

Wohnungen als Kapitalanlage

Hypothekenanleihen als Alternative im Wertpapierdepot

Hans-Jürgen Friedrich

Hypothekenanleihen haben sich als neue Form der indirekten Immobilienanlage etabliert, denn sie bieten auf den ersten Blick viele Vorteile: feste Verzinsung, Handelbarkeit, geringe Mindestanlage und grundpfandrechtliche Absicherung. Doch diese Vorzüge erregen auch Skepsis. Helmut Jenkis hat diese Bedenken bereits in den Ausgaben 04-2008 und 10-2008 zum Ausdruck gebracht. Wie ist die garantierte hohe Rendite mit Wohnungen zu erzielen, zumal der verstreute Bestand und die kleinteilige Anlegerschaft viel Aufwand bedeuten? Sind alle Anleger im Grundbuch eingetragen? Welche Folgen hat die Hypothekarfunktion der Anleger? Nicht auf alle Fragen liefert der Autor Antworten. (Red.)

In den vergangenen Monaten erleben die Anleger auf den Kapitalmärkten eine regelrechte Achterbahn. Selbst Anlagen, die üblicherweise eher schwerfällig reagieren, bewegen sich plötzlich sprunghaft. Hinzu kommen Hiobsbotschaften von der Inflationsfront. In dieser aktuellen Situation fällt es Anlegern und Beratern nicht leicht, Kapitalanlagen zu finden, bei denen das Ertrags-Risiko-Profil in einem attraktiven Verhältnis steht. Ein höherer Ertrag ist in der Regel mit einem höheren Risiko verbunden. Unternehmensanleihen wie die Hypothekenanleihen der WGF Westfälische Grundbesitz und Finanzverwaltung AG, die den Anleger durch die Eintragung von erstrangigen Grundpfandrechten besichern, können eine Option sein.

Abgrenzung von Pfandbriefen und Unternehmensanleihen

Hypothekenanleihen werden häufig in die Nähe des Pfandbriefes, der Asset Backed Securities (ABS) oder Covered Bonds gebracht. Die Unterschiede zwischen diesen Finanzinstrumenten und Unternehmensanleihen sind aber beträchtlich. Das Geschäftsmodell von Pfandbriefbanken ist die Gewährung von Hypothekendarlehen auf der Grundlage des Pfandbriefgesetzes. Diese „Gewährung von Krediten“ stellt ein erlaubnispflichtiges Bankgeschäft dar. Die Zulassung erteilt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Diese Bundesbehörde überwacht die Einhaltung von strengen Regeln bei der Kreditvergabe an Darlehensnehmer.

Als Darlehensnehmer treten in der Regel Privatpersonen auf, die den Erwerb der

eigenen Wände finanzieren. In vielen Fällen beträgt die Laufzeit der Finanzierung, bei einer Tilgung von einem Prozent pro Jahr, über 25 Jahre. Voraussetzung für die Gewährung von Krediten ist auch die Refinanzierung. Hier bedienen sich die Pfandbriefbanken der Emission von Pfandbriefen. Die Ausgabe dieser Wertpapiere ist wiederum an strenge Regeln gebunden – zum Schutze der Gläubiger. Als Sicherheit dienen die Kreditverträge und indirekt die von den Darlehensgebern zur Verfügung gestellten erstrangigen Grundpfandrechte, die in einem Deckungsstockregister erfasst werden.

Vereinfacht ausgedrückt kann man sagen, dass eine Pfandbriefbank den Handel mit Geld betreibt. Dabei kommt es darauf an, dass der Preis – sprich Zins – für das eingekaufte Geld niedriger ist als der Verkaufspreis. Aus der Differenz – der Marge – deckt die Pfandbriefbank die Kosten des Geschäftsbetriebes und erwirtschaftet den Gewinn. Die strengen Sicherheitsanforderungen an die Kreditvergabe und die Emission von Pfandbriefen haben dazu geführt, dass der Pfandbrief seit seiner Einführung durch Friedrich den Großen im Jahr 1789 nie ausgefallen ist und als eine der weltweit sichersten Kapitalanlagen gilt. Die hohe Sicherheit des Pfandbriefes drückt sich auch im Zins aus. Für fünfjährige Anla-

Der Autor

Hans-Jürgen Friedrich ist Chief Financial Officer (CFO) der Westfälischen Grundbesitz und Finanzverwaltung AG, Düsseldorf.

gen in einen Pfandbrief erhält der Anleger bei den aktuellen Neuemissionen etwa fünf Prozent per annum (Stand Anfang Juli 2008).

Ein Immobilienhandelsunternehmen und Hypothekenanleihe-Emittent wie die WGF betreibt den Handel mit Immobilien. Hier konzentriert sich das Unternehmen vorrangig auf den Erwerb von wohnwirtschaftlichen Immobilien. Wie bei der Pfandbriefbank gilt der Kaufmannsgrundsatz „Im Einkauf liegt der Gewinn“. Der Einkauf der Immobilien muss unter den Marktwerten erfolgen, wenn das Unternehmen im Markt erfolgreich sein will. Bereits bei Erwerb der Immobilie muss die Handelsware von dem Handelsunternehmen unter dem Gesichtspunkt der Wiederveräußerung kritisch betrachtet werden.

Das Geschäftsmodell

Hier werden wesentliche Unterschiede zwischen den Geschäftsmodellen einer Pfandbriefbank und einem Immobilienhandelsunternehmen deutlich. Die Pfandbriefbank finanziert in der Regel langfristige Immobilieninvestitionen und sichert sich durch die Eintragung von erstrangigen Grundschulden ab. Sie wird aber nicht Eigentümer der Immobilie, sondern nimmt eine Gläubigerposition ein.

Ein Immobilienhandelsunternehmen wird Eigentümer der Immobilien. Das Geschäftsmodell ist auf den Erwerb der Immobilien unter dem Marktwert, das professionelle Asset Management und den Ertrag bringenden Verkauf der Immobilien ausgerichtet. Während der Privatinvestor seine Immobilieninvestition langfristig betrachtet, legt ein Immobilienhandelsunternehmen Wert auf den zügigen Verkauf der Immobilien.

Eine Pfandbriefbank hat zahlreiche Gesetze zu beachten und ist als Norm-Adressat der laufenden Überwachung durch die BaFin unterworfen. Ein Handelsunternehmen unterliegt diesen Regeln nicht, da keine erlaubnispflichtigen Bankgeschäfte betrieben werden. Für alle Handelsunternehmen, ob Immobilien-, Verbrauchs- oder Verbrauchswarenhändler – stellt sich immer wieder die Frage, mit welchen Mitteln das Geschäftsmodell finanziert wird. Die Einführung von Basel II und die Beachtung der MaRisk durch die Banken bei der Vergabe von Krediten haben dazu geführt, dass sich Unternehmen bei der Auswahl von Finanzierungsinstrumenten umorientieren

müssen. Neben der Einwerbung von Eigenkapital über Aktienemissionen können Unternehmen auch Anleihen emittieren.

Bei der Emission von sogenannten Corporate Bonds wird in der Regel auf die Bonität des Unternehmens abgestellt. Ratingnoten von internationalen Ratingagenturen wie Moody's oder Standard & Poor's liefern jährlich ein Messergebnis, mit dem sich unter anderem das Ausfallrisiko der Anleihe ermitteln lässt. Die Finanzierung des Geschäftsmodells über die Emission von Anleihen erfolgt jedoch ohne Besicherung für den Anleger. Bei Insolvenz des Emittenten hat der Gläubiger unter Umständen einen Totalausfall seiner Forderung hinzunehmen. Am Beispiel der Fokker-Anleihe lässt sich so ein Fall illustrieren.

Hier liegt ein entscheidender Unterschied der Hypothekenanleihen zu herkömmlichen Unternehmensanleihen. Der Anleger in Hypothekenanleihen wird durch die Eintragung von erstrangigen Grundpfandrechten an dem erworbenen Immobilienbestand abgesichert. Neben der Bonität des Unternehmens ist der Wert der erworbenen Immobilien von ausschlaggebender Bedeutung. Auch die Umsetzung der grundpfandrechtlichen Besicherung für die Anleger ist von Relevanz. Und selbstverständlich muss das Unternehmen die Kapitalmarktusancen beachten.

Absicherungsmechanismen

Da die Immobilien zum Zeitpunkt der Wertpapieremission noch nicht bekannt sind, werden Investitionskriterien definiert. Diese Einkaufsvorschriften für den Immobilienerwerb sind neben der Definition der Mittelverwendung, der Besicherung des Anlegers sowie der laufenden Kontrolle von Transaktionen wichtige Bestandteile des Wertpapierprospektes. Das Regelwerk, das die Rechte und Pflichten für Anleger und Emittent definiert, muss durch die BaFin genehmigt werden.

Erwirbt der Anleger beispielsweise Hypothekenanleihen der WGF, fließt sein Geld auf ein Sonderkonto. Dieses wird von unabhängigen externen Mittelverwendungskontrolleuren beaufsichtigt. Von den eingezahlten Geldern darf das Unternehmen fünfzehn Prozent frei verwenden. Der Rest muss in Immobilien auf der Grundlage der Investitionskriterien verwendet werden. Die Gelder auf diesem Konto sind an den Mittelverwen-

dungskontrolleur abzutreten. Im Falle einer Insolvenz des Unternehmens sollen auf diese Weise nicht investierte Gelder für den Anleger geschützt werden. Auch die vorübergehende Anlage dieser Gelder ist streng geregelt: Es dürfen nur Anlagen getätigt werden, bei denen Wertverluste weitgehend ausgeschlossen werden können und die vom Gesetzgeber als mündelsicher (Paragraf 1806 BGB) erklärt worden sind.

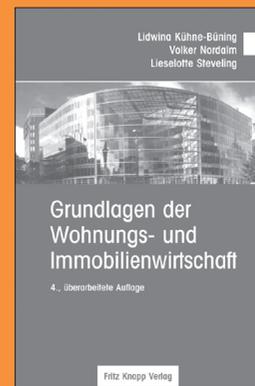
Erfüllt die zu erwerbende Immobilie die definierten Investitionskriterien, gibt der Mittelverwendungskontrolleur die Mittel frei. Dabei müssen Grundpfandrechte in Höhe von mindestens 90 Prozent des von einem öffentlich bestellten Sachverständigen ermittelten Verkehrswertes erstrangig zugunsten des Anlegers in das Grundbuch eingetragen werden. Ein unabhängiger Treuhänder wird stellvertretend für die Anleger eingetragen. Der Treuhänder ist verpflichtet, die Sicherungsrechte ausschließlich zugunsten der jeweiligen Anleihegläubiger zu verwalten. Im Fall einer Insolvenz des Unternehmens ist er gegenüber dem Insolvenzverwalter verpflichtet, das gesetzliche Absonderungsrecht geltend zu machen, das heißt, das Geschäftsvermögen von dem Anlagevermögen zu trennen und letzteres im Sinne des Anlegers zu verwalten.

Bei jedem Verkauf der WGF von Immobilien gelten weitere Regelungen, die den Anleger absichern. Zunächst muss das Unternehmen das Wertaufholungsgebot beachten. Das Wertaufholungsgebot schreibt vor, dass der WGF nur dann Gewinne ausgezahlt werden, wenn die aufgewendeten Geldmittel wieder dem Sonderkonto zugeflossen sind. Des Weiteren müssen alle Kosten und Verluste ausgeglichen sein. Bei Verkauf der Immobilien gibt der Treuhänder außerdem nur dann die erstrangigen Grundpfandrechte frei, wenn die Einzahlung der Verkaufserlöse auf das vom Mittelverwendungskontrolleur überwachte Konto sichergestellt ist.

Sowohl die Bonität des Emittenten, die Qualität des Managementprozesses, der Verlauf des Immobilieneinkaufs als auch die Güte der Immobilien, die den Anlegern als Sicherheit dienen, unterliegen der laufenden Überwachung der Creditreform Rating AG, einer der führenden nationalen Ratingagenturen in Deutschland.

Die Hauptversammlung der WGF hat im vergangenen Jahr entschieden, dass Gewinne aus dem Immobilienhandel thesauriert werden. Die Innenfinanzierungs-

Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft



Herausgegeben von
Prof. Dr. Lidwina Kühne-Bünig,
Volker Nordalm
Dr. Lieselotte Steveling.
4., überarbeitete Auflage 2005.
822 Seiten, gebunden, € 97,00.
ISBN 978-3-8314-0706-4.

In den vergangenen Jahren haben sich die ökonomischen, gesellschaftspolitischen und rechtlichen Rahmendaten für die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft deutlich verändert. Unterschiedliche Entwicklungsprozesse auf den Märkten stellen neue Anforderungen an das professionelle Management. Im Fokus eines optimierenden Bestandsmanagements stehen Wertentwicklung und Rendite der Bestände sowie die Positionierung auf neuen Märkten in Anlehnung an das Kerngeschäft.

Mit dem Wandel der Märkte geht auch ein Wandel des erforderlichen Wissens und der Anforderungen an Management und Mitarbeiter in der Immobilienwirtschaft einher. Neue Akzente der Wohnungs- und Städtebaupolitik und neue Methoden des Managements machen ein ständiges Dazulernen zu einer Notwendigkeit für Akteure und Interessierte.

Fritz Knapp Verlag

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

kraft des Unternehmens soll in erster Linie dazu genutzt werden, das Eigenkapital weiter aufzubauen. Hierbei verfolgt das Management zwei strategische Ziele. Einerseits soll die Haftungsmasse des Unternehmens aufgebaut werden, um den Eigenkapitalanforderungen des Kapitalmarktes gerecht zu werden. Andererseits soll das aufgebaute Eigenkapital zusätzliche Optionen der Finanzierung eröffnen. So kann das Unternehmen zum Fälligkeitstermin der Anleihen eine Anschlussfinanzierung für die Immobilien sicherstellen, die noch nicht veräußert werden konnten, und damit die Rückzahlung der Anleihen sicherstellen.

Hypothekenanleihe als Anlagealternative

Die WGF steuert also eine Vielzahl von Maßnahmen, um Anlegern und Beratern das Geschäftsmodell und die Hypothekenanleihen transparent zu machen. Mit Einführung der MiFID-Richtlinie hat die Gesellschaft als Emittentin gegenüber den Geschäftspartnern die Aufklärungsarbeit verstärkt. Direktbanken und Finanzinstitute, die ihren Anlegern die Hypothekenanleihen vorstellen und diese betreuen, erhalten in regelmäßigen Abständen alle relevanten Unterlagen, mit denen sich das Risikoprofil der Anleihen während der Laufzeit qualifizieren lässt.

Eine im April 2007 präsentierte Studie von Montasser Research belegt, dass eine Anlage in Gold und Anleihen dauerhaft gegen Schwankungen am Aktienmarkt absichert. Allerdings entwickeln sich nur

noch 66 Prozent der Anlagen in Anleihen entgegen des in letzter Zeit zu beobachtenden Abwärtstrends der Aktienmärkte. Neben Anleihen und Gold bieten auch Immobilien einen guten Schutz. Mit einer Korrelation von fast Null ist diese Anlageklasse mittelfristig unabhängig vom Aktienmarkt. Um ein Klumpenrisiko zu vermeiden, das bei einer Direktinvestition in Immobilien entstehen kann, sollten die Anleger Immobilienwertpapiere für die Beimischung in das Depot in Betracht ziehen.

Für den langfristig orientierten Anleger könnten auch Offene oder Geschlossene Immobilienfonds eine Alternative sein. Die Immobilienmärkte in Deutschland und Österreich haben noch Potenzial im Vergleich zu anderen europäischen Immobilienmärkten, die teilweise schon als ausgereizt gelten. Ein Blick auf die Immobilieninvestitionen ist dennoch unerlässlich. Beispielsweise könnten Investitionen in gewerbliche Spezialimmobilien mit einem einzigen Mieter, der bei einem Ausfall schwer zu kompensieren wäre, riskant sein.

Für den eher mittelfristig und festverzinslich orientierten Anleger bieten erst-rangig abgesicherte Hypothekenanleihen mit Immobilieninvestments in Deutschland insgesamt eine interessante Alternative. Vor allem dann, wenn der Investitionsfokus auf wohnwirtschaftlich genutzte Liegenschaften gelegt wird. Hier profitiert der Anleger von einer breiten Risikodiversifizierung durch eine große Anzahl von Mietern. Hypothekenanleihen können den Schutz, der sich aus der

Besicherung durch erstrangige Hypotheken auf Immobilien ergibt, mit den Vorteilen aus einer Anleihe, wie einem festen Zinsertrag und einer garantierten Rückzahlung zu hundert Prozent des Nominalwertes, verbinden.

Die WGF-Hypothekenanleihen könnten eine solche Alternative sein. Ein fester Zinssatz in Höhe von 6,35 Prozent per annum über die gesamte Laufzeit, eine halbjährliche Zinszahlung und die erst-rangige hypothekarische Absicherung führen zu einem attraktiven Ertrags-Risiko-Verhältnis. Während zahlreiche Immobilienanlagen (Direktinvestitionen oder Geschlossene Immobilienfonds) eine Mindestanlage von über 25 000 Euro voraussetzen, kann der Anleger in die Hypothekenanleihe bereits ab einem Betrag von 500 Euro investieren.

Alle festverzinslichen Papiere werden im Freiverkehr an der Börse Düsseldorf gehandelt und können deshalb über die Banken gekauft und bei Bedarf auch wieder verkauft werden. Alle Anleihen notieren aktuell stabil um die hundert Prozent des ursprünglichen Nennbetrages. Der Zinsvorteil und die überschaubare Restlaufzeit rechtfertigen die Beimischung auf der Basis einer Buy-and-Hold-Strategie.

Die WGF selbst und alle ihre Hypothekenanleihen unterliegen bis zum Laufzeitende dem Monitoring der Creditreform Rating AG. Im letzten Dezember 2007 erhielt die WGF die Ratingnote „BBB minus“. Die erste Hypothekenanleihe (AOAOSM) wurde im August 2007 mit „BBB“ benotet. Die zweite Hypothekenanleihe (AOJRUJ) erhielt im November 2007 von den Analysten die Note „BBB minus“. Damit liegen alle Bewertungsergebnisse auf der Bewertungsskala der Creditreform Rating AG im Investmentgrade.

Auch wenn die Zinsen in den vergangenen Wochen gestiegen sind, ist der Zinsvorteil der Hypothekenanleihen noch hoch genug, um die Inflationsrisiken auszugleichen. Verfolgt man die Diskussionen der vergangenen Wochen in namhaften Wirtschaftspublikationen, so werden insbesondere wohnwirtschaftlich genutzten Immobilien größere Wertentwicklungschancen eingeräumt. Dem schließt sich auch das Management der WGF an. Denn: „Nicht wohnen geht nicht“ – und eine Entwicklung wie in den Immobilienmärkten der USA oder in einigen anderen europäischen Ländern ist in Deutschland nicht in Sicht. ■