

Schwerpunkt Finanzierungsstrukturen im Wandel

Mittelständische Immobilienunternehmen – Anleihen als Alternative zum Bankkredit

Finanzmarktkrise und Bankenregulierung haben Immobilien-Aktiengesellschaften veranlasst, ihre Finanzierung auf eine breitere Basis zu stellen. Dabei kam ihnen entgegen, dass Börsenbetreiber Marktplätze schufen, die es auch kleineren Gesellschaften erlauben, Anleihen zu begeben. Indem die Emittenten zunehmend die Möglichkeiten der Besicherung nutzen, wird zum einen der wachsenden Risikoaversion der Investoren entsprochen. Zum anderen kann die Bonität eines besicherten Bonds deutlich über dem Rating des Emittenten liegen und in der Folge zu günstigeren Finanzierungsbedingungen beitragen, wie die Autoren konstatieren. Trotzdem werden Anleihen aufgrund ihres relativ hohen Aufwands für die meisten Unternehmen Bankkredite nur zum Teil ersetzen können. (Red.)

Börsennotierte Mittelstandsanleihen entwickeln sich neben Bankkredit und Schuldscheindarlehen zu einer echten Finanzierungsalternative – sowohl für Projektentwickler als auch für Bestandshalter. Während große Immobilienunternehmen wie zum Beispiel TAG Immobilien oder GSW Immobilien schon länger auf dieses Mittel der Fremdfinanzierung zurückgreifen, treten mittlerweile auch kleinere Immobiliengesellschaften am Bondmarkt auf. In den vergangenen vier Jahren haben mittelständisch geprägte Immobilienunternehmen bereits ein Anleihevolumen von mehr als einer Milliarde Euro emittiert – das entspricht

rund 15 Prozent des Emissionsvolumens sämtlicher Mittelstandsanleihen. Die Immobilienbranche stellt damit eine der größten Gruppen unter den Emittenten. Im Jahr 2013 hat sich die Emissionstätigkeit weiter intensiviert. Der Anteil mittelständischer Immobilienunternehmen ist auf rund ein Fünftel am gesamten Anleihevolumen in Höhe von 1,7 Milliarden Euro gestiegen. Im kommenden Jahr wird dieser Anteil weiter ansteigen.

Was sind die Gründe für den Trend hin zum Kapitalmarkt? Zum einen mussten zahlreiche Banken in den vergangenen Jahren ihre Bilanzsummen aufgrund höherer Eigenkapitalanforderungen kürzen – und drosselten in der Folge die Kreditvergabe. Für einige mittelständische Immobilienunternehmen wurde Fremdkapital daher zur Mangelware.

Zum anderen haben in den vergangenen Jahren zahlreiche deutsche Börsen speziell auf Mittelständler zugeschnittene Segmente geschaffen, an denen Emittenten zum Beispiel geringeren Publizitätspflichten unterliegen. Durch den verringerten Aufwand wurden Anleiheplatzierungen auch für kleinere Emittenten attraktiv.

Während im Large-Cap-Segment im Immobiliensektor das Gros der Emissionen ein Volumen um die 200 Millionen Euro aufweist, lag das durchschnittliche Emissionsvolumen der mittelständischen Immobilienanleihen unter 50 Millionen Euro. Fast ein Drittel der Anleihen wies sogar ein Emissionsvolumen von 20 Millionen Euro oder weniger auf.

Neben den verringerten Offenlegungspflichten sind für zahlreiche Immobilienunternehmen auch die vergleichsweise moderaten Konditionen attraktiv. Die seit dem Jahr 2010 begebenen Immobilienanleihen wiesen einen durchschnittlichen Kupon in Höhe von 6,5 Prozent auf. Obwohl zahlreiche dieser Anleihen der Finanzierung von tendenziell risikoreicherer Projektentwicklungen dienen, ist der durchschnittliche Kupon 70 Basispunkte niedriger als im Marktdurchschnitt sämtlicher Mittelstandsanleihen.

Moderate Kupons durch Besicherungskonzepte

Erklären lassen sich die moderaten durchschnittlichen Kuponhöhen der Immobilienunternehmen in erster Linie durch den großen Umfang an Besicherungen. Während im Gesamtmarkt nur jede fünfte Mittelstandsanleihe über zusätzliche Sicherheiten verfügt, haben mehr als die Hälfte der Immobilienunternehmen ihre Anleihe mit Grundschulden oder Pfandrechten besichert.

Im Gegensatz zu unbesicherten Unternehmensanleihen können die Anleihegläubiger von besicherten Anleihen die Sicherheiten exklusiv verwerten und aus den Erlösen ihre Ansprüche vor anderen Gläubigern befriedigen. Die Erlösquote – also der Anteil der Forderungen, den Anleiheinvestoren nach Liquidierung sämtlicher Vermögenswerte erhalten – ist bei Anleihen mit werthaltigen Sicherheiten daher in der Regel deutlich höher als bei unbesicherten Unternehmensanleihen. Da Sicherheiten die Wahrscheinlichkeit von hohen Verlusten verringern, akzeptieren Investoren geringere Risikoaufschläge. Besicherungskonzepte tragen somit dem Sicherheitsbedürfnis der Anleger und dem Bedürfnis der Emittenten, die Höhe des Kupons und somit die Finanzierungskosten zu begrenzen, gleichermaßen Rechnung.

Nichtsdestotrotz bieten auch besicherte Anleihekonzerte keinen hundertprozentigen Schutz vor Verlusten. Zum einen gibt es massive Unterschiede in der

Die Autoren

Sebastian Zank

Senior Analyst



Philipp Wass

Senior Analyst Real Estate

Scope Ratings GmbH, Berlin



Werthaltigkeit der gestellten Anleihesicherheiten. Zum anderen kann sich der Wert der Sicherheiten während der Anleihelaufzeit signifikant verändern. Um das Risikoprofil und folglich den Kupon spürbar zu senken, sollten Immobilienanleihen eine Überbesicherung vorweisen. Dabei deckt der aktuelle Wert der Sicherungsobjekte nicht nur die Rückzahlung von Bankkrediten und der Anleihe voll ab, vielmehr gibt es noch genügend Puffer für eventuelle Wertverluste bei schwankenden Assetmärkten über die Laufzeit der Anleihe.

Ausfallwahrscheinlichkeit und Anleihesicherheiten

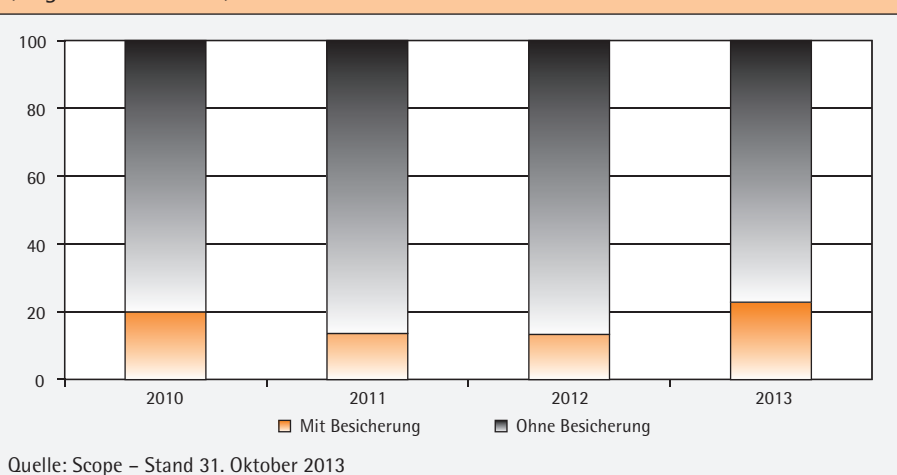
Um die Risiken von Unternehmensanleihen einschätzen zu können, bewerten Ratingagenturen wie Scope neben der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten (Probability of Default) stets auch die Werthaltigkeit und die Verwertungsmöglichkeit der Anleihesicherheiten (Recovery Rating). Das Anleihe-Rating spiegelt daher neben der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten stets auch die erwartete Recovery Rate wider. Insbesondere Emittenten mit einem hohen Kredit-Risiko-Profil können mit umfangreichen und werthaltigen Besicherungen die laufenden Kosten (Kupon) der Anleihe senken. Dies gilt vor allem für kleinere Unternehmen, da sie im Vergleich mit Großunternehmen in der Tendenz ein höheres Risikoprofil aufweisen. Zur Beurteilung der Anleihesicherheit sind im Ratingprozess vor allem folgende Fragen relevant:

- Wie hoch ist der gutachterlich ermittelte Wert der gestellten Sicherheit und in welcher Relation steht er zum Anleihenennbetrag?
- Wie entwickelt sich der Wert der Sicherheit über die Anleihelaufzeit?
- Welchen Rang haben ins Grundbuch eingetragene Sicherheiten?
- Welche Möglichkeiten der Verwertung der Sicherheit gibt es?

Fallbeispiele Hahn und IPSAK

Welche Wirkungen eine Besicherung auf das Risikoprofil einer Immobilienanleihe haben kann, verdeutlichen zwei Fallbeispiele. Die von der Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG gegebene Anleihe mit

Abbildung 1: Anteil besicherter Anleihen am Emissionsvolumen (Angaben in Prozent)



einem Volumen von 20 Millionen Euro wird von Scope aktuell mit der Ratingnote „A minus“ bewertet. Das reine Emittenten-Rating liegt aktuell jedoch im Sub-Investment-Bereich – also unterhalb der Ratingnote „BBB minus“.

Erst die umfangreiche Besicherung hebt das Gesamt-Rating deutlich ins Investment-Grade. Als Sicherheiten dienen treuhänderisch verwaltete Spezialfondsanteile sowie Anteilen an Objektgesellschaften. Zusätzlich wurden die Erträge aus den Spezialfondsanteilen und den Objektgesellschaften an die Anleihegläubiger verpfändet und dienen zur Begleichung des Kupons und der Rückzahlung.

Ein weiteres Beispiel ist die Anleihe der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbh (IPSAK). Für das Gesamtrating „A-“ ist ebenfalls die sehr gute Besicherung der Anleihe ausschlaggebend. Die Inhaberteilschuldverschreibung ist durch eine

Grundschrift besichert. Der gutachterliche ermittelte Wert des Sicherungsobjektes wird auf über 80 Millionen Euro beziffert. Das Anleihevolumen beträgt 30 Millionen Euro. Nach Abzug erstrangiger Bankverbindlichkeiten in Höhe von ebenfalls 30 Millionen Euro verbleibt ein deutlicher Sicherheitspuffer.

Trend zu besicherten Immobilienanleihen

In den vergangenen Monaten gab es im noch jungen Markt für Mittelstandsanleihen eine Reihe von Insolvenzen. Zwar waren davon weit überwiegend Emittenten aus dem Bereich erneuerbarer Energien betroffen, dennoch ist die Risikosensibilität der Investoren in Bezug auf Mittelstandsanleihen auf breiter Front gestiegen.

Ablesen lässt sich dies unter anderem an den insgesamt steigenden Risikoaufschlägen bei Neuemissionen. In Zukunft werden Anleger bei Investitionsentscheidungen Risikoaspekte bei Mittelstandsanleihen noch stärker gewichten. Besicherte Anleihekonzpte werden dabei in der Gunst der Anleger weiter an Boden gewinnen. Immobilienunternehmen können diese Entwicklung nutzen, da sie – im Gegensatz zu Emittenten aus anderen Branchen – häufig werthaltige Sicherheiten anbieten können.

Der Trend zu besicherten Immobilienanleihen mittelständischer Emittenten wird sich aus diesem Grund im Jahr 2014 weiter verstärken.

Abbildung 2: Besicherungsarten bei Mittelstandsanleihen (Angaben in Prozent)

