene Risiko. Folglich steigt damit auch das Risiko eines Totalausfalls.

Punkt 4: Ist das Geschäftsmodell des Unternehmens nachhaltig erfolgreich?

Damit das Unternehmen die regelmäßig wiederkehrenden Zinszahlungen und am Ende der Laufzeit den Nominalbetrag zurückzahlen kann, sollte das Unternehmen ein Geschäftsmodell aufweisen, das sich bereits in der Vergangenheit als solide **und** profitabel erwiesen hat. Vorsicht ist geboten, wenn ein Unternehmen dagegen über viele Jahre Verluste ausweist. Hier stellt sich die Frage, ob tatsächlich eine gravierende Verbesserung der Ertragslage in absehbarer Zeit realistisch ist.

Wichtig ist vor allen Dingen, sich nicht von Markennamen oder bekannten Firmennamen blenden zu lassen, sondern das Geschäftsmodell und die Branche genau zu analysieren

Punkt 5: Wie sehen die wichtigsten Finanzkennzahlen des Unternehmens aus?

Neben der Auseinandersetzung mit dem Geschäftsmodell sollte ein Anleger auch immer einen Blick auf das Zahlenwerk richten. Dazu gehören in erster Linie die aktuelle Bilanz, aber selbstverständlich auch die Gewinn- und Verlustrechnung. Zudem empfiehlt sich ein Blick in die Zahlenwerke der vergangenen Jahre.

Als Kennzahlen zur Messung der Unternehmensbonität haben sich dabei verschiedene wesentliche Parameter etabliert. Hierzu gehören beispielsweise die Kennzahlen zur Verschuldung, zur Struktur des Kapitals und zur Deckung des Kapitaldienstes. Auch ein Blick auf die im Unternehmen vorhandene Eigenkapitalquote kann hilfreich sein.

Werfen Sie dann noch einen Blick auf den **Zinsdeckungsgrad** und den **Verschuldungsfaktor** des Unternehmens.

Bei dem **Zinsdeckungsgrad** handelt es sich um das Verhältnis des operativen Gewinns zu den jährlich aufzuwendenden Zinszahlungen. So ist es als ein deutliches Alarmsignal zu verstehen, wenn es ein Unternehmen noch nicht einmal schafft, die Zinszahlung aus dem operativ erwirtschafteten Gewinn zu bedienen. Hier gilt die Faustregel: Je höher der Zinsdeckungsgrad (und damit der Quotient aus dem operativen Gewinn im Verhältnis zu den Zinsaufwendungen), umso besser arbeitet die Gesellschaft.

Als weitere wichtige Finanzkennzahl empfiehlt es sich, den **Verschuldungsfaktor** heranzuziehen. Dabei setzt man die Nettoverschuldung der Gesellschaft (also die kurzen sowie langfristigen Verbindlichkeiten abzüglich der liquiden Mittel) in Verhältnis zum EBITDA. Hierbei gilt, dass ein Verschuldungsfaktor von über zwei Anlass zu einer kritischen Würdigung ist.

Punkt 6: Kann ich mich als Anleger laufend über den Erfolg des Unternehmens informieren?

Auch bei Unternehmensanleihen gilt es, sich ständig mit dem Unternehmen und dessen Leistungsfähigkeit auseinanderzusetzen. Verändern sich der Erfolg, die entscheidenden Kennzahlen oder aber auch sonst die Parameter bei dem Unternehmen, kann dies unmittelbare Auswirkungen auf die Bonität des Unternehmens haben. Grundvoraussetzung für die laufende Begleitung des Unternehmens ist die Frage, ob die Zinszahlungen regelmäßig bedient werden und am Ende der Laufzeit der Anleihe diese tatsächlich vollständig zurückgezahlt wird.

Inhaber von Unternehmensanleihen sind Kreditgeber und damit, anders als der Eigentümer, nicht berechtigt, den Erfolg des Unternehmens z. B. über die Teilnahme an der Hauptversammlung und die Ausübung des Stimmrechtes, mitzubestimmen. Ein Grund mehr, sich fortlaufend über den Geschäftsverlauf zu informieren.

Punkt 7: Ist die Refinanzierung der Gesellschaft in der nächsten Zukunft gesichert?

Für den Investor lohnt sich ein genauer Blick auf die künftige Refinanzierung des Unternehmens. Unternehmen mit guter Bonität und einem soliden Management sorgen bereits lange vor der Fälligkeit ihrer Anleihen dafür, dass die Refinanzierung der Gesellschaft mittel- und langfristig gesichert ist. Auch hier kann eine gute Informationspolitik das nötige Vertrauen zu den Investoren aufbauen.

Punkt 8: Hat sich das aktuelle Management der Gesellschaft bereits ausreichend bewährt?

Es lohnt sich für den Investor, einen näheren Blick auf das aktuelle Management des Unternehmens zu werfen. So erhöht sich dessen Glaubwürdigkeit deutlich, wenn es einen sog. track record für die vergangenen Jahre aufweist- wenn also das Management bereits bewiesen hat, dass es das Unternehmen erfolgreich lenken kann. Häufige Wechsel an der Führungsspitze könnten ein Indiz für besondere Probleme im Unternehmen sein.

Punkt 9: . Hat die Branche, in der das Unternehmen tätig ist, eine gute Perspektive?

Eine Rolle für die Entwicklung des Unternehmens spielt das Branchenrisiko. Deshalb sollte kritisch hinterfragt werden, ob die Branche, in der das Unternehmen tätig ist, eine Zukunft hat? Oder ob sie im Wesentlichen beispielsweise auf staatlichen Subventionen (Beispiel: Solarindustrie) beruht? Wie wird die Entwicklung des Marktes eingeschätzt, in dem das Unternehmen tätig ist?

Punkt 10: Wie wird die Bonität des Unternehmens beurteilt?

Da es für Anleger schwierig ist, in ein Unternehmen und insbesondere in das Zahlenwerk Einblick zu nehmen, sollten Anleger auf die Bewertung von professionellen Analysten bzw. Rating-Agenturen achten. Diese Ratingeinstufungen oder Ratingurteile können für die Beurteilung der Bonität der Unternehmen durchaus einen Trend aufzeigen. Allerdings hat die letzte Finanzkrise gezeigt, dass sich Anleger nicht ausschließlich auf die Einschätzung von Rating-agenturen verlassen sollten. Zudem ist zu berücksichtigen, dass ein Rating in erster Linie auf die Vergangenheit des Unternehmens bezogen ist. Dabei muss ein gutes Rating aus der Vergangenheit nicht unbedingt heißen, dass die Gesellschaft auch zum Zeitpunkt des Investments noch gut aufgestellt ist. Ein schlechtes Rating hingegen sollte immer ein Warnsignal verstanden werden.

Da Mittelstandsanleihen häufig kein Rating bzw. eine Einstufung als Non-Investmentgrade haben, empfiehlt sich für den Investor ein genauer Blick auf die Herleitung der Ratingeinstufung und der Gründe für diese Bonitätsbewertung.

DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG
FÜR WERTPAPIERBESITZ e. V. (DSW)
Düsseldorf 2014