

Immobilienanleihen

Dieter Pape

Differenzierung in besicherte Unternehmensanleihen und Hypothekenanleihen

Der Begriff «Immobilienanleihen» ist für die jüngsten Emissionen von immobilienbesicherten Anleihen an den jungen Börsen für Mittelstandsanleihen gebräuchlich geworden. Für den Anleger ist häufig jedoch nicht erkennbar, ob es sich um eine Unternehmensanleihe von Immobilienunternehmen oder um eine Hypothekenanleihe zur Refinanzierung von Bestandsimmobilien handelt.

Auch Pressemitteilungen während der Emission nehmen es bei den Begrifflichkeiten nicht so genau. Deshalb ist der Blick in die Emissionsdokumente unverzichtbar. Diese sollten enthalten

- Wertpapierprospekt mit den Anleihebedingungen,
- Ratinggutachten.

In diesen Dokumenten suche ich des Weiteren nach

- Mittelverwendungsnachweis,
- Track Record der Emittentin beziehungsweise der Initiatorin,
- Bewertungsgutachten für das Sicherungsgut, die Immobilie beziehungsweise das Immobilienportfolio,
- das Rating der Emittentin beziehungsweise der Initiatorin der Anleihe,
- das Rating der Emission selbst,
- Nachweis der direkten Besicherung im Grundbuch der Immobilie.

Nur so erkenne ich die Qualität der Anleihe-Offerte und auch ob tatsächlich eine grundbücherliche Sicherheit eingeräumt wird. Häufig wird auch die Verpfändung von Gesellschaftsanteilen an Objektgesellschaften oder an Spezialfonds als Immobiliensicherheit bezeichnet; verschwiegen wird hierbei gerne, dass auf Objektebene erstrangige Bankverbindlichkeiten bestehen. Die Qualität der Besicherung und deren Bewertbarkeit ist deshalb für die Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe entscheidend.

Es ist häufig zu beobachten, dass das Emissionsrating wegen der Besicherung besser ausfällt, als das Rating der Emittentin. Erfahrungsgemäß fällt jedoch der Wert der Sicherheit im Falle der Insolvenz der Emittentin beziehungsweise des Initiatorunternehmens drastisch. So würde ich es nicht akzeptieren, dass das Emittentenrating im C-Bereich liegt, wie bei der MS

Deutschland Beteiligungsgesellschaft mbH. Wenn das Management versagt oder in der Insolvenz zur Untätigkeit gezwungen ist, fällt das Kartenhaus der Finanzierung häufig in sich zusammen.

EMISSIONSRATING VERSUS EMITTENTENRATING. Für die Ratinganalysten sind Immobilienanleihen eine besondere Herausforderung. Bei besicherten Unternehmensanleihen, sind sie konfrontiert mit der besonderen Problematik der Analyse von Projektentwicklungsunternehmen. Bekanntlich entscheidet sich der Erfolg eines Entwicklungsprojektes erst ganz am Ende einer mehrjährigen Entwicklungsdauer. Kalkulierte Gewinne werden schnell durch Zinsen oder durch Gewährleistungsansprüche aufgefressen. Die Bewertungsspielräume in den Handelsbilanzen sind deshalb groß und für Ratinganalysten zum Teil nur schwer nachvollziehbar.

Bei Hypothekenanleihen sieht das Zahlenwerk, die Planung von Mieteinnahmen und Ausgaben, etwas einfacher aus. Die Beurteilung dieser Risiken liegt hier in der Qualität der Mieter, der Nachhaltigkeit der kalkulierten Mieteinnahmen auch bei einer späteren Neuvermietung und bei der Höhe der Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten. Einem Blick in die Glaskugel kommt es regelmäßig gleich, das Szenario des Objektverkaufs zum Ende der Laufzeit der Anleihe oder die Chancen der Anschlussfinanzierung zu beurteilen. Der Erfolg eines solchen Szenarios hängt ja wesentlich von den Fähigkeiten des Asset Managements ab.

Deshalb macht das Emissionsrating ohne ein Emittentenrating für den Anleger wenig Sinn. Bei Objektgesellschaften als Emittenten ist in das Emittentenrating auch das Mutterunternehmen oder die Initiatorin einzubeziehen.

BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENANLEIHEN. Die im Folgenden genannten Anleihen haben gemeinsam, dass sie mit Immobilien besichert sind. Unterschiedlich ist jedoch das Geschäftsmodell, das mit diesen Anleihen finanziert wird. Investoren fragen sich, unter welchen Bedingungen Kupons in einer Größenordnung von 6,10 Prozent bis 7,75 Prozent bedient werden können. Einzig bei DIC Asset AG steht eine 5 vor dem Komma. Handelt es sich um die Finanzierung von Entwicklern, die für die Nachrangfinanzierung bei Banken zweistellige Zinsraten zu bezahlen haben? Oder handelt es sich um die Finanzierung von Bestandsimmobilien mit nachhaltigem Cash-flow? Zu den jüngeren Emissionen zählt die Anleihe für das Hotel- und Büroentwicklungsobjekt in Stuttgart, Cloud 7. Sie dient der Finanzierung der Entwicklung eines Großobjekts; also eine Ein-Objekt-Finanzierung mit vollem Entwicklerrisiko. Die Anleihe soll voll platziert sein. Der Kupon von 6,0 Prozent ist für die Initiatoren ein Schnäppchen.

TABELLE 1

Tabelle 1: Immobilienanleihen in Mittelstandssegmenten			
Emittent	Kupon	Kurs 8.9.13	Rendite
ADLER Real Estate 2013/2018	8,75%	100,10%	8,70%
Cloud No 7 2013/2017	6,00%	103,00%	5,10%
DIC Asset 2011/2016	5,88%	101,95%	5,10%
DIC Asset 2013/2018	5,75%	101,40%	5,40%
Euroboden 2013/2018	7,38%	100,00%	7,40%
EYEMAXX I 2011/2016	7,50%	105,50%	5,40%
EYEMAXX II 2012/2017	7,75%	103,10%	5,90%
EYEMAXX III 2013/2019	7,88%	99,95%	8,00%
Golden Gate 2011/2014	6,50%	100,00%	6,50%
Grand City Prop. 2013/2020	6,25%	101,00%	6,20%
HAHN-Immobilien 2012/2017	6,25%	106,00%	4,70%
IPSAK 2012/2019	6,75%	101,87%	6,50%
Peach Property 2011/2012	6,60%	99,00%	7,00%
Stern Immobilien 2013/2018	6,25%	100,30%	6,20%
TAG Immobilien 2013/2018	5,13%	104,48%	4,10%

TABELLE 2

Tabelle 2: Im Freiverkehr notierte Immobilienanleihe			
Emittent	Kupon	Kurs 8.9.13	Rendite
ARISTON 2011/2016	7,25%	78,00%	19,00%
AVW Grund 2011/2015	6,10%	99,00%	6,60%
Immofinanz 2012/2017	5,25%	103,50%	4,20%

BEGRIFFE ZUR IMMOBILIENANLEIHE. Die Unternehmensanleihe von Immobilienunternehmen wird in dem Ratingbericht zur Anleihe der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG als Asset Based Finance bezeichnet. In dem Credit Researchbericht für die EYMAXX Real Estate AG finden wir die Begriffe Unternehmensanleihe/grundschuldbesicherte Anleihe. Es handelt sich also um Instrumente der Unternehmensfinanzierung mit Besicherung durch Grundschulden auf Immobilienvermögen des Unternehmens. Hierunter fallen jedoch nicht nur Anleihen von Immobilienentwicklern. Auch die Anleihefinanzierung von Unternehmen mit anderem Geschäftszweck könnte durch Grundschulden auf Immobilienvermögen besichert werden.

Wikipedia kennt den Begriff Immobilienanleihe. Zitat: «Eine Hypothekenanleihe, auch Immobilienanleihe genannt, ist ein festverzinsliches Wertpapier, das durch Grundpfandrechte besichert ist.» Hypothekenanleihen beziehungsweise Immobilienanleihen werden zugunsten der Anleihegläubiger üblicherweise

mit folgenden Sicherungsmechanismen ausgestattet: Erstrangige und nachrangige Eintragung im Grundbuch und Abtretung der Mieteinnahmen, der als Sicherheit unterlegten Immobilien zugunsten eines Treuhänders, zumeist eines Rechtsanwalts, der die dinglichen Sicherheiten verwahrt. Häufig bezieht sich die Immobilienanleihe auf ein bekanntes und konkretes Investitionsobjekt beziehungsweise auf ein Immobilienportfolio. Die Mittelverwendungskontrolle durch den Treuhänder dient der Sicherstellung der zweckgerechten Verwendung, der durch die Anleiheemission eingeworbenen Gelder.

Hypothekenanleihen sind nicht zu verwechseln mit Hypothekendarlehen. Pfandbriefe vermitteln den Anlegern Ansprüche aus Hypotheken im ersten Rang. Es gelten die strengen Rechtsvorschriften des Pfandbriefgesetzes. Sie dürfen nur von Pfandbriefbanken emittiert werden. Diese unterliegen der strengen gesetzlichen Aufsicht der BaFin und können für mündelsicher erklärt werden. Nicht mehr als 60 Prozent des Beleihungswertes werden hierbei beliehen. Der Pfandbrief ist jedoch die Anleihe einer Pfandbriefbank. Sie vermittelt keine unmittelbare Besicherung an Immobilien. Als Sicherheit dient die sogenannte Deckungsmasse. Diese besteht aus Hypothekendarlehen, öffentlichen Pfandbriefen, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen. Bei einem Vergleich von Covered Bonds, die international gebräuchlich sind, und deutschen Pfandbriefen sind allein letztere gesetzlich abgesichert und kontrolliert. Covered Bonds sind häufig bei der Verzinsung attraktiver. Da die Ausgestaltung nicht gesetzlich vorgegeben ist, sind die Freiheitsgrade bei der vertraglichen Absicherung zum Teil erheblich. Der Covered Bond gewährt üblicherweise auch keine direkt Besicherung auf eine Immobilie. Er wird besichert durch Kredite, die zum Zwecke unterschiedlicher Investitionsvorhaben der Wohnungswirtschaft, der gewerblichen Wirtschaft oder der öffentlichen Hand begeben werden.

AUSGEWÄHLTE BEISPIELE FÜR UNTERNEHMENSANLEIHEN VON IMMOBILIENUNTERNEHMEN.

Anschaulich werden die Finanzierungsformen von Immobilienanleihen mittels Anleihen beim Blick in die Emissionsprospekte einiger ausgewählter Emittenten. Die Anleihe der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG wird korrekt als Unternehmensanleihe vorgestellt. Die Besicherung erfolgt jedoch nicht auf bestimmten Immobilien. Zur Sicherstellung der Ansprüche der Anleihegläubiger auf Rückzahlung der Inhaber-Teilschuldverschreibungen und auf halbjährliche Zinszahlungen wurden Beteiligungen an Tochtergesellschaften der Emittentin erstrangig verpfändet. Konkret sind dies Spezialfonds-Anteile an HAHN FCP-FIS-German Retail Fund und MERK German SuperStore. Hinzu kommen verpfändete Kommanditanteile an Objektgesellschaften, 9 an der Zahl. Das Emissionsvolumen von 20 Millionen Euro wird so besichert mit einem Portfolio von Anteilen an Immobilienfonds beziehungsweise Gesellschaften, die ihrerseits üblicherweise erstrangige Kreditverbindlichkeiten für die Objektfinanzierung aufnehmen. In dem Ratingbericht wird eine Überdeckung des Wertes dieses Portfolios mit 21,3 Millionen gegenüber dem Emissionsvolumen von 20,0 Millionen dargestellt. Die geplanten/prospektierten Ausschüttungen sollen in Summe Euro 1.308.580 betragen und den Kupon von Euro 1.250.000, die Zinszahlungen auf die Anleihe, überdecken. Zusätzlich verpfändete Gelder von Euro 80.000 per anno ergeben einen Deckungsgrad von 111,89

Prozent gegenüber den Belastungen der Emittentin aufgrund der Anleihe. Diese Sicherungsmaßnahmen im Interesse der Anleger dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, dass das operative Risiko der Emittentin als Immobilienentwickler im Falle der Krise auch Einfluss hat auf die Bewertung der verpfändeten Anteile, wenn eine Verwertung unter Zwang geschehen muss. Irreführend ist meines Erachtens auch die Aussage einer erstrangigen Besicherung. Der Anleger versteht hierunter den ersten Rang im Grundbuch und nicht, wie hier geschehen, die erstrangige Verpfändung von Anteilen an Immobiliengesellschaften, die ihrerseits Kredite aufnehmen, welche erstrangig in den Objektgrundbüchern eingetragen sind. So ist für diese Anleihe tatsächlich die strukturelle Nachrangigkeit gegeben. Hinzu kommen die operativen Risiken aus dem Entwicklergeschäft.

Die Emittentin der Anleihe CLOUD No 7, die Objektgesellschaft CLOUD No 7 GmbH, besichert diese im ersten Rang an ihrem einzigen Objekt, einem noch zu errichtenden Hochhaus in Zentrumslage von Stuttgart, 18 Etagen mit First-Class-Hotel und exklusiven Wohnungen, durch Buchgrundschulden in Höhe von 40 Millionen Euro. Hinzu kommt die Abtretung von Pachteinahmen und Einnahmen aus den Wohnungsverkäufen. Ein Treuhänder verwaltet diese Sicherheiten. Fließen die erwarteten Kaufpreise der Wohnappartements und die abgetretene Hotelpacht wie geplant zu, so kann der Kupon der Anleihe alleine hieraus bedient werden. Die Rückzahlung der Anleihe im Jahre 2017 hängt im Wesentlichen davon ab, dass die Emittentin bei der Entwicklung des Hotel- und Wohn-Turmes den gewünschten Erfolg hat. Bei einer Zwangsverwertung der Sicherheit jedoch können die Wertverluste der Immobilie dazu führen, dass der Verkaufspreis nicht ausreicht um den besicherten Anleihebetrag abzudecken. Entscheidend ist also, dass das Management die operativen Risiken aus der Geschäftstätigkeit des Erwerbs von Gewerbe- und Wohnimmobilien mit dem Ziel, diese gewinnbringend weiter zu veräußern, beherrschen. Eine strukturelle Nachrangigkeit ist aufgrund der erstrangigen Absicherung auf der Immobilie nicht erkennbar. Die Einnahmen aus Wohnungsverkäufen und die künftigen Pachteinahmen des Hotels werden aufgrund der Zession des Treuhandvertrages auf das Treuhandkonto bezahlt und erst an die Emittentin weitergeleitet, wenn die für die Zinszahlungen der Anleihe vorgesehene Liquidität angesammelt ist.

Die EYMAXX Real Estate AG hat am 11.03.2013 bereits die dritte Anleihe mit einem Emissionsvolumen von 15 Millionen Euro platziert, nach den Emissionen 26.07.2011 25 Millionen Euro und 11.04.2012 11 Millionen Euro. Das Immobilienentwicklungsunternehmen mit dem Fokus auf Gewerbeimmobilien, insbesondere für Handel und Logistik, hat ihr Kerngeschäft in Tschechien, der Slowakei und Polen. Diese Unternehmensanleihe dient vor allem der Realisierung von Entwickler-Projekten und der Sicherung des Liquiditätsbedarfs hierfür. Die Besicherung der Ansprüche erfolgt jedoch durch Hypotheken in Österreich und einer Briefgrundschuld in Deutschland, jeweils im 1. Rang von Logistik- und Büroobjekten samt einzelnen Wohnungen der Emittentin. Die hierüber hinaus eingeräumte Besicherung an dem Schloss Leopoldsdorf nahe Wien ist von Herrn Mag. Dr. Michael Müller, dem Hauptaktionär, zwar gut gemeint, sie irritiert meines Erachtens jedoch die Anleger, zumal die Hypothek auf diesem Spezialobjekt nur nachrangig ist und die Emittentin das Objekt selbst gemietet hat.

Die IMMOFINANZ AG, ansässig in Wien, die knapp die Hälfte ihrer Investments in Österreich und Deutschland getätigt hat, ist mit etwa 50 Prozent in Osteuropa investiert. Sie listete ihre Anleihe 2012/2017 im geregelten Freiverkehr der Wiener Börse, mit einem Kupon in Höhe von 5,25 Prozent. Sie ist das Immobilienunternehmen mit dem geringsten Kupon. Sie begründet dies damit, dass 80 Prozent der Erträge aus der Vermietung von Bestandsimmobilien stammen. Bei einer Eigenkapitalquote von 45,8 Prozent, einem Vermietungsgrad bei Bestandsimmobilien von 90,1 Prozent soll die Mietrendite mit 6,7 Prozent deutlich über den Finanzierungskosten von durchschnittlich 3,63 Prozent liegen. Die Börse honoriert den hohen Bestandsimmobilienanteil mit einem aktuellen Kurs am 30.8.2013 von 103,20 Prozent. Eine Immobilienanleihe (Hypothekenanleihe) ist die Anleihe dennoch nicht. Es fehlt die Besicherung und die Objekt-Exklusivität von Mittelverwendung, Mietzession, Hypothek und Verwertung. Der Konzern finanziert sich auf Objektebene mit erstrangigen Hypothekenkrediten. Diesen Gläubigern sind in der Regel auch die Mieterträge abgetreten. Die Anleihe ist somit strukturell nachrangig. Die Anleihegläubiger tragen das volle Geschäftsrisiko der IMMOFINANZ AG zusammen mit anderen nicht besicherten Gläubigern. Das Beispiel IMMOFINANZ AG zeigt jedoch, dass der Kapitalmarkt sich bei zufriedenstellenden Kennzahlen bzgl. Eigenkapital, Verschuldungsgrad und Interest Coverage Ratio (2012 – 202,7 Prozent, 2011 – 201,3 Prozent) auch mit einer niedrigeren Verzinsung von 5,25 Prozent zufrieden gibt, einer Verzinsung, die ein Bestandshalter bei einem Vermietungsstand von 90 Prozent und mehr bei Investments in gewerblich genutzten Immobilien auch tatsächlich erwirtschaften kann. Bemerkenswert ist auch das Anleihevolumen von 100 Millionen Euro und der Emissionskurs von 103,5 Prozent am 08.09.2013 und einer aktuellen Effektivrendite von 4,2 Prozent. Vergleichbar ist das Geschäftsmodell der Emittentin TAG Immobilien AG, Hamburg. Die Emission von 200 Millionen Euro am 31.07.2013 war offensichtlich erfolgreich. Auch hier die 5,125 Prozent als Kupon bei einem Kurs von 104,48 Prozent effektiv 4,1 Prozent.

SPEZIELLER ANLEIHENTYPUS BESTANDSFINANZIERUNG.

Einen ganz anderen Typus Anleihe hat die AVW Grund AG im November 2011 emittiert. Mit dem Anleihevolumen von 50 Millionen EURO Laufzeit 2011 bis 2015 soll ausschließlich ein Immobilienportfolio von 4 Gewerbeimmobilien in Bremerhaven, Bad Oldesloe, Bornheide und Ratzeburg finanziert werden. Die AVW Grund AG als Emittentin, eine 100 Prozentige Tochtergesellschaft der im Entrystandard notierten AVW Immobilien AG hat keine eigenen unternehmerischen Aktivitäten als Entwickler. Sie fungiert ausschließlich als Bestandshalter der Immobilien, die mit der Anleihe finanziert werden. Die Kaufpreise, der mit den Anleihemitteln entsprechend dem Platzierungserfolg angeschafften Immobilien sollen etwa 90 Prozent des von einem Sachverständigen festgestellten Verkehrswertes betragen, sodass eine 10 Prozentige Überdeckung besteht. Zum Zeitpunkt der Rückzahlung der Anleihe im Jahre 2015 müssen nach dem Prospekt bei Vollplatzierung zumindest mehr als 38 Millionen EURO über neue Refinanzierungen beziehungsweise durch Objektverkäufe erzielt werden. Dies entspricht auf der Basis der angegebenen Verkehrswerte einer LTV-Quote von mehr als 75 Prozent. Hier wird ein realistisches Exitszenario aufgezeigt.

Dennoch bleiben noch Risiken aus Wertschwankungen, die die Anleihegläubiger bei dieser Finanzierungsstruktur unmittelbar treffen könnten. Die Besicherung erfolgt über erstrangige Grundpfandrechte von 40,7 Millionen EURO. Die Mieteinnahmen sind an den Treuhänder abgetreten. Das Restrisiko für die Anleger versucht die Muttergesellschaft, die AVW Immobilien AG, mittels einer Sicherungsgarantie für Kupon und Tilgung abzufedern. Da hier die Mieteinkünfte die Zinsverpflichtungen übersteigen, entspricht diese Emission der vorne beschriebenen Definition der Hypothekenanleihe. Der Kupon in Höhe von 6,1 Prozent erscheint bei Bestandsimmobilien als relativ hoch, besteht doch die Gefahr, dass hiermit auch Ausschüttungen auf die Substanz verbunden sein könnten. Innovativ und attraktiv ist die Beteiligung der Anleihegläubiger an der Indexierung der Mieteinkünfte. Dieses Konzept der AVW Grund AG ist geeignet, den geschlossenen Immobilienfonds Konkurrenz zu machen. Es wird die Immobilie beziehungsweise ein Immobilienportfolio nahezu vollständig mit Anleihemitteln finanziert; die Wertschwankungsrisiken sichert der Initiator. Die Laufzeit von nur 4 Jahren scheint für eine Bestandsfinanzierung sehr kurz zu sein. Das freut unter Umständen die Anleger. Die Risiken, die Rückzahlung zu meistern, sind jedoch hoch.

ZUSAMMENFASSUNG. Die Finanzierung von Unternehmen der Immobilienbranche mit Anleihen, die durch Immobilienvermögen der Emittentin besichert werden, werden als besicherte Unternehmensanleihen, neudeutsch als Asset Based Finance, bezeichnet. Die Renditeerwartungen bei besicherten Unternehmensanleihen orientieren sich am Risiko des Geschäftsmodells der Emittentin. Die Besicherung bedeutet einen gewissen Schutz der Anleihegläubiger im Falle der Insolvenz. Es ist zu beobachten, dass die Kupons etwa 100 Basispunkte geringer sind, als die von unbesicherten Unternehmensanleihen. Die Kurse der meisten Anleihen der Branche Immobilien schwanken um 100 Prozent. Einzelne wie der HAHN Immobilien-Beteiligungs AG, 106,00 Prozent, und die erste Anleihe von EYMAXX bewegen sich bei 105,50 Prozent. Starke Kursverluste sind nicht zu beobachten.

Die Hypothekenanleihe entspricht der klassischen Immobilienobjekt- beziehungsweise Portfoliofinanzierung; sie ist idealerweise im 1. Rang besichert und enthält die Sicherungsabtretung der Mieterträge des besicherten Objekts. Die Immobilienanleihe von AVW Grund AG notiert am 08.09.2013 mit 99,00 Prozent. Die offensichtliche Marktengung des Papiers führte in der Vergangenheit zu Kursausschlägen auf bis 80 Prozent zum Ende des Jahres 2011. Ein Kupon, der 100 Basispunkte und mehr unter denen von Immobilienentwickler-Anleihen liegt, erscheint mir für Bestandshalter-Anleihen als angemessen. Dass dies am Kapitalmarkt durchsetzbar ist, zeigt das Beispiel der IMMOFINANZ AG mit einem Kupon von 5,25 Prozent, und einem aktuellen Kurs von 103,50 Prozent und TAG Immobilien AG mit einem Kupon von 5,125 Prozent bei einem Kurs von 104,48 Prozent.

Was kann von dem Typus Hypothekenanleihen in Zukunft erwartet werden? Die jüngsten Entwicklungen bei den offenen und geschlossenen Immobilienfonds lassen erwarten, dass mit den Hypothekenanleihen eine neue Gattung am Anleihemarkt entsteht, für die eigene Marktsegmente geschaffen werden sollten. Eigene Marktsegmente sind schon allein deshalb erforderlich, da die betriebswirtschaftlichen Analysemethoden für im-

mobilienbesicherte Unternehmensanleihen und für reine Hypothekenanleihen gänzlich andere sind, als die von Unternehmensanleihen.

Geschlossene Fonds gelten als Alternative Investment Fonds (AIF) nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Bei der Prüfung durch die BaFin geht es künftig nicht mehr nur um die formale Prüfung des Prospekts auf Vollständigkeit, sondern auch um materielle Kohärenz und Verständlichkeit. Zudem gelten für geschlossene Fonds jetzt die gleichen Bestimmungen zur Anlegerberatung, Anlegerinformation und -dokumentation, wie bisher etwa bei einer Anlage in Aktien. Deshalb interessieren sich die traditionellen Anbieter von Immobilienfonds für Projektanleihen in der Ausgestaltung einer Hypothekenanleihe. Dies käme den Anlegern entgegen, die keine unternehmerische Beteiligung suchen, sondern einfach eine solide Anlage in einer Immobilie zum Anfassen schätzen, die regelmäßig Erträge bringt. Sind diese Anleihen börsennotiert, so wird das Immobilieninvestment in Form einer Hypothekenanleihe fungibel. Der Spagat, den die offenen Immobilienfonds im Interesse der Fungibilität leisten mussten (Rücknahmeverpflichtung zu Preisen lt. Bewertungsgutachten), ist bei Hypothekenanleihen entbehrlich.

Hypothekenanleihen, die ausschließlich der Finanzierung eines Objektes beziehungsweise eines Immobilienportfolios dienen, benötigen für die Analyse immobilien-spezifische Kennzahlen. Die hohe Kapitalbindung im Verhältnis zu den Umsatzerlösen (Mieterlöse) ist hierbei zu berücksichtigen. So sind die bondspezifischen Kennzahlen nach dem DVFA-Standard in anderer Weise zu interpretieren, als bei operativen Unternehmen. Dies betrifft insbesondere die Kennzahlen zur Verschuldung und die Kennzahlen zur Kapitalstruktur.

Ob sich Hypothekenanleihen eines Portfolios oder von Zweckgesellschaften mit nur einer Immobilie durchsetzen, wird die Zukunft zeigen. Die Transparenz aller wesentlichen Daten des Investments wird entscheidend sein für deren Akzeptanz. Auch sollten die Kupons betriebswirtschaftlich angemessen sein und einer auf Immobilien erträgen ruhenden Finanzierung entsprechen. Unter Transparenz verstehe ich auch ein nachvollziehbares Exitszenario bei der Tilgung der Anleihe. Zu kurze Laufzeiten erschweren erfahrungsgemäß eine für die Tilgung nötige Refinanzierung. Persönlich präferiere ich lang laufende Hypothekenanleihen, die ausschließlich der Finanzierung eines Objektes dienen. Spezielle Marktsegmente an den deutschen Börsen für Hypothekenanleihen würden ein vielseitiges Angebot von solchen Investments sicherstellen. Über die Asset Allocation entscheiden sodann der Investor und sein Vermögensverwalter.

AUTOR

Dieter Pape, Ratinganalyst/Wirtschaftsprüfer

URA Rating Agentur, München

www.ura.de