

# Öffnung oder Liquidation?

Analyse zur Lage des aktuell geschlossenen Rentenfonds

„Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS“

von

Prof. Dr. Gunnar Stark

Allensbach Hochschule, Konstanz

Mai/Juni 2023

## Inhalt

1 Einleitung	1
2 Anteilswertschätzung	3
3 Rekonstruktion der Rücknahmehistorie	6
4 Rücknahmestau und Fonds-Run?	9
5 Bewertungsfragen	10
6 Einordnung vierer Dimensionen von Liquidität	12
7 Update Juni 2023	14
8 Schluss	15
Quellenverzeichnis	15

## 1 Einleitung

„Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS“ (folgend nur „DMAF“ oder „Fonds“) heißt ein eigentlich offenes Investmentvermögen, das vornehmlich in vergleichsweise hochverzinsliche, selten gehandelte Schuldverschreibungen deutscher, mittelständisch geprägter Unternehmen investiert.

Formal luxemburgischer Provenienz<sup>1</sup> werden die Geschicke des Fonds aus dem Rheinland<sup>2</sup> gesteuert. Aufgelegt vor knapp zehn Jahren, erzielt der DMAF durchgängig eine laufende Ausschüttungsrentabilität von gut vier Prozent p.a. bezogen auf seinen anfänglichen Ausgabepreis (50 Euro pro Anteilschein), wobei der Anteilwert etliche Jahre unter nur geringen Schwankungen um diesen Ursprungsbetrag fluktuierte. Mit Beginn der Coronapandemie begann der Anteilwert stärker zu schwanken und sank mit dem zunehmenden Börsenwertverfall vieler Mittelstandsanleihen erheblich herab auf zuletzt unter 37 Euro Mitte Januar 2023.

---

<sup>1</sup> Nach luxemburgischen Recht ein Investmentfonds mit Sondervermögenscharakter (fonds commun de placement) gemäß Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 17. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsame Anlagen; Verwaltungsgesellschaft: IPConcept S.A.; Verwahrstelle: DZ PRIVATBANK S.A., beide Luxemburg.

<sup>2</sup> Fondsmanager Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH, Köln; Fondsberater KFM Deutsche Mittelstand AG, Düsseldorf.

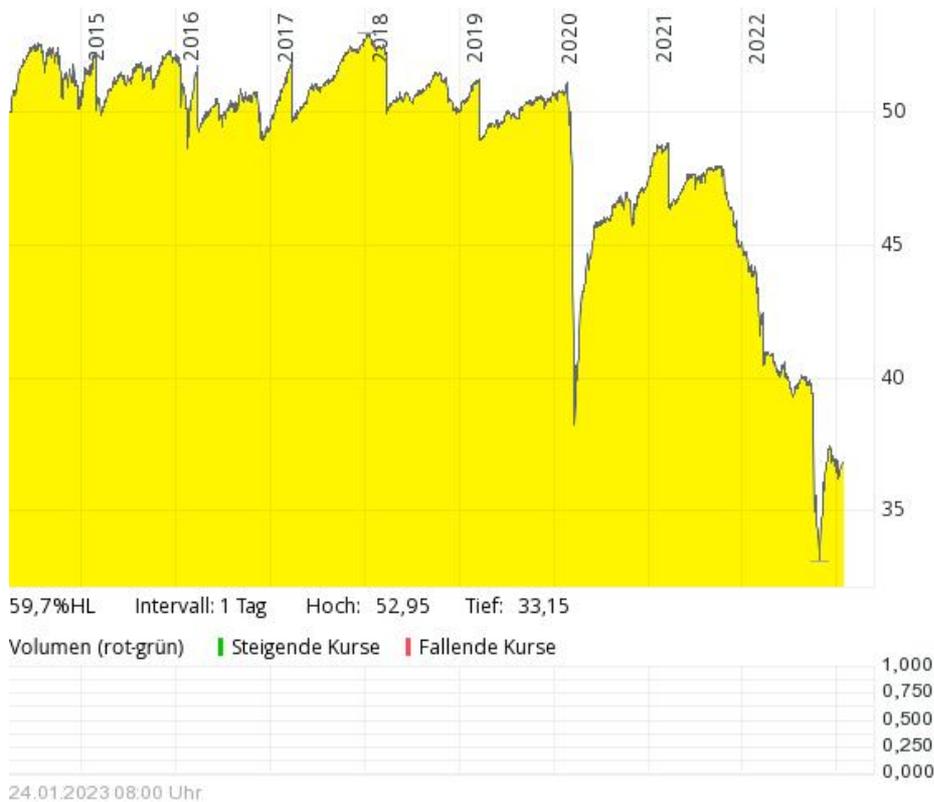


Abbildung: Entwicklung des Anteilscheinpreises (Rücknahmepreis; Quelle: comdirect.de)

Seither sind die Berechnung des Anteilscheinpreises und einhergehend die Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen ausgesetzt. Dieses für einen offenen Wertpapierfonds seltene Ereignis wird begründet mit der Kursaussetzung einer im Fondsvermögen wertmäßig mit knapp 4 % gewichteten Anleihe, welche mittelbar über die Sicherheiten eines Finanzierungsfonds besichert sei, welcher wiederum die Bewertungsgrundlage für diese Anleihe sei, dessen Berechnung des Nettoinventarwertes seinerseits ausgesetzt worden sei, weil aufgrund herausfordernder Marktbedingungen seine zugrundeliegenden Werte einer Neubewertung unterzogen würden.<sup>3</sup>

Für die weitere Geschichte des DMAF bestehen insbesondere zwei alternativ mögliche Pfade, die aus der Krise seiner Schließung herausführen:

- Seine Wiederöffnung, also die Neuaufnahme von Anteilspreisermittlung, Anteilschein- ausgabe und -rücknahme.
- Die Liquidation des Fonds nach dauerhafter Einstellung des Anteilscheingeschäftes mit der Veräußerung all seiner Portfoliogegegenstände und sukzessiver Auskehrung der verbleibenden Liquiditätsgegenwerte an die Anteilscheininhaber:innen.

<sup>3</sup> Mitteilung an die Anleger des Fonds Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS durch die IPConcept (Luxemburg) S.A., Strassen vom 18. Januar 2023 sowie Pressemitteilung der KFM Deutsche Mittelstand AG zur Aussetzung der Berechnung des Anteilswertes des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS (WKN A1W5T2), Düsseldorf, 19. Januar 2023.

Inzwischen – Mitte Juni 2023 – hat die Fondsverwaltung verkündet,<sup>4</sup> dass beschlossen sei, den Fonds in Liquidation zu setzen. Dagegen soll sich organisierter Widerstand einer „überwältigende[n] Mehrheit von institutionellen und privaten Anlegern“ des DMAF regen.<sup>5</sup>

Unabhängig von dieser abzuwartenden Entwicklung wird im Folgenden die Lage des Fonds untersucht unter Ermittlung und Analyse gegenwärtiger wie historischer Daten im Rahmen theoretischer finanzwirtschaftlicher Überlegungen.

## **2 Anteilswertschätzung (Schatteninventarwert)**

Zentral für die hier angestrebte Verdeutlichung der Fondslage, seiner Chancen und Gefahren, ist der Wert des Fondsvermögens, für das trotz der ausgesetzten Anteilspreisermittlung Anhaltspunkte bestehen, die folgend aufbereitet und eingeschätzt seien.

Es geht also um eine Bezifferung des gleichsam im Schatten der Schließung stehenden Inventarwertes. Denn die Werte des Fonds sind schließlich keinesfalls alle verborgen, vielmehr besteht für fast alle Anleihen des DMAF das Wertindiz der Börsennotiz fort und zumindest theoretisch stünde der Fondsverwaltung die Möglichkeit offen, die Aussetzung des Anteilsscheingeschäftes und die Einstellung der Anteilspreisermittlung nicht als Junktim zu behandeln.

Ausgangspunkt sind die berichteten Werte zum 30.06.2022.<sup>6</sup> Es soll damit eine Portfoliowertfortschreibung für jene der seinerzeit dokumentierten rund 80 Anleihen betrieben werden, welche heute noch börsengelistet sind.

Tabelle 1 zeigt für alle aus dem vormaligen Bestand aktuell noch börsengelisteten Anleihen – das betrifft mehr als 90 % des wertmäßigen Bestandes zum 30.06.2022:

1. zunächst Bestände, Kurse und Werte aus dem Inventar des Halbjahresberichtes zu ebenjenem 30.06.2022 sowie
2. Kurse und Werte ebenjenes, mit den veränderten Kursen fortgeschriebenen Bestandes an dem Börsentag vor dem Schließungstag des DMAF im Januar 2023 und
3. schließlich entsprechend die je aktuellen (23.05.2023) Kurse und weiter fortgeschriebenen Bestandswerte.

Dieses Portfolio verzeichnet beträchtliche Werteinbußen sowohl für die Teilperiode seit dem Halbjahresultimo 2022 als auch seit dem Schließungstag des DMAF:

- seit dem Halbjahresultimo bis zum Schließungstag von 136 auf 118 Mio. € (ca. –13 %)
- seit dem Schließungstag von 118 auf 100 Mio. € noch einmal ca. –15% (vgl. jeweils die Summenzeile, Tabelle 1).

---

4 Mitteilung an die Anleger des Fonds Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS durch die IPConcept (Luxemburg) S.A., Strassen vom 14. Juni 2023.

5 Vgl. EQS News vom 22.06.2023: Kanzlei Schirp & Partner bündelt die Interessen der Anleger des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS.

6 Gemäß: Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS, Halbjahresbericht zum 30. Juni 2022, IPConcept S.A., Luxemburg, 2022, S. 5 – 8. Werte zum 31.12.2022 konnten mangels – des offenbar säumigen – Jahresberichts nicht ermittelt werden.

Anleihe	WKN	Nominal- bestand	Inventarkurs	Inventarwert	Kurs bei Schließung	Wert bei Schließung	Kurs aktuell	Wert aktuell
ACTAQUA GmbH Inh.-Schv. v. 2020(2022/2025)	A3H2TU	2.000.000	97,77	1.955.400	93,75	1.875.000	85	1.700.000
Africa GreenTec Asset GmbH Anleihe v.17(20-32)	A2GS6F	1.000.000	98,00	980.000	98	980.000	96	960.000
Agri Resources Group S.A. EO-Notes 2021(23/26)	A28708	4.000.000	89,10	3.564.000	62,5	2.500.000	19	740.000
Aves Transport 1 GmbH & Co. KG IHS v. 2019(2021/2024)	A2YN2F	300.000	99,52	298.560	97,5	292.500	96	288.000
Beno Holding AG Anleihe v.2020(2025/2027)	A3H2XT	885.000	93,95	831.458	93,5	827.475	82	725.700
BK LC Lux Finco 1 S.à r.l. 144A v.21(2029) (Ersatzbewertung)	A3KQMZ	2.500.000	80,00	2.000.000	88	2.200.000	90	2.250.000
DEAG Deutsche Entertainment AG Anleihe v.2018(2021/2023)	A2NBF2	2.525.000	99,00	2.499.750	100,12	2.528.030	101	2.538.888
Deutsche Lichtmiete AG Anleihe v. 2018(2021/2023)	A2NB9P	850.000	4,00	34.000	3,01	25.585	1	8.925
Deutsche Lichtmiete AG Anleihe v. 2019(2025)	A2TSCP	2.500.000	3,80	95.000	3	75.000	2	38.875
Deutsche Lichtmiete AG Inh.-Schv. v. 2021(2022/2027)	A3H2UH	1.500.000	3,91	58.650	3,84	57.600	3	43.875
Diok RealEstate AG Anleihe v.2018(2020/2023)	A2NBY2	4.500.000	90,00	4.050.000	91,12	4.100.400	81	3.667.005
Ekosem-Agrar AG Inh.-Schv. v.2019(2021/2029)	A2YNR0	5.000.000	17,05	852.500	21,13	1.056.500	22	1.085.000
ERWE Immobilien AG Anleihe v.2019(2021/2023)	A255D0	1.000.000	92,55	925.500	74	740.000	49	485.000
Euroboden GmbH Inh.-Schv. v. 2019(2022/2024)	A2YNXQ	2.850.000	94,99	2.707.215	72,73	2.072.805	54	1.539.000
Euroboden GmbH Inh.-Schv. v.2020(2023/2025)	A289EM	1.000.000	95,93	959.310	65,5	655.000	42	420.000
Eyemaxx Real Estate AG Inh.-Schv. v. 2018(2021/2023)	A2GSSP	5.000.000	4,10	205.000	4	200.000	4	180.250
Eyemaxx Real Estate AG Inh.-Schv. v.2019(2022/2024)	A2YPEZ	4.600.000	4,05	186.300	2,6	119.600	3	143.060
FCR Immobilien AG Anleihe v. 2019(2024)	A2T5B1	2.500.000	98,99	2.474.725	93,5	2.337.500	99	2.475.000
FRENER & REIFER Holding AG Inh.-Schv. v. 2019(2022/2024)	A2YN6Y	600.000	62,00	372.000	95	570.000	95	570.000
GEWA 5 to 1 GMBH & Co.KG Anleihe v. 2014(2016/2018)	A1YCY7	1.317.000	0,00	0	0	0	0	0
GRENKE AG FLR-Subord. Bond v.15(21/unb.)	A161ZB	1.800.000	98,75	1.777.500	87,51	1.575.180	89	1.596.150
Grenke Finance PLC EO-Medium-Term Notes 2022(24)	A3K4JP	2.000.000	99,01	1.980.200	98,3	1.966.000	99	1.970.720
Groß & Partner Grundst. GmbH IHS v. 2020 (2023/2025)	A254N0	1.018.000	89,50	911.110	84	855.120	78	791.597
hep global GmbH Anleihe v.2021(2024/2026)	A3H3JV	1.800.000	98,00	1.764.000	90	1.620.000	97	1.740.978
Homann Holzwerkstoffe GmbH Inh.-Schv. v. 2021(2024/2026)	A3H2V1	1.462.000	95,50	1.396.210	96,5	1.410.830	97	1.418.140
Hormann Industries GmbH Anleihe v.19(22/24)	A2T5CH	500.000	98,67	493.360	100,76	503.800	102	507.845
HORNBAACH Baumarkt AG Anleihe v. 2019(2026/2026)	A255DH	4.900.000	94,50	4.630.500	95,03	4.656.470	96	4.702.040
Huber Automotive AG Anleihe v.2019(2022/2024)	A2TR43	2.500.000	93,01	2.325.250	99,2	2.480.000	99	2.462.500
Hylea Group S.A. EO-Anl. 2017(22)	A19S80	3.250.000	2,00	65.000	0,3	9.750	0	9.750
Jung,DMS & Cie Pool GmbH Anleihe v. 2019(2022/2024)	A2YN1M	1.450.000	101,00	1.464.500	100,75	1.460.875	101	1.464.500
Karlsberg Brauerei GmbH ITV v. 2020(2022/2025)	A254UR	800.000	99,50	796.000	101,37	810.960	100	802.000
Katjes Intern. GmbH & Co.KG Inh.-Schv. v. 2019(2022/2024)	A2T5T9	505.000	100,00	505.000	101,62	513.181	100	505.606
LR Global Holding GMBH FLR-Notes v.21(23/25)	A3H3FM	500.000	94,00	470.000	84	420.000	92	460.000
Metalcorp Group S.A. EO-Schuldv. 2021(23/26)	A3KRAP	15.000.000	82,71	12.406.500	38,75	5.812.500	2	323.250
MGI-Media and Games Invest SE EO-FLR Notes 2022(24/26)	A3K6T4	3.000.000	96,50	2.895.000	94	2.820.000	97	2.895.000
M Objekt Real Estate Holding Anleihe v.2019(2022/2024)	A2YNRD	800.000	62,57	500.560	54,5	436.000	36	288.088
MRG Finance UK plc EO-Med.-T.Nts 2018(18/23)	A2RTOH	5.000.000	80,51	4.025.500	42	2.100.000	2	75.000
Multitude SE EO-FLR Notes 2021(26/Und.)	A3KTC6	2.000.000	96,79	1.935.820	95	1.900.000	94	1.870.000
Neue ZWL Zahnradw.Leipzig GmbH Anleihe v.2017(2020/2023)	A2GSNF	831.000	100,00	831.000	102,5	851.775	100	827.851
Neue ZWL Zahnradw.Leipzig GmbH Anleihe v.2018(2021/2024)	A2NBR8	1.500.000	97,51	1.462.650	100,5	1.507.500	101	1.509.225
Neue ZWL Zahnradw.Leipzig GmbH Anleihe v.2019(2022/2025)	A255DF	1.500.000	98,02	1.470.225	93	1.395.000	98	1.468.800
Neue ZWL Zahnradw.Leipzig GmbH Anleihe v.2021(2024/2026)	A3MPSK	1.300.000	95,50	1.241.500	92	1.196.000	94	1.222.000
Noratis AG Inh.-Schv. v. 2020(2023/2025)	A3H2TV	2.000.000	100,75	2.015.060	99,85	1.997.000	95	1.900.000
Nordwest Industrie Group GmbH IHS v.2019(2022/2025)	A2T5DK	1.150.000	80,00	920.000	84	966.000	86	983.250
Opus-Charter. Iss. S.A. Cpm135 EO-Bonds 2016(24)	A184F0	3.000.000	100,00	3.000.000	99,2	2.976.000	98	2.946.000
PANDION AG IHS v. 2021(2023/2026)	A289YC	1.000.000	95,99	959.910	86	860.000	85	845.100
PCC SE Inh.-Teilschuldv. v. 18(19/24)	A2NBF1	1.500.000	96,50	1.447.500	96,5	1.447.500	97	1.455.150
Photon Energy N.V. EO-Schuldv. 2021(25/27)	A3KWKY	3.000.000	99,00	2.970.000	99,03	2.970.900	94	2.830.500
Porr AG EO-Var. Schuldv. 2020(25/Und.)	A28TAL	3.000.000	84,50	2.535.000	81,05	2.431.500	87	2.617.590
Porr AG EO-Var. Schuldv. 2021(26/Und.)	A3KYYZ	5.000.000	87,01	4.350.500	83,47	4.173.500	89	4.443.750
PREOS Glb.Office R.Est.& Tec.AG Wandelschuldv.v.19(24)	A254NA	1.845.000	74,00	1.365.300	45,33	836.339	23	431.546
Real Equity GmbH EO-ANL 2019(2022/2024)	A2YN1S	1.000.000	95,00	950.000	95	950.000	95	950.000
Real Estate & Asset Bet. GmbH Anleihe v.2018(2024/2025)	A2G9G8	6.000.000	98,25	5.895.000	98	5.880.000	98	5.880.000
reconcept GmbH IHS v.2020(2023/2025)	A289R8	600.000	98,75	592.500	102,4	614.400	101	605.250
reconcept GmbH IHS v.2022(2026/2028)	A3E5WT	1.600.000	94,00	1.504.000	99,6	1.593.600	101	1.616.000
R-Logitech S.A.M. EO-Anl. 2018(21/23)	A19WVN	12.150.000	95,55	11.609.325	82,08	9.972.720	26	3.159.000
Saxony Miner. & Expl.-SME AG IHS v.2019(2021/2025)	A2YN7A	3.000.000	50,00	1.500.000	52,99	1.589.700	57	1.695.150
Schlote Holding GmbH Anleihe v.2019(2022/2024)	A2YN25	1.714.000	82,69	1.417.272	61,5	1.054.110	53	899.850
Score Capital AG Anleihe v.2020(2022/2025)	A254SG	1.000.000	98,50	985.000	93	930.000	85	850.000
Sec.Pro Lux Cpt. Verius IHS 1 EO-var. Schuldver. 2018(23/24)	A1927W	5.000.000	100,00	5.000.000	50	2.500.000	50	2.500.000
SeniVita Social Estate AG Wandelschuldv.v.15(20/25)	A13SHL	5.000.000	5,50	275.000	3,7	185.000	3	166.000
SoWiTec group GmbH Inh.-Schv. v.2018(2021/2023)	A2NBZ2	950.000	99,50	945.250	101,75	966.625	98	929.442
Stern Immobilien AG Anleihe v.2018(2020/2023)	A2G8WJ	1.381.000	98,00	1.353.380	98	1.353.380	90	1.242.900
TEMPTON Personaldienst. GmbH EO-Bonds v.21(23/26)	A3MP7A	710.000	98,25	697.575	94,05	667.755	93	657.993
TERRAGON AG Anleihe v.2019(2022/2024)	A2GSWY	2.449.000	30,10	737.149	2,72	66.613	3	73.470
The Grounds R.Est. Dev. AG Wandelanleihe v.21(24)	A3H3FH	800.000	88,00	704.000	88,25	706.000	75	600.080
UBMDevelopment AG EO-FLR Notes 2021(26/Und.)	A3KSRC	4.000.000	85,18	3.407.160	68,22	2.728.800	76	3.027.440
UBMDevelopment AG EO-Sust.Lkd Anleihe 2021(26)	A3KQGX	2.000.000	96,06	1.921.260	94,2	1.884.000	92	1.830.000
UniDevice AG Inh.-Schv. v. 2019(2021/2024)	A254PV	500.000	95,00	475.000	96,75	483.750	98	490.000
VERIANOS SE Anleihe v.2020(2022/2025)	A254Y1	1.000.000	90,00	900.000	88	880.000	75	750.000
Vossloh AG Sub.-FLR-Nts.v.21(26/unb.)	A3H2VA	3.500.000	93,95	3.288.250	99	3.465.000	94	3.293.500
VST Building Technologies AG EO-Anl. 2019(24)	A2R1SR	1.000.000	0,58	5.830	0,49	4.900	0	1.780
Zeiffracht Logistik Hold. GmbH Inh.-Schuldv. 2021(2023/2026)	A3H3JC	1.500.000	101,50	1.522.500	99	1.485.000	99	1.485.000
<b>Summe</b>		<b>178.192.000</b>		<b>135.645.474</b>		<b>118.134.027</b>	<b>5.106</b>	<b>99.925.357</b>

Tabelle 1: Anleihen des fortgeschriebenen Portfolios (Anleihewerte in € und Anleihekurse in Prozent vom Nominalbetrag)

Freilich ist das solchermaßen fortgeschriebene Portfolio nicht identisch mit dem heutigen Anleiheportfolio des DMAF – denn inzwischen gab es Anleihetilgungen und mutmaßlich Anleihekäufe wie -verkäufe. Gleichwohl wird es weitgehende Kongruenzen geben.<sup>7</sup> Ferner dürfte das fortgeschriebene Portfolio auch außerhalb der allfälligen Kongruenzen Hinweise auf die Performance des DMAF seit dem 01.07.2022 geben, weil dessen Marktsegment Mittelstandsanleihen geblieben sind und die Annahme plausibel ist, dass ein wesentlicher Performance-treiber des DMAF die Marktpformance des nämlichen Marktsegmentes ist, welche wiederum durch das fortgeschriebene Portfolio mit seinen mehr als 70 Anleihen zu einem guten Teil repräsentiert sein dürfte.<sup>8</sup>

Zwei der Anleihen sind zwar weiterhin börsennotiert, doch liegt die letzte Kursfeststellung ungewöhnlich lange zurück. Bei einer der beiden (Gewa 5 TO 1 GmbH & Co. KG) ist dies für die hiesige Untersuchung belanglos, weil die – längst zur Tilgung fällige, offenbar notleidende – Anleihe schon zum Halbjahresultimo ohnedies praktisch wertlos war und dieses augenscheinlich fortbesteht.

Bei der anderen liegt der Fall problematischer, handelt es sich doch um das corpus delicti der Schließung des DMAF (Securo Pro Lux S.A. Reg.S. v.18(2024), Inventarkurs zum Halbjahresultimo = pari), deren Kursfeststellung im Zuge der oben genannten Problematik seit letztem Advent ausgesetzt ist.<sup>9</sup> Laut Pressemitteilung geht der Fondsberater mittlerweile von einem Wert unter pari aus.<sup>10</sup> Wir behelfen uns hier in diesem einen Falle mangels besserer Daten und im Sinne einer grob überschlägigen Schätzfehlerminimierung mit einem Schätzwertansatz in Höhe des hälftigen Nominalbetrages, mithin 2,5 Mio. € wohlwissend, dass es durchaus auch eher „null“ werden könnte. Kritisch ist ferner die hier noch mit ihrem letzten Börsenkurs nahe pari bewertete Anleihe der Stern Immobilien, deren zum 24.05.2023 fällige Tilgungszahlung durch den Emittenten wohl bis anhin noch nicht geleistet werden konnte.<sup>11</sup>

Für sieben der Anleihen<sup>12</sup> aus dem Portfolio des DMAF vom 30.06.2022 konnte deswegen keine Kursnotiz mehr ermittelt werden, weil sie inzwischen getilgt wurden, in aller Regel zu pari, wodurch dem DMAF Tilgungszahlungen von zusammen rund zehn Mio. Euro zuteil wurden, wobei im Vergleich zu den vormaligen Kurswerten – allesamt sehr nahe bei pari – ein kleiner Tilgungsgewinn entstand. Eine Einbeziehung dieser Tilgungen in die hier ange-

---

7 Das Factsheet zum 13.01.2023 zeigt hohe Übereinstimmung; es nennt zwar weder Nominalbeträge noch Kurse, aber mit diesen vergleichbare quotale Werte.

8 Inwieweit der DMAF mit seiner Individualperformance zufolge seiner Anleiheauswahl bzw. Kauf- und Verkaufsdiskpositionen von einer Gesamtmarktpformance – in die eine oder andere Richtung – entfernt ist, kann mangels vollständiger Informationen nicht bestimmt werden.

9 Mitteilung der Emittentin Securo Pro Lux S.A., Großherzogtum Luxemburg vom 07.12.2022, veröffentlicht ad hoc als Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, übermittelt durch EQS News: <https://www.eqs-news.com/de/news/adhoc/securo-pro-lux-s-a-aussetzung-der-berechnung-des-nettoinventarwerts-fuer-den-verius-capital-scs-sicav-raif-verius-immobilienfinanzierungsfonds/1708573>.

10 Pressemitteilung der KFM Deutsche Mittelstand AG zur Aussetzung der Berechnung des Anteilswertes des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS (WKN A1W5T2), Düsseldorf, 19. Januar 2023, zweite Seite (ohne Paginierung).

11 Mitteilung der Emittentin Stern Immobilien AG, Grünwald 17.05.2023, veröffentlicht ad hoc als Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, übermittelt durch EQS News: <https://www.eqs-news.com/de/news/adhoc/stern-immobilien-ag-stern-immobilien-ag-wird-anleiheemission-nicht-durchfuehren-rueckzahlung-der-anleihe-2018-2023-durch-bankfinanzierung-in-vorbereitung-mit-eventueller-zeitlicher-verzoege/1820697>.

12 Emittenten: BayWa, Aves, FCR, Ferratum, indesto, Mutares, PCC.

strebte Schätzung des heutigen gesamten Fondswertes erhöht den obigen Schätzwert zur relativen Fondswerteinbuße seit Schließung um gut einen Prozentpunkt von –15 % auf –14 %.

Die Zinseinnahmen seit dem nämlichen Berichtstag entsprechen knapp der Summe aus den seitherigen Fondskosten und der Ausschüttung vom März diesen Jahres, weil das Fondsmangement nach eigenem Bekunden<sup>13</sup> nicht aus der Substanz ausschüttet, sondern nur die tatsächlich vereinnahmten Nettoerträge Ausschüttungsgrundlage sind. Mögliche kleinere Differenzen im Wert der Zinsansprüche (Stückzinsen) seien vernachlässigt.

Somit ist als Schätzergebnis festzuhalten, dass

- seit dem 30.06.2022 der Anteilwert rund ein Viertel verloren hat bzw.
- seit dem Schließungstag um ca. 14 % gesunken ist, mithin
- der Anteilwert heute (23.05.2023) unter Berücksichtigung der jüngsten Ausschüttung (2,01 € je Anteilschein im März 2023) statt einstmals 50 € bzw. zuletzt 36,48 € noch knapp 30 Euro betragen würde.

### **3 Rekonstruktion der Rücknahmehistorie**

Somit hätte eine baldige Wiederöffnung zu einem noch einmal erheblich verringerten Anteilspreinsniveau stattzufinden. Um die Chancen einer dauerhaften Wiederöffnung zu beurteilen, seien zunächst die Anteilscheinrückgaben des Fondsjahres 2021 – dem letzten Jahr der vergangenen Nullzinsphase – betrachtet. Es waren Mittelabflüsse aus Anteilscheinrücknahmen von etwa 45 Mio. € zu verzeichnen. Diesen standen Mittelzuflüsse aus Anteilscheinausgaben in Höhe von rund 55 Mio. € gegenüber;<sup>14</sup> somit entstand zwar über das Jahr ein Nettomittelzufluss von 10 Mio. €, bemerkenswert für die hiesige Analyse jedoch ist das relative Niveau der Anteilscheinrückgaben von etwa 23 % des Fondsvermögens (2021 zu Beginn wie Ende recht genau je 200 Mio.).<sup>15</sup>

Viele Fondsanleger:innen halten demnach ihre Fondsanteile offenbar nur wenige Jahre, sofern das Jahr 2021 diesbezüglich als repräsentativ gelten kann.<sup>16</sup> Der Bestand und Erfolg des DMAF gründet insoweit darin, die Anteilscheinrückgaben durch einen möglichst steten Strom von Anteilscheinausgaben zu ersetzen, um mit dem so entstehenden „Bodensatz“ das genuine Geschäftsmodell des Fonds – täglich liquidierbare Anlage in weniger liquiden Mittelstandsanleihen (finanzintermediäre Liquiditätstransformation) – zu betreiben. Ähnlich dem Einlagengeschäft von Kreditinstituten kommt es nicht darauf an, wer die Anlage hält, sondern dass deren Volumina möglichst nicht sinken.

Für 2022 liegen die Zahlen mangels Jahresberichts nicht vor, wohl aber monatliche „Factsheets“ zur – weitaus gewichtigsten – Anteilsklasse M mit Angaben zum – offenbar gesamten, also anteilsklassenübergreifenden – „Fondsvolumen“ sowie dem anteilsklassenspezifischen „Anteilspreis“ zum jeweiligen Monatsultimo, woraus zwar nicht unmittelbar die betraglichen

---

13 Laut einem vor dem Beginn der Fondsliquidation auf der Internetseite des DMAF gezeigten Fernsehinter-view.

14 Deutscher Mittelstandsleihen FONDS, Jahresbericht zum 31. Dezember 2021, KFM Deutsche Mittelstand AG, Düsseldorf, 2022, S. 24.

15 Vgl. ebenda.

16 Die Entwicklungsrechnungen des Fondsvermögens anderer Jahrgänge konnten mangels älterer Jahresberichte nicht ermittelt werden.

Nettomittelzuflüsse erhellen, jedoch indirekt auf die zugehörigen Fondsanteilstückzahlen des monatlichen (Netto-) Anteilsabsatzes im Jahr 2022 rückschließen lässt, wie Tabelle 2 für die letzten vier Fondsjahre demonstriert:

Die ersten drei Spalten verzeichnen den Monat nebst den aus dem jeweiligen Monatsfactsheet entnommenen Fondsvolumina (in Mio. €) und Anteilspreisen (in €) zum Monatsultimo. Daraus wurde durch Division rückgerechnet auf die hier als „Anteilsumlauf“ bezeichnete Anzahl aller Anteilscheine.<sup>17</sup> Deren monatliche Veränderung schließlich zeigt die letzte Spalte als „Nettoabsatz“ an.

Dieser bedeutet etwa für das gesamte Jahr 2019, in dem der Anteilsumlauf monatlich monoton anstieg, dass in jedem Monat mehr Anteilscheine ausgegeben als zurückgenommen wurden.

Das änderte sich mit dem Coronamonat März 2020 als die Anteilscheinrücknahme die Anteilsscheinausgabe um gut 400.000 Stück überstieg, also der Fonds per Saldo einen beträchtlichen Mittelabfluss (zwischen 15 und 20 Mio. Euro) erlitt. Die darauffolgenden zwölf Monate sahen teils Mittelzuflüsse, teils Mittelabflüsse.

Seit November 2021 hingegen verlor der DMAF bis zum Tage seiner Schließung gut ein Jahr später allmonatlich weitere Mittel bei tendenziell sinkenden Anteilspreisen. Der bekannte Zusammenhang zwischen Mittelaufkommen und Anteilspreisniveau<sup>18</sup> spiegelt sich in diesen Zahlen somit leicht erkennbar wider.

---

<sup>17</sup> Eine für den Monat Juni 2022 mit Hilfe des zugehörigen Halbjahresberichtes durchführbare Verprobung der Anteilsumlaufzahl ergibt eine leichte Abweichung von etwa 700 Anteilscheinen (entspricht hier hinnehmbaren knapp 0,02 %), was mit der Existenz der kleineren Anlageklassen sowie deren abweichendem Anteilscheinpreis, ferner Rundungsfehlern erklärbar sein könnte.

<sup>18</sup> Vgl. m.w.N. Roussanov/Ruan/Wei: Mutual Fund Flows and Performance in (Imperfectly) Rational Markets?, 2020, Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research.

Monat	Fondsvolumen	Anteilspreis	Anteilsumlauf	Nettoabsatz
Jan 19	112,13	50,54	2.218.639	
Feb 19	117,07	51,10	2.290.998	72.359
Mrz 19	117,65	49,01	2.400.531	109.532
Apr 19	136,04	49,57	2.744.402	343.871
Mai 19	141,66	49,42	2.866.451	122.049
Jun 19	152,93	49,94	3.062.275	195.824
Jul 19	162,58	49,97	3.253.552	191.277
Aug 19	168,79	50,20	3.362.351	108.798
Sep 19	175,85	50,42	3.487.703	125.353
Okt 19	183,61	50,60	3.628.656	140.953
Nov 19	193,83	50,41	3.845.070	216.414
Dez 19	204,74	50,76	4.033.491	188.421
Jan 20	213,93	50,79	4.212.050	178.559
Feb 20	216,95	49,55	4.378.406	166.356
Mrz 20	160,91	40,46	3.977.014	- 401.391
Apr 20	178,13	43,50	4.094.943	117.928
Mai 20	186,71	45,15	4.135.327	40.384
Jun 20	191,54	45,90	4.172.985	37.658
Jul 20	194,07	45,99	4.219.830	46.846
Aug 20	196,56	46,66	4.212.602	- 7.229
Sep 20	198,43	46,54	4.263.644	51.042
Okt 20	193,40	45,81	4.221.786	- 41.859
Nov 20	198,87	47,04	4.227.679	5.893
Dez 20	199,47	47,30	4.217.125	- 10.554
Jan 21	205,87	48,41	4.252.634	35.509
Feb 21	205,42	48,52	4.233.718	- 18.916
Mrz 21	196,49	46,48	4.227.410	- 6.308
Apr 21	205,31	46,88	4.379.480	152.070
Mai 21	210,21	47,46	4.429.204	49.724
Jun 21	214,58	47,66	4.502.308	73.104
Jul 21	215,54	47,55	4.532.913	30.605
Aug 21	219,79	47,90	4.588.518	55.605
Sep 21	223,00	48,00	4.645.833	57.316
Okt 21	220,72	46,97	4.699.170	53.336
Nov 21	211,85	45,74	4.631.613	- 67.556
Dez 21	198,86	45,12	4.407.358	- 224.255
Jan 22	183,50	44,12	4.159.112	- 248.247
Feb 22	177,62	43,38	4.094.514	- 64.598
Mrz 22	165,86	40,89	4.056.248	- 38.265
Apr 22	163,35	40,89	3.994.864	- 61.384
Mai 22	159,89	40,48	3.949.852	- 45.012
Jun 22	156,00	39,86	3.913.698	- 36.154
Jul 22	153,55	39,66	3.871.659	- 42.039
Aug 22	154,72	40,03	3.865.101	- 6.558
Sep 22	148,88	39,39	3.779.640	- 85.462
Okt 22	126,46	34,40	3.676.163	- 103.477
Nov 22	135,06	37,03	3.647.313	- 28.850
Dez 22	131,52	36,44	3.609.221	- 38.092
Jan 23	131,47	36,48	3.603.893	- 5.328

Tabelle 2: Monatliche Fondsanteilshistorie seit 2019

#### 4 Rücknahmestau und Fonds-Run?

Hieraus wiederum leiten sich zwei essentielle Fragestellungen ab:

- 1) Wenn bereits vor der Schließung das Nettomittelaufkommen dergestalt gering bzw. negativ war, wie hoch wird dann das „aufgestaute“ Rückgabebegehren der Anleger:innen nach einer gewissen Zeit der Schließung und Kommunikation eines abermals verringerten Anteilwertes ausfallen?
- 2) Gelingt einem Fonds mit einer solchen Biographie künftig die Akquise des gewohnten Niveaus frischer Mittel, das zu einer nachhaltigen Öffnung erforderlich ist?

##### ad 1) Rücknahmestau

Eine dynamische, alle Kräfte berücksichtigende Rechnung des möglichen Niveaus zur Rücknahme im unmittelbaren Anschluss an eine mögliche Wiederöffnung vorgelegten Anteile, hat zu lauten:

Stückzahl der zur Rücknahme vorgelegten Anteile =

- Zahl der Anteile, die auch bei einem gewöhnlichen Geschäftsgang ohne Schließung während jener Zeit, in der die Schließung bestand, ohnedies zur Rücknahme vorgelegt worden wären (Kategorie 1),
- abzüglich Anteilzahl davon, die gerade aufgrund des nicht gewöhnlichen Geschäftsganges *nicht* zur Rücknahme vorgelegt werden (Kategorie 2),
- zuzüglich Zahl sonstiger Anteile, die ansonsten nicht, aber gerade aufgrund des nicht gewöhnlichen Geschäftsganges nach Wiederöffnung zur Rücknahme vorgelegt würden (Kategorie 3).

Zur Kategorie 2 gehören etwa Anleger:innen,

- deren ansonsten während der Schließungsdauer entstandenes Rücknahmebegehren sich wegen anderweitiger Liquiditätsbeschaffung erledigt hat, aber auch solche, die
- gerade in Folge eines beträchtlich gesunkenen Fondsanteilwertes nun doch von ihrem ursprünglich gehegten Rücknahmebegehren Abstand nehmen.

Kategorie 3 erfasst die in vielerlei Hinsicht kritische Gruppe jener Anteilhaber:innen, die durch den Sachverhalt der Schließung verschreckt worden sind. Diese können entweder

- schlicht durch die Schließung in ihrer Risikowahrnehmung beeinträchtigt sein und der einstmals sicher geglaubten Anlage ohne nähere Reflexion so bald als möglich entledigt sein wollen oder
- sie halten zwar die Anlage als solche in der Tat haltenswert, befürchten aber, dass andere nicht so urteilen und reihen sich in Antizipation einer dadurch möglichen neuerlichen Schließung in die Reihe derer ein, die ihre Anteilscheine sogleich zurückgeben wollen.

Mit dem letzten Punkt ist das Damoklesschwert, das über einem wiedereröffneten Fonds hängt, angesprochen: Ein möglicher Fonds-Run. Investierte, die einst keinerlei Absicht gehegt hatten, ihre Anteile zur Rücknahme vorzulegen, tun dies ausschließlich darum, weil sie entweder

- beobachten oder hören, dass andere dies tun oder tun sollen, oder
- weil sie lediglich befürchten, dass andere dies tun *könnten*.

## **ad2) Die Mittelakquise nach der Wiederöffnung**

In einem ebenfalls selbstbezüglichen Rahmen bewegt sich die Frage der künftigen Mittelakquise durch Anteilscheinausgabe. Das größte zukünftige Problem eines wiedergeöffneten Fonds ist: sein vergangenes Problem. Der Makel der Schließung macht den Fonds zumindest in der subjektiven Wahrnehmung der Marktteilnehmer – und diese könnte entscheiden – riskanter als einen ansonsten identischen Fonds, der diesen Makel nicht trüge. Das Anlagepublikum findet aber stets zahlreiche Alternativen, sein Geld zu investieren. Das mutmaßlich höhere Risiko der neuerlichen Schließung eines wiedereröffneten Fonds wird, anders als ansonsten an Finanzmärkten üblich, nicht zusätzlich in Gestalt einer entsprechend erhöhten Renditeaussicht entlohnt, weil sein Anteilscheinpreis am Primärmarkt nicht durch Angebot und Nachfrage, sondern durch die Börsenkursnotierungen seiner Anleihen determiniert ist.

Der Fonds wird langfristig nur überleben können, wenn ihm immer wieder neue Mittel zufließen. Dies ist bis vor kurzem durchgängig gelungen, sei es wegen eines gleichsam natürlichen Satzes frischer Anlegergelder oder einer Steuerung durch Vertriebsanweisungen und -anreize oder Werbemaßnahmen. Sowohl die natürliche wie auch die gesteuerte Komponente dürften aber für den jetzt geschlossenen Fonds womöglich in der ersten Zeit nach einer Wiederöffnung nicht mehr im gewohnten Maße gegeben sein; es sei denn, es fände sich ein neuer, starker Vertriebskanal, etwa ein Bankvertrieb.

Ob ein solcher für Anteile eines einstmals geschlossenen Fonds aufzutun sein wird, erscheint zweifelhaft: Einem neuen Vertrieb für den einstmals geschlossenen Fonds könnte kaum mehr Provision geboten werden als für jeden anderen stets geöffnet gewesenen Fonds auch (nämlich maximal 100 % des Agios sowie eine gewisse Bestandsprovision). Ein Vertrieb ginge schon wegen des Wiederschließungsrisikos ein erhebliches Reputationsrisiko ein, das sich ohne zusätzliche Entlohnung kaum eine Vertriebsorganisation ins Haus holen mag. Als Alternative bleiben freilich Eigeninvestitionen der Verwaltungsgesellschaften oder ihr verbundener Unternehmen.

Ein Schutz vor zu vielen Rücknahmeverordnungen nach Wiederöffnung könnte entstehen, wenn viele der jetzigen Anteilscheininhaber:innen überzeugt sind, der quotale Liquidationswert ihres Anteils übersteige seinen aktuellen Rücknahmepreis, weil die Anleger dann gegenüber einer Liquidation gelassener sein könnten und insoweit antizipative Rückgaben unterblieben.

## **5 Über- oder Unterbewertung? – Die Bewertungsfrage im Anlagekalkül**

Die Bewertung des DMAF und damit die Anteilspreisermittlung (nach Wiederöffnung) richten sich, wie bei Wertpapierfonds üblich, nach den Börsenkursen seiner Anleihen. Anders als etwa bei Aktien hoher Handelsliquidität basieren die Kurse der nämlichen Mittelstandsanleihen oftmals auf sehr geringen Börsenumsätzen, stellen häufig gar umsatzlose Kursnotizen dar. Bei solcherlei zustandekommenden Börsenkursen ist oft fraglich, ob sie einen „wahren“ Anleihepreis reflektieren bzw. ob die nämliche Kursnotiz auch jenem Preisniveau entspricht, das bei großen – börslichen oder außerbörslichen – Umsätzen Platz griffe.

Je nach Marktsituation ist denkbar, dass der Transaktionspreis im Falle eines beträchtlichen Umsatzes die vormalige Kursnotierung deutlich übersteigt oder aber unterschreitet. Und über

solche möglichen Kursunterschiede hinaus mag es Fondsanleger:innen geben, deren subjektive Wertvorstellung der Anleihen des DMAF von ihren Marktpreisen wiederum weit abweicht.

Dies könnte insbesondere auf jene zahlreichen Anleihen des DMAF zutreffen, deren Börsenkursniveau deutlich unter pari liegt – bei ca. einem Viertel des Portfolios gar weniger als die Hälfte ihres Nominalbetrages ausmacht –, deren Bewertung zufolge der ihnen offenbar zugeschriebenen manifesten Ausfallgefahr somit besonders „empfindlich“ ist.

Das Fondsmanagement hat öffentlich darauf hingewiesen, dass die oft außerbörslichen Preise höhervolumiger Umsätze „häufig viel besser“,<sup>19</sup> sprich höher seien als die zeitpunktgleichen Börsenkurse. Insoweit würden die Anteilscheine dann „zu günstig“ ausgegeben und rückgenommen.

Einige Großanleger, die womöglich besonders umworben werden, ihre Anteile zu halten, könnten befürchten, dass es gerade ihre Anteile sind, die über Öffnung oder Liquidation entscheiden. Nimmt ein rationaler Großanleger zudem an, das Anleiheportfolio des DMAF sei zu hoch bewertet, wird er seine Anteilscheine nach folgendem Kalkül zur Rücknahme vorlegen:

- Gelingt die Wiederöffnung, generiert er mit seiner Anteilrückgabe zu Lasten des Fondsvermögens liquides Vermögen, das den subjektiven Wert seines zuvor gehaltenen Anteilvermögens übersteigt.
- Misslingt die Wiederöffnung dergestalt knapp, dass sie ohne seine Rücknahmevorlage gelungen wäre, so hat er mit seiner Rücknahmevorlage immerhin verhindert, das Fondsvermögen, an dem er dann ja beteiligt bleibt, durch Anteilrücknahmen „über Wert“ überproportional zu entwerten und diesem liquide Mittel zu entziehen.
- Werden so viele Anteile zur Rücknahme vorgelegt, dass auch ohne sein Rücknahmebegehren eine Wiederöffnung gescheitert wäre, ist seine Maßnahme wertneutral.

Damit ist die Vorlage zur Rücknahme aus seiner Sicht dominant, weil sie in zwei der drei denkmöglichen Ausgänge eine individuell wertstiftende Maßnahme und im dritten Falle wertneutral ist. Dieses oder ein ähnliches Kalkül könnten zahlreiche rationale größere wie auch kleinere Anleger aufmachen. Seine Bedrohung lässt sich nur zerstreuen, wenn Anleger:innen überzeugt sind, das Fondsportfolio sei zumindest adäquat bewertet oder gar unterbewertet.

Insbesondere ein sehr niedriges Börsenkursniveau der Anleihen des DMAF würde diesem helfen, die Zahl der rückgabewilligen Anleger:innen zu verringern. Dies wird am gedanklichen Extremfall eines für alle Anleihen einheitlichen Bewertungskurses von null Prozent deutlich; dann nämlich sanken Fondsvermögen und Anteilwert ebenfalls Richtung null Euro, so dass wohl sämtliche Anleger:innen ihre Anteile in der Hoffnung auf künftige Kursanstiege bzw. Anleihe tilgungen behielten. Mit anderen Worten: Es gibt ein „kritisches“ Bewertungsniveau, ab dem der Anteilspreis so gering wäre, dass die Verlustrealisation einer Anteilscheinerückgabe für die meisten Anteilinhaber:innen nicht mehr in Betracht käme.

---

<sup>19</sup> Vgl. Hock, M., Turbulenzen am Anleihemarkt, in: FAZ vom 22.10.2022.

## **6 Einordnung vierer Dimensionen von Liquidität**

Sowohl für den Fall der Öffnung wie auch der Liquidation sind für den DMAF vier Aspekte von Liquidität zu konstatieren:

### **(1) Liquiditätsreserve (Zahlungsmittelbestand, insb. durch Bankguthaben)**

Um eine Öffnung überstehen zu können, werden zur unverzüglichen Erfüllung eines mutmaßlich hohen Prozentsatzes zur Rücknahme vorgelegter Anteilscheine entsprechende Zahlungsmittel verfügbar sein müssen; im Falle der Liquidation wird gar das gesamte Fondsvermögen in Zahlungsmittel umzuwandeln sein.

Um wiederum diese wie jene Anforderung möglichst zügig erfüllen zu können, kommt der zweite Aspekt von Liquidität ins Spiel, nämlich die oben schon angedeutete:

### **(2) Handelsliquidität der Anleihen**

Wenn ausreichend Anleihen zu als adäquat ermessenen Preisen hinreichend schnell durch Veräußerungen in Zahlungsmittel transformiert werden können,<sup>20</sup> lässt sich der erforderliche Bestand der Liquiditätsreserve gemäß (1) entsprechend verlässlich steuern, wobei es faktisch auf zwei Unteraspekte ankommt:

(a) Ein wie hoher Abschlag – theoretisch ist, wie erwähnt, auch ein Aufschlag denkmöglich – von der vormaligen Börsennotiz dabei jeweils als akzeptabel erachtet wird, entspringt subjektiver Beurteilung der jeweiligen Situation des Fonds.

(b) Wie hoch ein tatsächlich sich im Marktgeschehen manifestierender Abschlag ausfiele, ist von (a) weitgehend unabhängig, wobei die öffentlich bekannte Lage des Fonds die Konstellation verschärfen könnte.

So ist etwa denkbar, dass ein Liquidator einen Abschlag von bis zu 10 % für eine bestimmte Anleihe als akzeptabel betrachtet, das von ihm am Markt angebotene nominale Volumen der Anleihe aber erst zu Abschlägen von 20 % ausreichend Nachfrage fände.

Bei zugehörigen Preisverhandlungen wird die fundamentale Einschätzung der Marktteilnehmer:innen zur jeweiligen Anleihe eine wesentliche Rolle spielen, insbesondere die subjektiv zugemessene Ausfallwahrscheinlichkeit. Entsprechende Mechanismen könnten dazu führen, dass sich die bonitätsstärkeren Anleihen des Fonds zügiger veräußern ließen, was wiederum einer Auslese Vorschub leistete, folglich die Qualität der im Portfolio (zunächst) verbleibenden Anleihen sich im Zeitablauf systematisch verringerte. Dieser Aspekt hätte große Bedeutung für den Fall einer Öffnung; im Liquidationsfalle hingegen weniger, weil es dann auf die Liquidationsreihenfolge kaum ankommt – abgesehen vom „eigenen“ Börsenhandel der Anteilscheine des in Liquidation befindlichen DMAF (s.u.).

Wird das Preisniveau respektive der in Rede stehende Börsenkursabschlag als nicht annehmbar eingeordnet, kommt (spätestens) der dritte Aspekt von Liquidität ins Spiel, nämlich die:

### **(3) Selbstliquidationsperiode der Anleihen**

Die Rechtsposition eines Anleihegläubigers ergeht sich im Wesentlichen durch die in der Anleihe verbrieften Zahlungsansprüche, welche in der Regel durch eine endliche Abfolge von

---

<sup>20</sup> Auf die damit berührte Unterscheidung zwischen Liquidität im Sinne der Preisdimension und Liquidität im Sinne der Zeitdimension nach Kempf sei hingewiesen: vgl. Kempf, Wertpapierliquidität und Wertpapierpreise, Wiesbaden 1999, S. 16 - 18.

Zinsansprüchen samt eines zeitlich wie betraglich feststehenden Tilgungsanspruches definiert sind, welcher bei vielen Anleihen im DMAF in näherer Zukunft (ca. null bis drei Jahren) heranrückt. Das wiederum versetzte insbesondere einen Liquidator in die Lage, als zu niedrig erachtete Kaufangebote auszuschlagen in Hoffnung auf eine Realisierung der nämlichen Zahlungsansprüche und damit einhergehend höheren Zahlungserlösen als im Verkaufsfalle zum verschmähten Niedrigpreis. Freilich kann dieses Kalkül durch Zahlungsschwierigkeiten oder gar Insolvenzen bei den Anleiheemittenten empfindlich gestört werden. Auch besteht bei Mittelstandsanleihen des Öfteren die nicht nur theoretische Möglichkeit, dass Versammlungen der Anleihegläubiger nach § 5 Schuldverschreibungsgesetz mit qualifizierter Mehrheit eine Verlängerung der Anleihelaufzeit beschließen.

#### **(4) Handelsliquidität der DMAF-Anteilscheine**

Die Anteilscheine des DMAF sind selbst börsliches Handelsobjekt. Zwar steht deren Handelsliquidität nicht in unmittelbarer Verbindung zu den obigen Liquiditätsaspekten beim Fonds als solchem. Jedoch gibt dieser Anteilscheinhandel einen besser als den Fonds beobachtbaren Nebenschauplatz. Sein Handelsgeschehen läßt ein, das Schicksal des DMAF im Urteil des Kapitalmarktes zu betrachten. Eine tiefere Analyse des Anteilscheinhandels soll hier nicht angestellt werden, gleichwohl sei festgehalten:

Kurz nach der Schließung des DMAF notierten seine Anteilscheine noch recht nahe am Niveau des letztmaligen Rücknahmepreises. Mit zunehmender Schließungsdauer bröckelte das Kursniveau jedoch, ein mögliches Indiz von wachsender Skepsis bezüglich einer Wiederöffnung oder auch Reflexion eines geringeren Kursniveaus mancher Mittelstandsanleihen. Nach zwischenzeitlichen Tiefstkursen unter 20 Euro erholte sich der Kurs bis auf ca. 23 Euro, ehe die Nachricht der Liquidation (vgl. Fn. 4) herein- und mit ihr der Kurs zusammenbrach auf etwa 13 bis 15 Euro.

Diesen Kurseinbruch kann man

- zum einen dem Signalcharakter der Liquidationsnachricht bezüglich einer mutmaßlichen Geringschätzung der Fondsqualität zuschreiben,
- zum anderen dem Ende börslicher Spekulation auf eine Öffnung des Fonds, weil der Kurs fortan stärker auf die fundamentale Einschätzung des Fondsportfolios zurückgeworfen ist.

Einem Öffnungsspekulanten kann die fundamentale Qualität insoweit gleichgültig sein, wie er darauf vertraut, dass nach einer Öffnung die Rückgabe seiner zuvor börslich erworbenen Anteilscheine zu jenem mutmaßlich den vormaligen Börsenkurs übersteigenden Rücknahmepreis möglich wäre, der sich aus den – wie auch immer zustandekommenden – Börsenkursnotizen der Fondsanleihen speist.

All dies referierte Börsengeschehen trug sich zu mit Tagesumsatzvolumina von oftmals nur wenigen hundert Stück mit Ausnahme jenes Tages (und einiger Folgetage), welcher von der Liquidation kündete (mit ca. 50.000 Stück mehr als 1 % aller umlaufenden Anteilscheine). Das somit manifestierte Kursniveau entspricht nurmehr knapp 40 % des letzten Rücknahmepreises vor der Schließung. Allerdings kann man mittlerweile von einer weiteren Lageverschlechterung sprechen, wie abschließend skizziert sei:

## 7 Update Juni 2023

Gegen Ende Juni 2023 indiziert das oben fortgeschriebene Portfolio im Vergleich zu den dort tabellierten Börsenkursen aus dem Vormonat eine weitere Wertverringerung um rund 5 Mio. Euro. Bewertet man die dort mit hälftigem Nominalbetrag womöglich zu hoch erfasste Immobilienanleihe (Fn. 9) eingedenk der weiter schwelenden Probleme in diesem Sektor<sup>21</sup> vorsichtshalber mit null, stünde nunmehr insoweit ein Portfoliowert von rund 90 Mio. Euro zu Buche (daneben wohl etwas Liquidität).

Die zentrale Frage bleibt, bis wann und zu welchem Betrag das Anleiheportfolio in Liquidität umgewandelt sein wird. Die Antwort des börslichen DMAF-Anteilscheinhandels gibt bei geschätzt ca. 3,6 Mio. Stück Anteilscheinen eine Marktkapitalisierung des DMAF bei Kursen von knapp 14 € die runde Zahl von 50 Mio. Freilich darf man unterstellen, dass die börsliche Käuferseite eine nicht vernachlässigbare Risikoprämie einpreist, also mit einem späteren Rückfluss aus der Liquidation – oder gar Öffnung? – von mehr als 14 € respektive 50 Mio. rechnet.

Die insoweit aufscheinende, mit gut 40 Mio. € oder fast 50 % Discount bezifferte Differenz zwischen

- mit Hilfe von Anleihebörsenkursen (bzw. Kurstaxen!) geschätztem Fondswert einerseits und
- der börslichen Anteilscheinbewertung andererseits

ist zerlegbar in

- 1) die Erwartung geringerer Anleiheveräußerungserlöse im Vergleich zur Börsennotiz einerseits und
- 2) die geforderte Risikoprämie im je individuellen Kalkül eines den börslichen Anteilscheinpreis „repräsentierenden“ durchschnittlichen Börsenkäufers.

Eine numerische Schätzung dieser beiden Teileffekte ist eine fast spekulative Übung, die hier unterlassen sei. Fest steht aber, dass man es eben mit zweierlei Abschlägen zu tun hat, was die hoch anmutende Differenz relativiert. Dass ein beträchtlicher Teil auf den hier unter 1) subsumierten Effekt entfallen mag, würde nicht verwundern. Denn die Verhandlungsposition des DMAF bei der Suche nach Käufern für seine Anleihen legt im aktuellen Marktumfeld für Mittelstandsanleihen<sup>22</sup> nahe, dass die nachmaligen Käufer nur um die Einräumung eines erheblichen Abschlages auf die börsliche Kursindikation zu gewinnen sein werden.

Außerdem mögen die Börsenakteure womöglich über bessere bzw. aktuellere Informationen verfügen als jene nach der hier angestellten Portfoliofortschreibung. Womöglich wissen die Börsenkäufer genauer, welche Anleihen sich tatsächlich noch im Portfolio des DMAF befinden. Ebenso ist denkbar, dass einige Akteure zufolge näherer Informationen oder ausgiebiger Einzelanalysen gute Gründe gefunden haben mögen, den Wert einer (mutmaßlich) im DMAF befindlichen Anleihe anders zu bewerten als es der jeweilige börsliche Anleihekurs indizierte.

---

21 Vgl. jüngst auch Hock, M., Hohe Zinsen, hohe Risiken, FAZ vom 22.06.2023.

22 Einen aktuellen Einblick vermittelt Hock, M., Hohe Zinsen, hohe Risiken, FAZ vom 22.06.2023.

Relevant im Kontext solcher Überlegungen ist zudem der hier kaum einschätzbare Informationsstand der letztlich kursbestimmenden Akteure im Anteilscheinhandel; das sind in der Regel jene, welche die höchsten Nachfragepreise (Geldkurse) bei der Anteilscheinorder aufgeben.

## **8 Schluss**

Eine der zwischenzeitlichen Liquidationsnachricht zum Trotz von Teilen der Investierten begehrte Öffnung des Fonds begegnet angesichts seiner Biographie, insb. der Rücknahmehistorie und Wertentwicklung Schwierigkeiten, die mit dem üblichen Konzept der täglichen Rückgabemöglichkeit der Anteilscheine bei wenig liquidem Anleihehandel nach der hiesigen Analyse nur schwer überwindbar scheinen.

Die Kluft zwischen der börslichen Bewertung der Anteilscheine einerseits und des geschätzten Anleihebestandes andererseits mutet mit weniger als 50 % eingedenk der folgend in Frageform gekleideten Unsicherheiten noch nicht einmal außergewöhnlich hoch an:

- Welche Anleihen befinden sich derzeit noch im Portfolio?
- Wie groß sind die mutmaßlichen Beträge und Vorzeichen der Unterschiede zwischen Börsenkurs und Veräußerungspreis für die einzelnen Anleihen?
- Zu welchen Zeitpunkten werden die Anleihen veräußert werden?
- Wie hoch ist die exakte Anzahl der Anteilscheine aller Klassen?
- Über welche Bankguthaben verfügt der DMAF aktuell?
- Mit welchem Betrag sind die Kosten der Liquidation – ggf. über die laufenden Kosten hinaus – anzusetzen?

In Kontext dieses Fragenkatalogs lässt die jüngste Pressemeldung<sup>23</sup> vom 27.06.2023 des wesentlich kleineren, offenbar (noch?) geöffneten Schwesterfonds des DMAF (Europäischer Mittelstandsanleihen FONDS) aufhorchen: Gemeldet wird die Veräußerung der auch im (fortgeschriebenen) Portfolio des DMAF erheblich vertretenen (5 Mio. Euro nominal) 7,5%-Anleihe der PORR AG (WKN A3KYYZ) „im Rahmen der Portfolio-Optimierung“. Die Meldung beschränkt sich allerdings auf den Tatbestand der Veräußerung und lässt die so wesentliche (Preis-) Frage unbeantwortet.

## **Quellenverzeichnis**

EQS News (2023): Kanzlei Schirp & Partner bündelt die Interessen der Anleger des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS (22.06.2023).

Hock, Martin (2022): Turbulenzen am Anleihemarkt, in: faz.net vom 22.10.2022.

Hock, Martin (2023): Hohe Zinsen, hohe Risiken, in: faz.net vom 22.06.2023.

IPConcept S.A. (2022): Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS (2022): Halbjahresbericht zum 30. Juni 2022, Luxemburg.

---

<sup>23</sup> Vgl. [presetext.com/news/20230627025](https://www.presetext.com/news/20230627025), KFM Deutsche Mittelstand AG: Europäischer Mittelstandsanleihen FONDS (WKN A2PF0P) verkauft die 7,50%- PORR-Anleihe.

IPConcept S.A. (2023): Mitteilung an die Anleger des Fonds Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS, Strassen (Luxemburg) vom 18. Januar 2023.

IPConcept S.A. (2023): Mitteilung an die Anleger des Fonds Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS, Strassen (Luxemburg) vom 14. Juni 2023.

Kempf, Alexander (1999): Wertpapierliquidität und Wertpapierpreise, Wiesbaden.

KFM Deutsche Mittelstand AG (2022): Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS, Jahresbericht zum 31. Dezember 2021, Düsseldorf.

KFM Deutsche Mittelstand AG (2023): Pressemitteilung zur Aussetzung der Berechnung des Anteilswertes des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS (WKN A1W5T2), Düsseldorf, 19. Januar 2023.

KFM Deutsche Mittelstand AG (2023): Europäischer Mittelstandsanleihen FONDS (WKN A2PF0P) verkauft die 7,50%-PORR-Anleihe, Düsseldorf, [presstext.com/news/20230627025](https://www.presstext.com/news/20230627025).

Roussanov, Nikolai/Ruan, Hongxun/Wie, Yanhao (2020): Mutual Fund Flows and Performance in (Imperfectly) Rational Markets?, Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research.

Securo Pro Lux S.A. (2022): Aussetzung der Berechnung des Nettoinventarwerts für den Verius Capital SCS Sicav Raif Verius Immobilienfinanzierungsfonds, veröffentlicht ad hoc als Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, Luxemburg, übermittelt durch EQS News, 07.12.2022.

Stern Immobilien AG (2023): Stern Immobilien AG wird Anleiheemission nicht durchführen, Rückzahlung der Anleihe 2018-2023 durch Bankfinanzierung in Vorbereitung mit eventueller zeitlicher Verzögerung, Grünwald, übermittelt durch EQS News, 17.05.2023.