



RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

VON VOLKER KEMPF, PARTNER,
UND KOLJA SCHICK, ASSOCIATE,
MAYERHÖFER & CO CORPORATE FINANCE BERATUNG GMBH

Neuer Trend: Erstrangig besicherte Immobilienanleihen

Ein Marktüberblick

Seit Einführung der Mittelstandsanleihen werden immer wieder sogenannte Immobilienanleihen platziert. Überwiegend handelt es sich dabei um Emittenten, die rückblickend betrachtet vorher nur einem kleinen Kreis von Immobilienexperten bekannt waren und insbesondere mit der hohen Sicherheit ihrer Anleihe werben. Bei einer etwas differenzierteren Betrachtung ist allerdings festzustellen, dass es höchst unterschiedliche Ausgestaltungsvarianten von Immobilienanleihen gibt.

Nur wenige Immobilienanleihen sind erstrangig grundpfandrechtlich besichert

Wenn man über Immobilienanleihen im Allgemeinen spricht, ist insbesondere zwischen grundpfandrechtlich und nicht-grundpfandrechtlich besicherten Anleihen zu unterscheiden. Oft wird dieser Unterschied nur beiläufig erwähnt. Er kann jedoch, was die Qualität der Besicherung angeht, einen eklatanten Unterschied ausmachen.

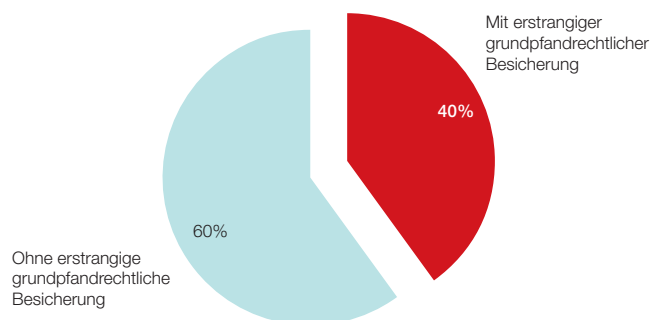
Bei nicht-grundpfandrechtlich besicherten Immobilienanleihen kann der Anleiheerlös als eigenkapitalersetzendes Mittel für die Finanzierung eingesetzt werden. Im Falle einer Insolvenz werden zunächst die erstrangigen Gläubiger (i.d.R. Banken) bedient, womit ein nicht unerhebliches Ausfallrisiko für die Anleihegläubiger entstehen kann.

Bei einer grundpfandrechtlichen Besicherung ist die Anleihe meist erstrangig durch ein Grundpfandrecht besichert, so dass hier die Immobilie bzw. das Projekt wirklich als Verwertungssicherheit dient. Allerdings sind auch hier nicht unerhebliche Ausfallrisiken zu berücksichtigen. Für den Investor ist es also generell wichtig, sich intensiv mit den Anleihebedingungen und der Art der Besicherung auseinanderzusetzen.



Foto: Thinkstock/iStock/zelepukin

Anteil der Immobilienanleihen im Mittelstandssegment mit und ohne erstrangige grundpfandrechtliche Besicherung



Quelle: m&co Research

Die Grafik zeigt, dass der Anteil der Anleihen ohne erstrangig grundpfandrechtliche Besicherung den Anteil der erstrangig grundpfandrechtlich besicherten Anleihen übersteigt. Aus unserer praktischen Erfahrung heraus wird diese Unterscheidung gerade bei Investoren, die nicht aus der Immobilienbranche kommen, nicht immer vollzogen. Allein durch die Verwendung verschiedener Begrifflichkeiten kann es so zu einer Fehleinschätzung der tatsächlichen Besicherung kommen. Wichtig ist jedoch die Feststellung, dass eine nicht erstrangig grundpfandrechtlich besicherte Anleihe nicht

zwangsläufig eine schlechte Qualität aufweist. Dennoch ist eine genaue Abgrenzung wichtig, da im negativen Falle aufgrund der fehlenden Sicherheiten böse Überraschungen drohen können.

Übersicht der Immobilienanleihen im Mittelstandssegment, die mit erstrangigen Grundpfandrechten besichert sind						
Emittent	Emissions-jahr	Volumen in Mio. EUR	Kupon	Laufzeit (Jahre)	Anleihen-rating**	Mittelverwendung
Eyemaxx Real Estate AG I	2011	25	7,50%	5	BBB+	Projektentwicklung
Eyemaxx Real Estate AG II	2012	20	7,75%	5	BBB+	Projektentwicklung
Cloud No. 7 GmbH	2013	35	6,00%	4	BBB	Projektentwicklung
GEWA 5 to 1 GmbH & Co. KG	2014	35	6,50%	4	BBB	Projektentwicklung
IPM GmbH & Co. KG*	2014	15	5,00%	5	–	Bestandshaltung
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	2014	25	6,50%	5	BBB-	Projektentwicklung

* Reine Privatplatzierung mit Zulassung im Open Market; ** Erstrating
Quelle: m&co Research

Die Übersicht verdeutlicht, dass die Anzahl erstrangig besicherter Immobilienanleihen immer noch sehr überschaubar ist. Das Jahr 2014 zeigt jedoch einen Trend der Zunahme von Emissionen erstrangig grundpfandrechtlich besicherter Anleihen.

Insbesondere Projektentwickler setzen auf erstrangig besicherte Anleihen

Besonders auffällig ist, dass es sich bei den meisten Emittenten von erstrangig besicherten Anleihen um Projektentwicklungsgesellschaften handelt. Dies ist insofern nicht verwunderlich, da gerade im Projektentwicklungsgeschäft neben hohen Renditen auch hohe Risiken stecken können. Insofern werden i.d.R. Immobilienentwicklungen nur durch Banken finanziert, wenn ein verhältnismäßig hoher Eigenkapitalanteil vorliegt oder Zusatzsicherheiten gestellt werden können.

Insofern müssen sich Investoren über die jeweils projektspezifischen Risiken im Klaren sein, da üblicherweise der Großteil der Emissionserlöse in den Projekten verbaut wird. Somit ist verständlich, dass zusätzlich zu der erstrangigen Besicherung der Anleihen auch weitere Sicherungsinstrumente von den Emittenten angeboten werden. Dies sind zum Beispiel:

- Abtretung von Forderungen
- Verwaltung der Anleihegelder durch einen Treuhänder
- Hinterlegung der Zinszahlung auf einem Treuhandkonto

Hierbei ist hervorzuheben, dass sich die Abtretung von Mietforderungen und die Einsetzung eines Treuhandkontos

mittlerweile als Standards bei mittelständischen Immobilienanleihen etabliert haben. Vielfältigste Gestaltungsmöglichkeiten bei der Besicherung einer Immobilienanleihe machen einen intensiven Blick in den Anleiheprospekt unvermeidlich.

Finanzwirtschaftliche Analysen bei Projektentwicklern oft nicht möglich

Aufgrund des Finanzierungscharakters, insbesondere bei Projektentwicklern, ist eine rein finanzwirtschaftliche Analyse quasi nicht möglich. Zum einen fehlen meist historische Zahlenreihen, zum anderen fehlen aber auch Erfolgskennzahlen wie die EBIT-Marge, da diese in der Projektentwicklung erst nach Abschluss eines Projektes ermittelt werden können.

Übersicht der Emittenten von erstrangig besicherten Immobilienanleihen mit ausgewählten Finanzkennzahlen		
Emittent	Umsatz 2013 in Mio. EUR	EBIT 2013 in Mio. EUR
Cloud No. 7 GmbH	–	-1,3
Eyemaxx Real Estate AG*	2,4	6,7
GEWA 5 to 1 GmbH & Co. KG	–	-0,2
IPM GmbH & Co. KG	2,7	1,1
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	0,3	0,3

* GJ 2012/2013; Quelle: m&co Research

Die Tabelle verdeutlicht noch einmal, dass eine qualitative Analyse der Anleihen aufgrund der dargestellten Finanzkennzahlen für das Jahr 2013 der Projektgesellschaften, wenn überhaupt, nur sehr eingeschränkt möglich ist.

Fazit

Aus der praktischen Erfahrung heraus wird der Trend zur erstrangig besicherten Immobilienanleihe weiter anhalten. Zum einen erkennt die Immobilienbranche zunehmend die Vorzüge einer kapitalmarktorientierten Finanzierung und kann sich damit zum Teil von der traditionellen Bankenabhängigkeit befreien. Zum anderen werden die Anleger mit dem Umgang von Immobilienanleihen insbesondere im Bereich der Projektentwicklung zunehmend erfahrener und professioneller, so dass auch auf Anlegerseite ein steigendes Interesse sowie eine größere Offenheit für diese spezielle Anlageklasse entstehen. Für die weitere Entwicklung erscheint aber vor allem wichtig, dass Anleger eine risiko-adäquate Verzinsung erhalten und über den Verlauf der einzelnen Projekte umfänglich und zeitnah informiert werden, so dass auch bei einem nicht planmäßigen Verlauf entgegenwirkt werden kann. Damit könnten sich erstrangig immobilienbesicherte Anleihen langfristig als eigene Anleiheklasse im Mittelstandssegment etablieren und so zu einer besseren Anleihequalität beitragen.