

Schwerpunkt Alternative Finanzierungen

Besicherte Anleihen: Kein eingebauter Schutz vor Zahlungsausfall

Weil die Bankfinanzierung schwieriger ist, suchen Projektentwickler nach Investoren. Doch auch deren Risikotoleranz sinkt, was sich vor allem in einem schwachen Absatz Geschlossener Fonds widerspiegelt. Unternehmensanleihen können eine alternative Form der Kapitalbeschaffung sein, doch entspricht ihr Rendite-Risiko-Profil häufig nicht dem, was private Anleger suchen. Immer öfter sind deshalb sogenannte besicherte Anleihen im Markt zu sehen. Doch mahnt der Autor, genau zu prüfen, ob tatsächlich ein konkreter Vermögensgegenstand als direkte Sicherheit dient oder damit eine klassische Unternehmensanleihe zusätzlich abgesichert werden soll. Nicht alle Angebote bieten wirklich weniger Risiko. (Red.)

Die Sicherheitsorientierung der Mehrheit der Anleger dürfte voraussichtlich auch im Jahr 2013 der entscheidende Investmenttrend bleiben. Sachwerte sind derzeit die am meisten nachgefragten Anlageformen, und das dürfte sich so schnell nicht ändern. Allerdings sind mit asset-basierten Investmentvehikeln wie Geschlossenen Fonds und Offenen Immobilienfonds derzeit nur selten auskömmliche Renditen zu erwirtschaften. Die Anleger wenden sich daher immer mehr Anleihekonstruktionen zu.

Dabei passt die klassische Unternehmensanleihe, bei der Kupon und Kapitalrückzahlung ausschließlich durch die Innen- und Außenfinanzierungskraft des Unternehmens sichergestellt werden müssen, nicht zur aktuellen Risikotoleranz vieler Anleger. Anders sieht es bei mit Sachwerten unterlegten Anleihekonstruktionen aus, bei denen Kupon und Kapitalrückzahlung durch werthaltige Sicherheiten abgedeckt sind, auf welche die Anleihegläubiger besonderen Zugriff haben. Sie sind vom Rendite-Risiko-Profil wesentlich besser ausbalan-

ciert als klassische Unternehmensanleihen. Scope rechnet mit besicherten Bonds im Umfang von 500 Millionen Euro im Gesamtjahr 2013, Tendenz weiter steigend.

Weniger Risikotoleranz der Investoren

Es ist kein Zufall, dass Projektentwickler wie Hahn und ImmoVation solche Finanzierungslösungen auf der Grundlage assetbasierter Anleihen anstreuen. Die klassischen Finanzierungsinstrumente über Bankkredite stehen nur noch teilweise zur Verfügung. In der Regel reichen Banken zwar noch Anschubfinanzierungen für künftige Projekte aus, nehmen aber Zwischenfinanzierungen im Zuge der steigenden Anforderung an Eigenkapitalunterlegung nicht mehr ohne Weiteres auf die Bücher. Auch findet sich in aller Regel keine Bank, die ein Projekt, beispielsweise eine Immobilie, mit 100 Prozent Beleihung fremdfinanziert. In diese Bresche springen verstärkt Anleger mit der Zeichnung von Anleihen.

Die Investmentstory dahinter klingt gut: Die Anleihen der meist mittelständischen Emittenten erwirtschaften durch ihre stattlichen Kupons deutlich höhere Renditen als Immobilienfonds, weisen eine geringere Volatilität als Aktien auf und punkten mit Sachwerten, beispielsweise mit Immobilien als Sicherheiten im Insolvenzfall. Doch nicht in jedem Fall ist die Sicherheit für den Anleger in dem Umfang, wie sie durch die Terminologie „Besicherung“ suggeriert wird, auch tatsächlich gegeben. Entscheidend für das Risiko, das der Investor bei der Zeich-

nung eingeht, ist die konkrete Ausgestaltung der einzelnen Anleihe. Am Markt anzutreffen sind verschiedene Konstruktionen. Aktuell dominieren vor allem zwei Konzepte: sogenannte „Asset Based Bonds“ und Unternehmensanleihen mit Sachwertbesicherung, auch bekannt als „Secured Corporate Bonds“.

Die Abgrenzung zwischen beiden Anleiheformen ist nicht immer eindeutig, die Übergänge sind zum Teil fließend. Der wesentliche Unterschied: Bei der ersten Anleiheform steht das Asset im Zentrum, bei der zweiten Bondstruktur dient das Asset nur als zusätzliche Absicherung.

Bei einem Asset Based Bond ist der Emittent eine reine Zweckgesellschaft, ein sogenanntes „Special Purpose Vehicle“ (SPV). Diese Gesellschaft dient keinem anderen Zweck als dem, das jeweilige Asset zu finanzieren. Die Anleihezinsen werden mit dem Cash-Flow bedient, den die Bewirtschaftung des Assets generiert. Reicht der Ertrag nicht aus, um den Kupon zu bedienen, oder kann das Kapital am Ende der Laufzeit nicht zurückgezahlt werden, bleibt der Verwertungserlös des Sachwerts, um die Ansprüche der Investoren zu befriedigen.

Asset Based Bonds – Finanzierung von Sachwerten

Bei einem Asset Based Bond steht der Sachwert beziehungsweise der aus dem Asset generierte Cash-Flow im Zentrum der Anlageentscheidung. Das Investment steht und fällt mit der Ertragskraft und der Wertentwicklung des Sachwertes. Der Asset Based Bond ist daher als Alternative zu einem Fondsinvestment zu verstehen. Der Hauptunterschied: Bei einem Fonds sind Anleger Eigenkapitalgeber mit entsprechenden Mitspracherechten, aber auch Verlustrisiken. Bei einem Asset Based Bond hingegen stehen sie auf der Fremdkapitalseite.

Ein aktuelles Beispiel für diese Anleihekategorie ist die Hannover Leasing – Energy Invest I Senior Anleihe mit einem Gesamtvolumen in Höhe von 33 Millio-

Der Autor

Thomas Morgenstern



Chief Operating Officer, Scope Group, und Geschäftsführer, Scope Ratings GmbH, Berlin

nen Euro, mit dem – über Tochtergesellschaften – sieben Photovoltaikanlagen auf Mallorca/Spainien finanziert werden. Die laufenden Einnahmen aus dem Verkauf des Stroms werden verwendet, um Anlegern einen Kupon in Höhe von sechs Prozent per annum auszuzahlen. Ein anderes Beispiel ist die Anleihe des niederländischen Anbieters Haerzathe – Studenten Units I BV mit einem Kupon in Höhe von sieben Prozent per annum, mit der modulare Wohnkomponenten für Studenten in den Niederlanden erworben werden.

Secured Corporate Bond – Stärkung der Firmenbilanz

Bei der zweiten besicherten Anleiheform, den Secured Corporate Bonds, dient die Immobilie oder ein anderes Asset quasi als „Rückgrat“ der Anleihe. Das Asset besitzt für den Bond nur ergänzenden Charakter; die Anleihe wird hier nicht zu seiner Finanzierung aufgelegt. Anleger setzen in erster Linie auf die Bonität des emittierenden Unternehmens, das bei Secured Corporate Bonds keine Zweckgesellschaft ist, sondern ein Unternehmen mit operativem Geschäftsbetrieb. Investoren vertrauen darauf, dass der Kupon und die Rückzahlung der Anleihe durch den Cash-Flow aus dem operativen Geschäft des Unternehmens geleistet werden können.

Bei der Verwendung des Anleihebetrages ist der Emittent eines Secured Corporate Bonds wesentlich freier als im Fall eines Asset Based Bonds. Der erzielte Anleiheerlös wird bei Secured Corporate Bonds in der Regel genutzt, um die Bilanz zu stärken, das heißt um Verbindlichkeiten abzulösen oder um Investitionen zu finanzieren. Aktuelle Beispiele für Secured Corporate Bonds sind die Anleihen der Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG, der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH (IPSAK) und der MS „Deutschland“ Beteiligungsgesellschaft mbH. Bei allen drei Emissionen lag das Scope-Rating der Anleihe durch die zusätzliche Sachwert-Besicherung deutlich über der Bewertung des Emittenten selbst.

Risikofaktoren bei besicherten Anleihekonstruktionen

Auch wenn durch eine entsprechende Besicherung das Risikoprofil einer Unternehmensanleihe deutlich reduziert werden kann, bleiben Secured Corporate

Bonds Schuldverschreibungen von Unternehmen. Die Finanzstruktur und vor allem der Verschuldungsgrad eines Unternehmens können sich während der Anleihelaufzeit stark verändern und damit das Risikoprofil des Secured Corporate Bond erheblich transformieren als das bei einem Asset Based Bond in der Regel der Fall ist.

Sowohl für Asset Based Bonds als auch für Secured Corporate Bonds gilt gleichermaßen: Zum Zeitpunkt der Emission sollten Zinsverpflichtungen und Anlagebeträge zu mehr als 100 Prozent durch aktuelle Cash-Flows und den Wert des Assets abgesichert sein. Darüber hinaus sollte eine Liquiditätsreserve in Höhe einer gesamten jährlichen Zinszahlung vorgehalten werden. Ist das nicht der Fall, besteht das Risiko, dass auftretende negative externe Effekte auf die Anleihegläubiger durchschlagen.

Sollten Ankermieter ausfallen, Solaranlagen wegen eines technischen Defekts keinen Strom produzieren oder Kreuzfahrtschiffe aus konjunkturellen oder Trendgründen nur mit einem Teil der Passagierkapazität auslaufen, dann kann ohne eine entsprechende Liquiditätsreserve die erforderliche Überbrückung bei der Anleihebedienung oft nicht gewährleistet werden.

Wichtig ist darüber hinaus, dass der aktuelle Wert des Sicherungsobjekts nicht nur die Rückzahlung von in der Regel erstangigen Bankkrediten und der betreffenden bei der Besicherung nachrangigen Anleihe zum Zeitpunkt der Emission voll abdeckt, sondern darüber hinaus noch genügend Puffer für eventuelle Wertverluste bei schwankenden Immobilien- und anderen Assetmärkten über die Laufzeit der Anleihe enthält.

Ebenfalls wesentlich für eine hohe Sicherheitseinstufung der Immobilie als Asset ist die Grundbucheintragung, mit der die Rechte der Anleihegläubiger auf die Verwertung des Assets im Fall eines Default festgeschrieben sind. Kommt es zur Insolvenz, können Zeichner eines Secured Corporate Bond die Vermögenswerte des Unternehmens verwerten.

Allerdings sitzen sie dabei mit anderen Gläubigern in einem Boot und müssen sich die Verwertungserlöse teilen. Entscheidend ist in diesem Fall, in welchem Rang die Anleihe eingetragen ist. Sind andere Forderungen vorrangig, etwa die einer finanzierenden Bank, dann existiert ein beträchtliches Risiko, dass

die Anleihezeichner zum Teil oder ganz leer ausgehen. Um das Ausfallrisiko zu reduzieren, können Emittenten zusätzliche Sicherheiten für die Anleiheemission bereitstellen mit dem Effekt, dass die Anleger bei Zahlungsausfall neben der Substanz des Unternehmens die gestellten Sicherheiten vorrangig vor anderen Gläubigern verwerten können.

Sicherheitserhöhend ist ebenfalls die Einschaltung eines Treuhänders, über den im Bedarfsfall die komplette Abwicklung der Sicherheiten erfolgt. Allerdings setzt dies voraus, dass der entsprechende Treuhänder seine Aufgaben auch korrekt wahrnimmt. Bei einigen notleidenden Anleihen aus der jüngsten Vergangenheit wurden daran Zweifel laut. Als zusätzlicher Investitionsschutz wirken auch Verpflichtungserklärungen über den Ausgleich fälliger Zahlungen durch das operative Geschäft, sollte das Sicherungsobjekt selbst in Probleme geraten.

Für einen hohen Sicherheitsstandard ist beispielsweise ein Ergebnisabführungsvertrag notwendig, der den Ausgleich von Negativergebnissen der Tochter durch die Mutter – aber nicht umgekehrt – festschreibt und der im Handelsregister eingetragen wird. Eine „weiche“ Patronatserklärung reicht nicht.

Abschließend ein Wort zu einer anderen, spezifischen Anleihestruktur, die kein ausgewogenes Chance-Risiko-Profil impliziert, die aber mit den beiden oben angesprochenen Anleiheformen gerne verwechselt wird. Gemeint sind Anleihen, bei denen eine erst zu entwickelnde Immobilie als Sicherheit dienen soll. Bei dieser Konstruktion fehlt der Kern des Sicherheitskonzepts: die bereits fließenden Erträge aus der Sachwertbewirtschaftung. Die Risikoeinstufung einer solchen Anleihe ist deshalb deutlich höher anzusetzen.

Solche Konzepte können gefährlich nahe an ein Schneeballsystem herankommen. Mit der Zeichnung einer solchen Anleihestruktur setzt der Anleger alles auf eine Karte, nämlich auf eine potenzielle Wertsteigerung, die der Projektentwickler beim Verkauf der fertiggestellten Immobilie erzielt, und mit der er Bankkredite und Bonds ablösen kann. Gelingt das nicht, etwa weil die Märkte einbrechen, wird das nächste Projekt gestartet – nach dem Prinzip Hoffnung, dass es diesmal klappt. Die Anleger, die die gescheiterten Projekte finanziert haben, bleiben bei diesem Modell jedoch auf der Strecke. ■