

Scheinbar unerschöpfliche Quellen

Die Finanzierung über den Kapitalmarkt,
insbesondere die Emission von Anleihen,
steht bei vielen Unternehmen auf der Agenda.

TEXT: FRANCESCO FEDELE UND MANUEL KÖPPEL

Auch kleinere Player am Kapitalmarkt entdecken Themen wie die Anleihefinanzierung für sich und testen den Markt mit kleinen Volumina im zweistelligen Millionen-Euro-Bereich. Das Interesse an der Anleihefinanzierung wird befeuert durch die Geldmenge, die am Kapitalmarkt unterwegs ist und sich möglichst sichere, aber dennoch auskömmlich verzinste Anlagemöglichkeiten sucht.

Hinzu kommen die Meldungen über Großemissionen zu „Traumkonditionen“, die den Chief Financial Officer (CFO) oder Treasurer des ein oder anderen Immobilienunternehmens sicherlich beim Blick in den eigenen Bankenspiegel und die aufgerufenen Darlehenskonditionen (nicht nur im Hinblick

auf die Zinsen, sondern auf den Gesamt-Kapitaldienst) ins Grübeln bringen können.

Eine mögliche Reaktion darauf ist die Kontaktaufnahme mit einem Finanzierungsspezialisten und die Frage, wie man gerade jetzt in der Phase des „billigen Geldes“ den Zugang zu den scheinbar unerschöpflichen Finanzierungsquellen des Kapitalmarktes erhält. Die Idee ist dabei oft die Emission einer Unternehmensanleihe. Ob dies aber tatsächlich das richtige Finanzierungsinstrument und die Begebung einer solchen Anleihe erfolgsversprechend ist, lässt sich mit einem klaren „es kommt darauf an“ beantworten.

Bei der Unternehmensanleihe im klassischen Sinne handelt es sich um ein Wertpapier, das dem Anleger das Recht auf Rückzahlung sowie auf regelmäßige Zahlung vereinbarter Zinsen (der sogenannte Kupon) einräumt. Die Rückzahlung der Unternehmensanleihe erfolgt zumeist endfällig, das heißt ohne laufende Tilgung. Dies sorgt aus Sicht des Anleihe-Emittenten während der Laufzeit für eine Liquiditätsentlastung, bedeutet andererseits aber am Laufzeitende bei Fälligkeit der vollen Tilgung eine erhöhte Liquiditätsbelastung, die in der Regel nur durch eine Anschlussfinanzierung gedeckt werden kann.

Weiterhin ist die klassische Unternehmensanleihe in der Regel unbesichert, weist aber ersatzweise zumeist Schutzklauseln in Form bindender Zusicherungen des Emittenten gegenüber den Anlegern, sogenannte Covenants, auf.

Solche „echten“ Unternehmensanleihen funktionieren insbesondere bei bestandshaltenden Immobilienunternehmen und bei diesen insbesondere dann, wenn die Finanzierung des Unternehmens komplett oder überwiegend über den Kapitalmarkt erfolgt und die Anleihegläubiger infolgedessen keinen

Erfolgsfaktoren einer Anleihe

• CREDIT STORY/STABILE CASHFLOWS

Welche Strategie verfolgt der Emittent und warum/aus welchen Mitteln kann er die Anleihe voraussichtlich zurückzahlen?

• STRUKTUR

Was muss wann gezahlt werden und was hat der Anleger in der Hand, wenn die Zahlung ausbleibt?

• TRACK RECORD

Wie oft und unter welchen Voraussetzungen hat der Emittent schon unter Beweis gestellt, dass er seine (Anleihe-) Verbindlichkeiten pünktlich zurückzahlt?

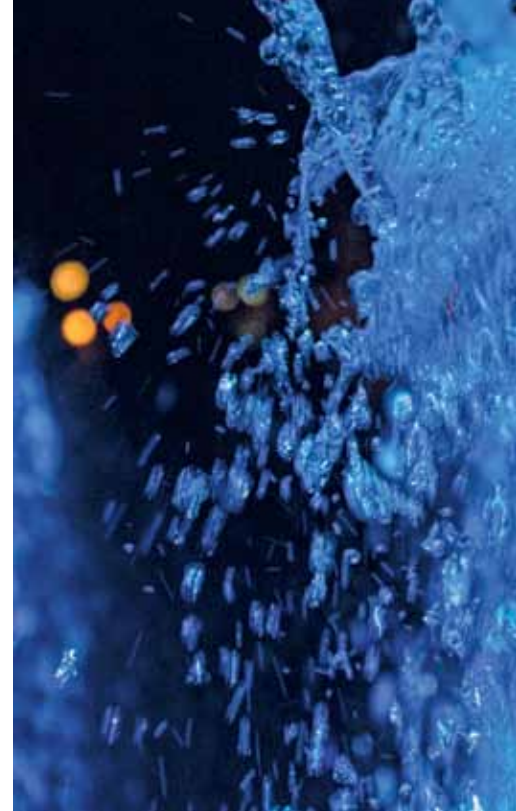




FOTO: GERDZIKOVISTOCK

Es sprudelt – aber nicht für jeden ist die Finanzierungsquelle Unternehmensanleihe geeignet.

vorrangigen Zugriff anderer Gläubiger (insbesondere Banken, die sich im ersten Rang besichern) zu befürchten haben. In solchen Fällen und bei ausreichend großen und diversifizierten Portfolios und Emissionsvolumina sind dann Finanzierungskonditionen erreichbar, die an eine klassische, erstrangig besicherte Bankfinanzierung heranreichen oder diese gar in den Schatten stellen.

Das Instrument der Unternehmensanleihe ist auch ergänzend zur klassischen Bankfinanzierung einsetzbar. Dies ist insbesondere bei stark wachsenden mittelgroßen Immobilienbestandshaltern zu beobachten, die Portfolioankäufe klassisch durch einen erstrangig besicherten Bankkredit finanzieren, deren Portfolio aber bereits groß genug ist, dass nach Bedienung der Bank(en) noch genug Cashflow zur Bedienung einer Anleihe vorhanden ist. Eine solche Anleihe dient dann zum Beispiel zur Deckung des nachrangigen Finanzierungsbedarfs im Portfolio oder als „Kriegskasse“ für schnelle Objekt- und Portfolioankäufe. Die Verzinsungserwartung der Anleger an solche Anleihen ist naturgemäß höher als im vorgenannten Fall.

Neben der unbesicherten Unternehmensanleihe stellen in der Immobilienbranche auch besicherte Anleihen oder mit Anleihen verwandte Produkte wie besicherte Schuldscheindarlehen eine ernstzunehmende Finanzierungsalternative dar. Anders als bei der Unternehmensanleihe, die auf die Erwirtschaftung stabiler Cashflows aufgrund der Breite des zugrundeliegenden (Gesamt-) Portfolios eines Immobilienunternehmens abstellt, steht bei diesen ein spezifisches (Teil-) Portfolio oder sogar Einzelobjekt im Vordergrund, an dem die grundpfandrechtliche Besicherung der Finanzierung erfolgt.

Empfehlungen für die Praxis

Für einen Anleihe-Interessenten ohne einschlägigen Track Record am Kapitalmarkt empfiehlt sich zumeist als Einstieg in den Kapitalmarkt die Begebung eines möglichst spezifisch besicherten Produkts, bei dem der Anleger noch relativ nah am zugrundeliegenden Asset, also der finanzierten Immobilie, ist. In solchen Fällen können auch riskantere Produkte wie Projektentwicklungsanleihen funktionieren.

Für Unternehmensanleihen sind hingegen hohe Portfoliovolumina (das heißt stabile und diversifizierte Cashflows), hohe Emissionsvolumina (dann einhergehend mit einer erhöhten Liquidität, das heißt Handelbarkeit der Anleihe) und Ratings internationaler Agenturen (um eine erhöhte Akzeptanz auch bei internationalen Investoren zu generieren) klar von Vorteil.

Dies schließt eine Realisierbarkeit von kleinvolumigen Unternehmensanleihen keineswegs aus – die „Traumkonditionen“, die man aus der Zeitung kennt, werden sich in solchen Fällen jedoch meist nicht erreichen lassen, und das Risiko der Anschlussfinanzierung sollte insbesondere von kleineren Emittenten mit schwächerer Credit Story nicht unterschätzt werden.

Last but not least sei angemerkt, dass der Schritt an den Kapitalmarkt kein Selbstzweck ist, sondern zur Strategie eines Unternehmens passen muss, wenn dieses dauerhaft als Anleihe-Emittent erfolgreich sein will. ■

FRANCESCO FEDELE IST CEO UND MANUEL KÖPPEL CFO UND VERANTWORTLICH FÜR ALTERNATIVE FINANZIERUNGEN BEI DER BF.DIREKT AG.



QUALITÄT MIT TRADITION:

Der Pfandbrief ist auch in unruhigen Zeiten eine besonders solide Anlage. Seine ausgezeichnete Bonität und seine stabilen Renditen werden von Investoren im In- und Ausland geschätzt. Vor allem das strenge Pfandbriefgesetz stellt sicher, dass der Pfandbrief die Benchmark am Covered Bond Markt bleibt.

www.pfandbrief.de