



Standpunkt German Mittelstand



Mittelstandsanleihen: Wirrwarr

Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Meinerzag regelmäßig zum Markt für Mittelstands- und Hochzinsanleihen.

In der Literaturwissenschaft wird die Epoche des Sturm und Drangs auch gerne als Wirrwarr bezeichnet. Aus unserer Sicht befindet sich der Markt für Mittelstandsanleihen in den letzten beiden Jahren im Wirrwarr – hoffentlich mit dem Höhepunkt in den letzten zwei Wochen. Emotional gebeutelte wurden die Laienschauspieler (ab und zu auch Privatanleger genannt) bei ihrer Mitwirkung in verschiedenen Stücken (diesmal wurde die Tragödien von KTG und Beate Uhse aufgeführt) ja genug. Nicht vergessen darf man hier aber auch nicht, dass momentan mal wieder in diesen stürmischen Zeiten auch Anleiheemittenten eine steife Brise ins Gesicht weht, die bisher hierfür noch keinen Anlass dafür geliefert haben.

Ackern fürs Überleben

Den Insolvenzantrag der KTG Agrar haben wir nun wirklich alle kommen sehen. (Selbst der letzte Standpunkt von vor fünf Wochen hat diese ultimative Conclusio vorausgesehen.) Zahlen sind die eine Seite der Medaille – die andere Seite ist das wirtschaftstheoretische Modell des Homo oeconomicus – das Modell eines ausschließlich wirtschaftlich rational denkenden Menschen. Hauptmerkmal des Homo oeconomicus ist seine Fähigkeit zu uneingeschränktem rationalem Verhalten. Diese Theorie stellen wir an den Beispielen von KTG Agrar und Beate Uhse (mit einem kleinen Augenzwinkern) in Frage.

Vor sieben Wochen – der Vorhang hebt sich, Siegfried Hofreiter tritt auf der Bühne nach vorne und fühlt sich „genötigt“ seine Taten (nachzulesen im Jahresabschluss) in aufklärerische Worte zu setzen. Der belehrende Großbauer im Fachmagazin bondguide: „Nachdem wir den Jahresabschluss veröffentlicht haben, werden wir am kommenden Montag (sic(!): 6. Juni 2016) unsere Zinszahlung leisten und dann in die Detailverhandlungen der Refinanzierung gehen.“ Wir wissen alle es kam anders. Glaubte Siegfried Hofreiter wirklich an die Zahlung? Nur dann hätte er uneingeschränkt rational gehandelt. Sehr schön zusammen gefasst hat es die FAZ und zwar mit dem unterschiedlichen Rollenverständnis von S. Hofreiter: „Wir entschuldigen uns für die Zahlungsverzögerung und werden diese schnellstmöglich leisten“, teilte damals der Vorstandsvorsitzende Siegfried Hofreiter mit. Doch statt Zinsen gab es nur weitere Vertröstungen. Am 19. Juli verschob man die Zahlung bis zur Hauptversammlung am 30. Juni. Hofreiter trat nicht mehr in Erscheinung, sondern nur noch ‚anonym‘ der Vorstand. Am 27. Juni verschob KTG dann die Hauptversammlung auf den 26. August. Auffällig war, dass die Entschuldigung da nicht mehr von Hofreiter kam, sondern vom Aufsichtsratsvorsitzendem Henning von Reden, der bis dahin nie in Erscheinung getreten war.“ Was bedeuten diese unter-



Standpunkt German Mittelstand



schiedlichen Sender? Hat Siegfried Hofreiter den Glauben an sein Unternehmen verloren? Wenn ja, hätte er dann nicht schon viel früher einen Insolvenzantrag zwingend notwendigerweise stellen müssen?

Auch der Insolvenzantrag ist noch einmal gesondert zu betrachten. Am 06.07.2016 stellte der Vorstand der KTG Agrar einen Insolvenzantrag in Eigenverwaltung beim zuständigen Amtsgericht Hamburg. Wikipedia hilft weiter: „Die Eigenverwaltung ist laut den §§270 ff. der deutschen Insolvenzordnung die Möglichkeit eines Schuldners die Insolvenzmasse unter Aufsicht eines Sachwalters selbst zu verwalten und über sie zu verfügen. Der Sinn der Eigenverwaltung ist, das vorhandene unternehmerische Know-How zur Sanierung zu nutzen, sofern dieses nicht bereits durch frühere Fehler in Misskredit geraten ist.“ Unter diesen Voraussetzungen ist es eher unverständlich, dass das Amtsgericht Hamburg dem Antrag zur Eigenverwaltung zugestimmt hat. Es wurde ein Sachwalter bestimmt, der wiederum am 13.07.2016 verkündete, dass Siegfried Hofreiter aus dem Unternehmen ausscheidet und dass ein weiterer Rechtsanwalt als CCO ins Unternehmen einzieht. Wenn aber S. Hofreiter der Geschäftsleitung nicht mehr angehört, warum ist hier immer noch eine Eigenverwaltung genehmigt? Vielleicht argumentiert das Amtsgericht Hamburg mit dem CAO Ulf Hammerich, der sich bisher aber ausschließlich um Agrarproduktion, Logistik und Vertrieb gekümmert hat.

Beate Uhse und das Theorem des Homo oeconomicus

Kommen wir mal nicht so gestelzt daher und untersuchen das Verhalten von Beate Uhse unter der Prämisse des Theorems des Homo economicus und beschreiben es hier kurz und deftig als „rein in die Kartoffeln – raus aus den Kartoffeln“. Vor einem Monat wollte Beate Uhse in einer 1. Gläubigerversammlung ein Sanierungsgutachten nach IDW S6 zur Abstimmung bringen. Wie erwartet, wurde das erforderliche Quorum von 50% nicht erreicht. Auch die zweite Gläubigerversammlung vorletzte Woche kam nicht mit den erforderlichen 25% Anwesenheit zustande. Aber Beate Uhse hatte sich etwas Neues einfallen lassen. „Mit One Square Advisory wurde der gewohnte Verdächtige zum gemeinsamen Vertreter gewählt. Wichtig: Der gV kann nunmehr auch die essentielle Zinsstundung nach eigenem Ermessen beschließen sowie die Sonderkündigungsrechte seitens der Gläubiger aussetzen.“ (Bondguide) Alle dachten, unter der Prämisse des rationalen Handelns ist es dem Vorstand von Beate Uhse gelungen, den Gordischen Knoten zu zerschlagen und die unwilligen Gläubiger auszubooten. Aber nur zwei Tage später lesen wir: „Die Zinsen für die Anleihe Beate Uhse 2014/19 sollen innerhalb der nächsten 14 Tage gezahlt werden. Die dafür nötige Liquidität werde von dritter Seite zur Verfügung gestellt. Damit sind die Beschlüsse der 2ten AGV von Mittwoch über Bord gekippt. (...)



Standpunkt German Mittelstand



Dies dürfte zahlreiche Fragen nach sich ziehen, z.B. ob der am Mittwoch gewählte gemeinsame Vertreter – One Square Advisory – auf Einsetzung klagen könnte, immerhin wurde er ja gewählt, und zwar rechtskräftig, um Investoreninteressen zu vertreten. Also was wiegt jetzt höher, die Ad-hoc-Meldung des Emittenten oder die Beschlüsse von Mittwoch ?!“ Also doch: Rein in die Kartoffeln – raus aus den Kartoffeln.

Rund 20 Jahre hielt die Epoche des Sturm und Drangs oder Wirrwarrs in der deutschen Literatur. Bei den Mittelstandsanleihen sprechen wir momentan von sieben heißen Wochen des Wirrwarrs. Wir hoffen, dass es nicht noch länger anhält, dass wir uns wieder mehr mit Zahlen und Fakten beschäftigen können und wir keine so starke emotionale Komponente mit einbeziehen müssen. Das macht dieses Segment aus unserer Sicht noch unübersichtlicher als es schon ist.

18. Juli 2016

Kontakt: Ralf Meinerzag +49 69 297 16 172, sgmf@steubing.com, www.germanmittelstandfund.de