

Hypothekenanleihen für risikobereite Anleger

Helmut W. Jenkis

Für 2007 vermeldet die WGF ein auf 60,7 Millionen Euro verdoppeltes Bilanzvolumen und einen auf 980 000 Euro (vorläufige Zahlen) gesteigerten Jahresüberschuss. Finanziert wird dieser Erfolg mit Hypothekenanleihen. Eine ideale Kapitalanlage? Der Autor warnt: Die erstrangige Besicherung ist viel zu hoch angesetzt und damit möglicherweise nicht werthaltig. Daher sollten nur risikobereite Anleger in diese Inhaberschuldverschreibungen investieren, meint er und widerspricht damit dem Vormundschaftsgericht Neuß, das dieses Produkt für die Anlage von Mündelgeld für geeignet hält. (Red.)

Kapitalkräftige Anleger haben stets eine hohe Rendite angestrebt und dabei häufig die Sicherheit – den Erhalt – der Kapitalanlage vernachlässigt; Beispiele hierfür waren die Bauherrenmodelle und später die Immobilieninvestitionen mit den hohen Abschreibungen in den neuen Bundesländern. Der kleine oder mittlere Kapitalanleger, der seine mühselig angesammelten Spargroschen anlegt, will diese in der Regel zinstragend als Teil der Altersversorgung erhalten und vermehren. Er sollte von einer Trias ausgehen: Sicherheit, Rentabilität und Liquidität. An absolut erster Stelle müsste die Sicherheit – die Erhaltung des angesparten Kapitals – stehen. Über die Rangfolge Rentabilität und/oder Liquidität kann nur subjektiv entschieden werden, häufig wird dem Ertrag der Vorrang gegeben.

Wer ist die Westfälische Grundbesitz- und Finanzverwaltung AG?

Die Westfälische Grundbesitz und Finanzverwaltung AG (WGF) mit Sitz in Düsseldorf und Zweigstelle in Berlin ist kein Wohnungs- oder Betreuungsunternehmen, sondern ein Immobilienhandelsunternehmen, das Immobilien kauft und verkauft, das sich unabhängig vom Bankensystem ausschließlich über den Kapitalmarkt durch die Ausgabe von Hypothekenanleihen finanziert. Das Unternehmen hat mit den von ihr angebotenen Hypothekenanleihen den Stein der Weisen gefunden, denn diese bieten die hypothekarische Sicherheit, eine überdurchschnittliche Rendite und die tägliche Verfügbarkeit des Sparkapitals. In ihren Merkblättern weist die WGF darauf hin: „Wir haben ein Instrument auf den Markt gebracht, das unserer Meinung nach alle drei Eckpunkte des magischen

Dreiecks bestmöglich erfüllt, da die WGF 6,35 Prozent Hypothekenanleihe Sicherheit, Liquidität und eine hohe Verzinsung bietet.“

Gegründet wurde die WGF im Jahr 2003. Als Aktiengesellschaft unterliegt sie der Pflichtprüfung durch einen Wirtschaftsprüfer oder durch einen vereidigten Buchprüfer. Der Abschlussprüfer (vereidigter Buchprüfer) hat am 8. Juni 2007 den uneingeschränkten Bestätigungsmerk erteilt. Eine Schwestergesellschaft, die Haus & Grund GmbH, übt offensichtlich die Hausbewirtschaftung aus.

In der Zeitschrift „Euro Spezial“ (November 2007, S. 14) wird das Eigenkapital der WGF mit 3,7 Millionen Euro angegeben, in der Bilanz zum 31. Dezember 2006 beläuft sich das gezeichnete Kapital lediglich auf 200 000 Euro (Mitte 2007 erfolgte eine Kapitalerhöhung auf drei Millionen Euro, die eingezahlt sein könnte) zuzüglich einer Kapitalrücklage in Höhe von 700 000 Euro und des Gewinnes 2006 in Höhe von 30 033,92 Euro, mithin insgesamt 930 033,92 Euro. In der Anlage zum Jahresabschluss 2006 wird darauf hingewiesen, dass die stille Einlage der AMISCA Immobilien GmbH – die Geschäftsanteile dieser GmbH werden von der WGF gehalten – eingefordert, aber noch nicht eingezahlt wurde. Dieser Betrag ist in der Position „Forderungen“ enthalten, sodass das Eigenkapital um diesen Betrag zu kür-

Der Autor

Prof. Dr. Helmut W. Jenkis war Präsident der Deutschen Pfandbriefanstalt (Depfa), Frankfurt am Main.

zen ist; somit betrug es Ende 2006 nur 230 033,92 Euro.

Die Anlageerfolge werden nicht nur durch das Produkt, sondern auch durch die Qualität des Managements bestimmt: Vorstandsvorsitzender ist Pino Sergio, der über 16 Jahre Berufserfahrung im Immobiliensektor verfügt, Finanzvorstand ist Hans-Jürgen Friedrich, der auf eine 20-jährige Berufserfahrung im Bankensektor zurückblickt. Den administrativen Unternehmensbereich leitet der Sparkassen-Betriebswirt Paul Zimmer, der in der Sparkassenorganisation und im genossenschaftlichen Bankensektor tätig war.

Das Produkt „Hypothekenanleihe“

In den 18-seitigen Erläuterungen „Fragen und Antworten zu den WGF 6,35 Prozent Hypothekenanleihen“ wird das Produkt als Inhaberschuldverschreibung definiert, die hypothekarisch besichert ist. Wörtlich heißt es: „Eine Inhaberschuldverschreibung ist eine Schuldverschreibung, die auf den Inhaber lautet, das heißt der Inhaber der Schuldverschreibung erhält die Rechte aus ihr. Hypothekarisch besichert bedeutet, dass zur Absicherung der Rückzahlungsansprüche die Inhaber der Immobilien mit Grundschulden beziehungsweise Hypotheken zugunsten der Anleihegläubiger belastet werden.“

Von dem Unternehmen wird immer wieder hervorgehoben, dass die 6,5-prozentige Hypothekenanleihe erstrangig hypothekarisch besichert ist. „Das bedeutet, dass die Anleihegläubiger am ersten Rang eingetragen werden und somit bei einer Verwertung der Immobilie zuerst bedient werden.“ Daher eigne sich die Hypothekenanleihe für alle defensiv orientierten Anleger mit hoher und fester Verzinsung, die zusätzlich eine substantielle Unterlegung ihrer Anlage mit Realwerten – wie Immobilien – bevorzugen.

Sicherheit und Rentabilität der Hypothekenanleihe

Aus der Sicht des Kapitalanlegers sind zwei Aspekte zu unterscheiden: Einmal die Sicherheit einer Kapitalanlage und zum anderen deren Rentabilität. Im Vordergrund der Interessen der Anleger sollte die Sicherheit stehen. Gemäß den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) genehmigten Wertpapierprospekten müssen die einge-

worbenen Gelder für den Erwerb von Immobilien verwendet werden. Die Kunden der WGF, also die Kapitalanleger, werden durch erstrangig eingetragene Grundpfandrechte abgesichert, das bedeutet, dass im Ernstfall die Immobilie zwangsversteigert und der erstrangige Hypothekar zuerst befriedigt wird.

Wert der Erstrangigkeit

Die erste Rangstelle sagt nur darüber etwas aus, in welcher Reihenfolge die Gläubiger befriedigt werden, nicht aber darüber, welche Beträge aus der Zwangsversteigerung zur Verfügung stehen, um die Gläubiger zu befriedigen. Konkret kann dieses folgendes bedeuten: Die Immobilie hat einen Wert von 100 Prozent und ist erstrangig mit 90 Prozent beliehen, in der Zwangsversteigerung werden aber nur 50 Prozent Erlöst, dann werden 40 Prozent nicht bedient. Die erstrangige Besicherung ist nur die rechtliche Position, die nichts über die finanzielle Lage des beliehenen Objektes aussagt. Auch erstrangige Hypothekare können Verluste erleiden. Die von der WGF erworbenen Immobilien werden in Höhe von 90 Prozent des von einem unabhängigen vereidigten Gutachter ermittelten Verkehrswertes erstrangig beliehen. Aber dieser hohe Beleihungssatz entspricht nicht der klassischen erststelligen Hypothek.

Sowohl das Hypothekbankgesetz (HBG) von 1900 (ausgelaufen 2005) als auch das Pfandbriefgesetz (PfandBG) von 2005 haben strenge und vom Vorsichtsprinzip gekennzeichnete Beleihungsprinzipien aufgestellt (§ 16 PfandBG). Vom Herstellungs- oder Anschaffungswert wird vorsorglich ein Sicherheitsabschlag von etwa 20 Prozent vorgenommen, bei älteren Immobilien, bei Instandhaltungsstau, ungünstiger Infrastruktur oder demografischer Struktur kann der Abschlag erhöht werden. Vom reduzierten Wert von 80 Prozent werden nur 60 Prozent, also insgesamt 48 Prozent beliehen. Die empirischen Beleihungswerte liegen aber zwischen 40 und maximal 50 Prozent des Herstellungs- oder Anschaffungswertes. Diese Hypothek wird als die 1a-Hypothek bezeichnet. Wenn eine (Landes-)Bürgschaft vorliegt, dann kann eine Beleihung bis 80 Prozent erfolgen (sogenannte 1b-Hypothek). Der WGF-Beleihungssatz von 90 Prozent ist doppelt so hoch wie bei der klassischen 1a-Hypothek. Die jüngste amerikanische Hypothekenbankkrise hat drastisch die Folgen einer großzügigen Hypothekengewährung vor Augen geführt.

Die WGF hat in ihren Erläuterungen zu den Hypothekendarlehen den Unterschied zu den Pfandbriefhypotheken wie folgt herausgearbeitet: Die Pfandbriefinstitute haben „strenge Regeln bei der Bewertung der Immobilien, die im Ernstfall als Sicherheit herangezogen werden, zu beachten. Die bei den Pfandbriefen vorgenommene, gesetzlich festgelegte Absicherung führt dazu, dass der Anleger ein Höchstmaß an Sicherheit hat. Dafür erhält der Anleger jedoch einen geringeren Zinsertrag.“ Im Umkehrschluss und im Klartext bedeutet dieses, dass die WGF-Hypothekenanleihen nicht die Sicherheit der Pfandbriefhypotheken haben und daher einen höheren Zinssatz bieten, der sozusagen eine Risikoprämie ist. Dieses sollten die Kapitalanleger bei ihren Entscheidungen berücksichtigen.

Die WGF weist in ihren Prospekten wiederholt und nachdrücklich darauf hin, dass sie eine Verzinsung von 6,35 Prozent per annum zusagt, man könnte auch von einer Zinsgarantie sprechen. Im Vergleich dazu liegen die Zinsen der Direktbanken bei einer Mindestanlage von 5 000 oder 10 000 Euro bei 4,0 bis 4,25 Prozent, die WGF zahlt sogar für Kleinanlagen von 500 oder 1 000 Euro 6,35 Prozent. Zusätzlich ist das Unternehmen – im Unterschied zu den Immobilienfonds – anlegerfreundlich, da sie weder eine einmalige Gebühr (Agio) von drei bis fünf Prozent noch eine laufende Gebühr verlangt. Es erhebt sich die Frage, wie die WGF die gegenwärtig ungewöhnlich hohe Zinszusage erwirtschaftet.

Mieteinnahmen

In den „Fragen und Antworten zu den WGF 6,35 Prozent Hypothekenanleihen“ wird die Frage nach der Sicherheit der Zinszahlungen wie folgt beantwortet: Diese sind durch die laufenden Mieteinnahmen, den Immobilienhandel und die Eigenmittel gesichert. Eine Beurteilung der Zinsdeckung aus den Mieteinnahmen ist für einen Außenstehenden nicht möglich, da weder die Miethöhe noch die Höhe der nicht umlagefähigen Kosten bekannt ist. Bei einem Beleihungssatz von 90 Prozent aus den Hypothekenanleihen und dem garantierten Zins von 6,35 Prozent sind Probleme nicht auszuschließen.

Nach Ansicht der WGF wird die Zinsgarantie durch eine aktive Mietpolitik, durch eine Minimierung des Leerstands-

risikos, eine aktive Mietergewinnung und -betreuung und schließlich durch eine zügige Anschlussvermietung flankiert. Bei einer Insolvenz des Mieters wird die Mietkaution herangezogen, die allerdings nur drei Monatsmieten beträgt. Es sind Grundsätze, die mehr oder minder von jedem Vermieter, insbesondere von professionell geleiteten Wohnungsunternehmen, angewandt werden. Die Sicherung des garantierten Zinses wird durch den Immobilienhandel ergänzt. Das Unternehmen kauft Immobilien unter dem Verkehrswert, sodass sich bei einem Verkauf in einem überschaubaren Zeitraum ein Gewinn von mindestens 20 Prozent erzielen lässt.

Verwendung der Anlegergelder

Dass die zweite Tranche schon nach etwas mehr als zwei Jahren aufgelegt wurde, spricht dafür, dass die erste Anleihe bereits vollständig gezeichnet wurde und wahrscheinlich auch Wohnimmobilien gekauft waren. Die „Konstruktion“ der Verwendung der Hypothekenanleihe kann schematisch wie folgt dargestellt werden:

(1) Der Kapitalanleger zahlt den Zeichnungsbetrag an die WGF. Der Mindestbetrag beträgt 500 beziehungsweise 1 000 Euro, es besteht keine Höchstbetragsbegrenzung. Der Kapitalanleger erhält über den gezeichneten Betrag eine Inhaberschuldverschreibung. Es werden erstrangig eingetragene Grundpfandrechte in Höhe von 90 Prozent des ermittelten Verkehrswertes (nicht des Erwerbspreises) sowie 6,35 Prozent per annum Zinsen und die Rückzahlung zu 100 Prozent zu einem bestimmten Termin zugesagt.

(2) Die WGF sammelt diese Beträge, um Wohnimmobilien zu kaufen. Die WGF wird Eigentümerin der Objekte und hat als Unternehmen, das mit Immobilien handelt, das Recht, Objekte zu kaufen und zu verkaufen. Der Kapitalanleger hat offensichtlich keinen Einfluss auf diese Entscheidungen.

(3) Die Grundpfandrechte (Hypotheken) werden nicht zugunsten der WGF, sondern zugunsten des Kapitalanlegers eingetragen (wörtlich: „... dass zugunsten der Anleger erstrangige Grundpfandrechte eingetragen werden.“) Das bedeutet, dass der Kapitalanleger die Funktion eines Kreditinstitutes übernimmt und die sich daraus ergebenden Risiken trägt. Wenn die WGF in Verzug geraten sollte

und den zugesagten Zins und/oder die 100-prozentige Rückzahlung nicht erbringen kann, dann müsste der Kapitalanleger die Zwangsverwaltung oder die Zwangsversteigerung gegen die WGF als Grundstückseigentümerin betreiben. Wenn zum Beispiel im Rahmen der Zwangsverwaltung die Mieteinnahmen nicht den zugesagten Zins von 6,35 Prozent decken oder bei einer Zwangsversteigerung der Erlös die 90-prozentige Beleihung des Verkehrswertes nicht erreicht, dann hat der Kapitalanleger als Hypothekar diese Verluste zu tragen.

Es ist nicht wahrscheinlich, dass jeder Kapitalanleger einzeln an erster Rangstelle im Grundbuch eingetragen wird, denn wenn es sich um Kleinanleger handeln sollte, müssten zehn, zwanzig oder mehr Geldgeber genannt werden. Wie bei den Realkreditinstituten wird aus dem „Topf“ der Einlagen bei der WGF ein Objekt beliehen und nur eine Grundschuld in das Grundbuch eingetragen. Da es denkbar ist, dass ein einzelnes Objekt hinsichtlich der zugesagten Leistungen in Verzug kommt, müsste feststellbar sein, welche Beträge von welchen Kapitalanlegern für dieses Objekt eingesetzt wurden. Das Pfandbriefgesetz schreibt nicht nur ein Deckungsregister (§ 5 PfandBG), sondern auch eine „sichernde Überdeckung“ von zwei Prozent vor (§ 4 PfandBG). Zu diesem Problemkreis machen die Prospekte der WGF keine Aussage.

Die Konstruktion der Hypothekenanleihen enthält potenzielle Risiken für den Kapitalanleger, die er nicht kalkulieren und auch hinsichtlich der Entscheidungsfindung nicht beeinflussen kann. Ob der überdurchschnittlich hohe Zins als Risikoausgleich ausreichend ist, kann nur empirisch beantwortet werden.

Die eingebauten Sicherungen

Die WGF ist kein Kreditinstitut und unterliegt daher weder dem Kreditwesengesetz (KWG) noch dem Pfandbriefgesetz (PfandBG), sie gehört auch nicht der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EDW) an, vielmehr hat sie eine Reihe von eigenen Sicherheitselementen installiert.

An erster Stelle wird immer wieder die Absicherung der Anleihegläubiger durch erstrangige Grundpfandrechte in Höhe von 90 Prozent des ermittelten Verkehrswertes hervorgehoben, und zwar unabhängig davon, zu welchem Preis die Immobilien erworben worden sind. Das

kann folgendes bedeuten: Die WGF erwirbt ein Objekt zu 100 000 Euro, der Verkehrswert wird mit 120 000 Euro ermittelt. Folglich wird ein erstrangiges Grundpfandrecht in Höhe von 90 Prozent von 120 000, also 108 000 Euro eingetragen.

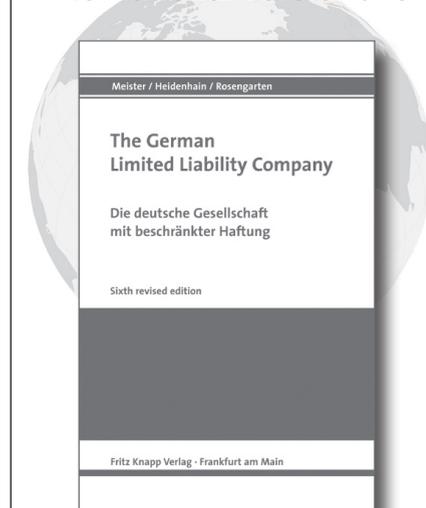
Der Beleihungssatz von 90 Prozent enthält keinen Sicherheitsabschlag, um negative Wertveränderungen aufzufangen. Wenn zum Beispiel aufgrund der Einführung des Energieausweises das Objekt wegen des durchschnittlichen Energieverbrauches die gelbe und wegen der Energieverschwendung die rote Plakette erhält, dann müsste die WGF bei einem Verkauf – dem Immobilienhandel – entweder einen Preisabschlag akzeptieren oder selbst die Wärmedämmung, die Heizungsmodernisierung oder andere Maßnahmen durchführen und finanzieren. Derartige verordnete Entwicklungen können die Werthaltigkeit der erstrangigen Absicherungen relativieren.

Beleihung des Verkehrswertes

Der Verkehrswert wird von einem unabhängigen vereidigten Gutachter ermittelt. Jede Wertermittlung ist auf den jeweiligen Zeitpunkt abgestellt. Um mögliche Wertveränderungen im Zeitablauf annähernd zu erfassen, nehmen die Realkreditinstitute einen pauschalen Abschlag von etwa 20 Prozent vor. Wahrscheinlich wird der WGF-Gutachter nicht nachträglich, sondern bereits bei den Ankaufverhandlungen tätig, um den Erwerbspreis etwa 20 Prozent unter dem Verkehrswert zu ermitteln. Man müsste über empirisches Material verfügen, um festzustellen, ob sich im Zeitablauf zwischen dem Erwerbspreis und dem Verkehrswert eine positive oder negative Differenz entwickelt hat.

Das Unternehmen stellt positiv fest: „Da die WGF AG die Immobilien unter dem Verkehrswert einkauft, ist damit der Anleger meist insgesamt mit zu 100 Prozent seines Anleihekaptals abgesichert.“ Formal trifft dieses zu, dabei ist aber Folgendes zu beachten: Der Erwerbspreis möge 100 000 Euro und der Verkehrswert 120 000 Euro betragen. Da nicht der Erwerbspreis, sondern der Verkehrswert mit 90 Prozent beliehen wird, werden 108 000 Euro aus dem bei der WGF gebildeten Pool entnommen, das bedeutet, dass erstens der Erwerbspreis zu 100 Prozent durch die Kapitalanleger finanziert wird, zweitens die WGF kein Eigenkapital einsetzt und drittens sie

Deutsches Recht international verständlich



The German Limited Liability Company/Die deutsche Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Von Dr. Burkhardt W. Meister, Dr. Martin H. Heidenhain und Dr. Joachim Rosengarten.
6., überarb. und aktual. Aufl. 2005.
320 Seiten, gebunden, 68,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-2952-3.

Alles Wissenswerte über die Gründung, Führung und rechtliche Struktur einer GmbH: von den Geschäftsanteilen über die Kapitalaufbringung, Bestellung und Abberufung der Geschäftsführer sowie deren Rechte und Pflichten bis hin zum Aufsichtsrat. Die detaillierte Einführung in das GmbH-Recht in englischer Sprache erleichtert internationalen Unternehmen und ihren Beratern den Zugang zu diesem wichtigsten Bereich des deutschen Gesellschaftsrechts.

Der deutsch/englische Gesetzestext ist synoptisch angeordnet. Ein umfangreicher zweisprachiger Anhang mit vielen Praxisbeispielen enthält unter anderem das Muster eines Gesellschaftsvertrages und sonstiger Gründungsdokumente einer GmbH, die Gliederung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung.

Fritz Knapp Verlag
Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt
Telefon (069) 97 08 33-21
Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de
www.kreditwesen.de

sogar einen Überschuss von 8 000 Euro erzielt, aus dem die Erwerbskosten (Notar, Grundbuchamt, Steuern) ganz oder teilweise gedeckt werden.

Die ordnungsgemäße Verwendung des Anleihekaptals wird vom Mittelverwendungskontrolleur überwacht: „Nur dann, wenn die Investitionskriterien von der WGF AG streng eingehalten wurden, gibt der Mittelverwendungskontrolleur die Anleihegelder zur Investition frei ...“ Als Investitionskriterien werden die Lage der Immobilie und das Preis-Leistungs-Verhältnis genannt. Wenn die festgelegten Kennziffern im Ergebnis eingehalten wurden, dann entscheidet ein Expertengremium über den Erwerb der Immobilie. Danach muss die WGF dem Mittelverwendungskontrolleur belegen, dass die Investitionskriterien eingehalten wurden; diese werden von ihm selbstständig geprüft. Im Anleiheprospekt wird als Kontrolleur die Rechtsanwaltssozietät Ferdinand Dahlmans in Düsseldorf genannt. Eine weitere Sicherheitsvorkehrung ist die Einschaltung eines Treuhänders: „Die Sicherheiten, die bestellten erstrangig eingetragenen Grundpfandrechte, werden von einem unabhängigen Treuhänder verwaltet. Er achtet darauf, dass die Grundpfandrechte ordnungsgemäß eingetragen werden ... Im Insolvenzfall (der WGF, Anmerkung des Autors) hat der Treuhänder das Recht, die Immobilien aus dem Vermögen der WGF AG auszusondern. Mit der Aussonderung der Immobilien aus der Vermögensmasse der

WGF AG stehen im Rahmen der Zwangsverwaltung beziehungsweise Zwangsverwertung auch die Mieterträge aus den Immobilien zur Verfügung. Der Treuhänder vertritt die Interessen der Anleger.“ Diese Formulierung spricht dafür, dass durch die Einschaltung des Treuhänders ein weitgehender Schutz der Kapitalanleger gegeben ist.

Die laufende Überwachung der WGF und der Hypothekenanleihen

Es wäre aber rechtlich zu prüfen, ob ein Treuhänder ein im Grundbuch eingetragenes Eigentum aussondern darf, wenn der Eigentümer seinen vertraglichen Verpflichtungen – Zins- oder Rückzahlung – nicht nachkommen kann; denn in der Regel hat der Gläubiger in solchen Fällen das Klagerecht bis zur Zwangsverwaltung oder Zwangsversteigerung. Es sei noch angemerkt, dass nur bei der Zwangsverwaltung die Ansprüche des Gläubigers aus den Mieterträgen bedient werden, bei der Zwangsverwertung (Zwangsversteigerung) wird der Erlös auf die Gläubiger verteilt.

Neben den skizzierten intern eingebauten Sicherungselementen hat die WGF auch Sorge für eine laufende Überwachung der Wertentwicklung der Immobilien getragen. Für die Hypothekenanleihe über 20 Millionen Euro (AOAQS) hat die Creditreform Rating AG ein Anfangsrating von BB festgestellt, nach

dem Erwerb der Immobilien und der Absicherung der Anleger wurde das Ratingergebnis am 22. August 2006 auf BBB verbessert. Die Hypothekenanleihe über 30 Millionen Euro (AOJRU) hat gleichfalls ein Anfangsrating mit der Note BB erhalten, nach dem Erwerb der Immobilien ist – wie bei der ersten Anleihe – eine Aufwertung zu erwarten.

Das Vorstandsmitglied Michael Munsch von der Creditreform Rating AG hat im „Euro Spezial“ zum Ratingverfahren im Allgemeinen und zum Rating der WGF im Besonderen Stellung genommen: „Bei einem Rating von BBB ist beispielweise eine Fehlerquote von 0,4 Prozent eingerechnet, das heißt von 250 Fällen darf maximal einer ausfallen. Bei einem Rating von BB ist die Ausfallquote zwischen 1,0 und 1,5 Prozent.“ Munsch hat allerdings nicht das Ratingsystem der Creditreform dargestellt, sodass man nicht die Wertigkeit erkennen kann. Wenn die Klassifikation von Standard & Poor's unterstellt wird, dann ist das Rating von BB bis BBB als nicht sehr hoch einzustufen.

Möglichkeiten und Grenzen von Ratings

Munsch stellt die Grenzen des Ratings bei Start-up-Unternehmen zutreffend dar: „Hier kann man mit einem klassischen Ratingprozess nicht viel ausrichten. Man sieht Pläne, aber keine Resultate. Also muss man eine andere Skala anwenden, um Irrtümer auszuschließen.“ Dem ist beizupflichten. Es erhebt sich aber die Frage, ob über Start-ups Ratingergebnisse veröffentlicht werden sollten. Im Übrigen haben weder die WGF noch die Creditreform angegeben, ob es sich um Emissions-Rating, das sich stets auf einen genau angegebenen Finanztitel eines bestimmten Emittenten bezieht, oder um ein Emittenten-Rating handelt, das eine Meinung über die generelle Fähigkeit eines Emittenten, seinen Zahlungsverpflichtungen uneingeschränkt nachzukommen, darstellt.

Eine weitere extern laufende Überprüfung besteht darin, dass der TÜV Rheinland im März 2007 in Zusammenarbeit mit der dm Wirtschaftskanzlei GmbH in Bielefeld die erste Hypothekenanleihe (20 Millionen Euro) geprüft hat. „Hierbei wurden die Prüffelder wie die Qualifikation des Emittenten und des Managements, die Anlegerverständlichkeit, die Mittelverwendungskontrolle und so weiter geprüft. Im Ergebnis des Prüf- und Zertifizierungsverfahrens von

ServCert TÜV wurde die Plausibilität der ‚WGF 6,35 Prozent Hypothekenanleihe‘ mit dem Prädikat ‚Gut‘ bewertet. Der TÜV Rheinland wird dieses Ergebnis in den nächsten drei Jahren jährlich überprüfen.“ Gemäß Pressemitteilung der WGF vom 30. Oktober 2007 hat der TÜV Rheinland die zweite Anleihe mit „Sehr gut“ bewertet. Es handelt sich um eine Plausibilitätsprüfung, da empirische Werte noch nicht vorlagen.

Richterliche Bestätigung der Mündeltauglichkeit

Die WGF teilt in ihrer Pressemitteilung vom 7. September 2007 mit, dass das Vormundschaftsgericht Neuß die Hypothekenanleihe als Anlage von Mündelgeld für geeignet erklärt hat: „Für die Beurteilung der Mündeltauglichkeit der WGF 6,35 Prozent Hypothekenanleihe (AOJRU) prüfte das Gericht, ob Verzinsung, Absicherung und Verfügbarkeit der Anlage den individuellen Bedürfnissen des Betreuten entspricht. ... Das Vormundschaftsgericht Neuß fällt seine Entscheidung (Aktenzeichen 116XVII R 88) auf der Grundlage der wirtschaftlichen Eckdaten der Anleihe sowie ihrer Struktur mit grundbuchrechtlicher Sicherung.“ Es ist offensichtlich, dass in formaler Hinsicht die erstrangig eingetragene Grundschuld das entscheidende Kriterium für die Beurteilung der Sicherheit ist, nicht dagegen die (ökonomische) Werthaltigkeit.

Gemäß § 1807 BGB soll die Anlage von Mündelgeld unter anderem nur in Forderungen erfolgen, für die eine sichere Hypothek an einem inländischen Grundstück besteht, in Wertpapieren, insbesondere in Pfandbriefen oder bei inländischen öffentlichen Sparkassen, wenn sie zur Anlegung von Mündelgeld für geeignet erklärt sind. Diese BGB-Vorschriften sind durch die „Verordnung über die Mündelsicherheit der Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen“ vom 7. Mai 1940 (zuletzt geändert durch das Pfandbriefgesetz) ergänzt worden. Danach sind zur Anlegung von Mündelgeld gedeckte Schuldverschreibungen (Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe) im Sinne von § 1 PfandBVG geeignet, Inhaberschuldverschreibungen (Hypothekenanleihen) werden nicht genannt.

Ob die von der WGF erwartete Anerkennung der Hypothekenanleihen von anderen Vormundschaftsgerichten erfolgen wird, bleibt abzuwarten.

In der Pressemitteilung vom 7. September 2007 – in der die Entscheidung des Vormundschaftsgerichtes Neuß zitiert wird – weist die WGF darauf hin, dass „die hohe Verzinsung der Hypothekenanleihe mit 6,35 Prozent einen attraktiven Ausgleich für bestehende geringe Marktrisiken (bietet).“

Der Erlanger Ordinarius für Betriebswirtschaftslehre, Professor Wolfgang Gerke, hat im „Euro Spezial“ zu den Chancen und Risiken bemerkt, dass die Immobilienanleihen eine gute Möglichkeit bieten, ein Portfolio zu diversifizieren. Doch: „Der Anleger sollte aber risikobereiter als der Durchschnitt sein. ...Natürlich haben Immobilienanleihen ein höheres Risiko als erstklassige Rentenpapiere.“ Damit sind die ökonomischen Grenzen der „erstklassigen“ grundbuchrechtlichen Absicherung der Hypothekenanleihen aufgezeigt.

Immobilienbestand der Gesellschaft

Die WGF hatte nach eigenen Angaben im November 2007 folgenden Wohnungsbestand:

- Bad Salzflen, Lemgoer Straße 24 a,b,c (69 Wohneinheiten),
- Oberhausen, Neumühler Straße 25 und 27 (12 Wohneinheiten),
- Uslar (150 Wohneinheiten),
- Engelskirchen, Wohlandstraße 3 (24 Wohn- und 5 Gewerbeeinheiten),
- Schwerte (104 Wohneinheiten),
- Lüdenscheid, Knapperstraße 40 und 42 (12 Wohn- und vier Gewerbeeinheiten),
- Hambühren, Bachweg 5 (drei Gewerbeeinheiten),
- Frankfurt am Main, Eschersheimer Landstraße 520/An den Weiden 2a (neun Wohnungen und eine Gewerbeeinheit),
- Datteln (zwei Wohn- und zwei Gewerbeeinheiten),
- Essen, Kölner Straße 75 (15 Wohn- und zwei Gewerbeeinheiten), Kruppstraße 30 (14 Gewerbeeinheiten), Viehofer Platz 2 (sechs Wohnungen und eine Gewerbeeinheit), Im Teelbruch 106 (sechs Gewerbeeinheiten),

- Gelsenkirchen, Königstraße 36-38 (16 Wohneinheiten).

Insgesamt handelt es sich um 419 Wohnungen (28 702 Quadratmeter Wohnfläche) und um 42 Gewerbeeinheiten (15 377 Quadratmeter Gewerbefläche), die Grundstücksfläche beträgt 50 393 Quadratmeter. Um die Werthaltigkeit des Immobilienbestandes zu beurteilen, müsste man das Baualter, den Modernisierungsgrad sowie die Infra- und Sozialstruktur kennen. Selbst wenn die Immobilien kurzfristig gekauft und verkauft werden, spielen für die Preisbildung diese und andere Faktoren eine wesentliche Rolle.

Die tägliche Verfügbarkeit

Es handelt sich zudem um Streubesitz. Dessen Vorteil liegt darin, dass eine Risikostreuung vorhanden ist, der Nachteil ist, dass hoher Zeit- und Kostenaufwand entsteht, um diese Wohnungen zu bewirtschaften. Selbst wenn nur ein Wasserhahn repariert werden muss, entstehen unangemessene Reise-, Zeit- und Materialkosten. Große Wohnungsunternehmen stoßen den Streubesitz ab, um über eine rationelle Bewirtschaftung diese Kosten zu minimieren.

Neben der Höhe der Verzinsung und der Sicherheit der Hypothekenanleihe spielt für den Kapitalanleger die tägliche Verfügbarkeit über seine Gelder eine zentrale Rolle. Die WGF Hypothekenanleihe wird im Freiverkehr an der Börse Düsseldorf gehandelt. Da eine Kündigung der Anleihe während der fünfjährigen Laufzeit ausgeschlossen ist, hat jeder Anleger die Möglichkeit, seine Anleihestücke zum Tageskurs zu veräußern.

Ob positive oder negative Kursschwankungen vorliegen, hängt nicht nur von der Entwicklung des Unternehmens, sondern auch von den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und den örtlichen Wohnungsmarktverhältnissen ab. Wie in allen Wirtschaftsbereichen gibt es keine „Einbahnstraße nach oben“, das heißt, dass sowohl die erworbenen Immobilien als auch die an der Börse notierten Anleihen Gewinne, aber auch Verluste aufweisen können.

Der Erwerb der zinsattraktiven Hypothekenanleihen ist als „Beimischung“ für risikobewusste und risikofreudige Kapitalanleger geeignet, traditionelle Sparer werden der Sicherheit den Vorrang geben. ■