

Es muss nicht immer eine Bank sein

FINANZIERUNG ■ Im Senior-Bereich sind Banken heute wahrscheinlich unschlagbar günstig. Aber das war nicht immer so, und je nach Situation machen auch teurere Finanzierungsformen Sinn.

Von Harald Thomeczek

Es ist noch nicht lange her, da stand die Gagfah mit dem Rücken zur Wand. Vor rund zwei Jahren rollte 2012 eine riesige Refinanzierungswelle auf den Wohnungsvermieter zu: Drei zusammen vier Milliarden Euro schwere Verbriefungen standen 2013 an. Der LTV der Gagfah hatte nach Ausbruch der Finanzkrise einen Höchststand von rund 80 Prozent erreicht. Um die drohende Finanzierungslücke zu schließen, warf die Gagfah das Dresdner Woba-Portfolio mit 40.000 Einheiten auf den Markt. Im Hintergrund lotete man aber die Chancen auf eine Refinanzierung aus.

„Die Gagfah war damals ein Sanierungsfall“, erinnert sich Finanzchef Gerald Klinck. Nur einige wenige Pfandbriefbanken wollten noch mit der Gesellschaft ins Geschäft kommen. Doch allein der CMBS für die alte Gagfah hatte ein Volumen von zwei Milliarden Euro, und weil „die Banken 2013 normalerweise keine Kredite über mehr als 100, maximal 200 Millionen Euro vergaben, hätten wir mindestens zehn Institute finden müssen, und die hätten uns diesen Betrag dann auch noch zur selben Stunde überweisen müssen, um diesen CMBS abzulösen“.

Deshalb nahm das Unternehmen seine Refinanzierung selbst in die Hand. Der

zunehmende Anlagedruck von Investoren spielte der Gagfah dabei in die Karten: Die alten CMBS konnten durch neue Verbriefungen abgelöst werden, mit LTVs von 60 bis 65 Prozent, einem durchschnittlichen Zinssatz von rund drei Prozent pro Jahr und einer durchschnittlichen Tilgungsrate von 0,62 Prozent.

Ob Verbriefungen in Deutschland ein Comeback auf breiter Front erleben werden? „Derzeit sieht es so aus, weil große

Darlehenssummen auf diesem Wege günstig refinanziert werden können. Aber die Frage ist, wie lange dieses Umfeld anhält. Wenn sich der Wind dreht, sind CMBS sehr schnell wieder ausgetrocknet“, gibt Vivian C. Strosek, Geschäftsführer von Feondor Asset Management, zu bedenken.

Die neuen Verbriefungen der Gagfah werden frühestens 2017 fällig. CFO Klinck denkt schon heute über künftige Strategie

Alternative Finanzierungsformen für Immobilienportfolios					
Art	Merkmale	Immobilientyp	Finanzierungshöhe	Stärken	Schwächen
CMBS - Verbriefung	wertpapiermäßige Verbriefung von Kreditforderungen	Core bis Value-add; keine Developments	früher bis 90 %, heute i.d.R. 70 %	großvolumige Tranchen möglich (>€ 500 Mio.)	kein funktionierender Markt, hohe Nebenkosten (Rating, Agent etc.), geringer CMBS-Track-Record seit 2009; Platzierungsrisiko
Anleihen / Schuldschein	i.d.R. fest verzinsliches Wertpapier, das durch (erstrangige) Grundpfandrechte besichert ist. Oder Wandelanleihe: wird von börsennotierten Unternehmen ausgegeben; mit der Möglichkeit, die Schuldverschreibung, unter festgelegten Bedingungen und Zeitplan, in Aktien umzuwandeln.	Core bis Value-add; Developments	60-70 % LTV	Wandelanleihe ermöglicht zinsgünstige Kapitalbeschaffung; Anleihe zur Diversifikation der Gesamtfinanzierungsstruktur geeignet; Finanzierung von non-bankable Assets oder Developments möglich; feste Laufzeit	wenn nicht als Wandelanleihe konzipiert i.d.R. deutlich höherer Zinskupon als klassische Bankfinanzierung; Platzierungsrisiko
Versicherungen / Versorgungswerke	Institutioneller Kapitalgeber	inländische Adressen nur Core oder Core-plus, internationale Adressen auch Value-add und Opportunistic; keine Developments	60-70 % LTV, teils 60 % Beleihungswert	große Volumina möglich > 150 Mio. Euro; lange Laufzeiten > 10 Jahre möglich	bisher nur Core-Immobilien, geringer Leverage: i.d.R. 60-65 % LTV, teils 60 % vom Beleihungswert
Junior/ Mezzanine	Kreditfonds für nachrangige Finanzierungstranchen	Core bis Value-add und Opportunistic; selektiv Development-Risiko	75-85 % LTV	hoher Auslauf möglich, Ergänzung zu Erstrangfinanzierung; verschiedene Verzinsungskomponenten darstellbar (laufend, PIK, Kicker etc.)	hoher Verzinsung im Vergleich zu Bankfinanzierung; i.d.R. ab min. € 10 Mio.

Quelle: Flatow Advisory Partners/immobilienmanager

gien nach: „Wir sehen einen Mix aus klassischen Pfandbriefbanken, besicherten und unbesicherten Anleihen, Wandelanleihen und zusätzlich öffentlichen Fördermitteln.“ Besonders die Banken zeigen wieder großen Appetit, Neugeschäft zu machen, und sie bieten wieder höhere Beleihungsausläufe an.

Mit Wandelanleihen hat Klinck im Mai Erfahrungen gemacht: Der kurz vor Ausbruch der Finanzkrise aufgenommene 360-Millionen-Euro-Kredit für das Malibu-Portfolio wäre jetzt im Oktober fällig geworden; der LTV der bestehenden Finanzierung lag bei hohen 80,5 Prozent, die Zinskosten betragen 4,9 Prozent.

Nach Abwägung verschiedener Finanzierungsformen entschied sich die Wohnungsgesellschaft für eine Anleihe, die die Zeichner später in Aktien tauschen können. „Wir hätten die Refinanzierung auch mit einer Bank stemmen können – aber dann hätte wegen des hohen LTVs noch ein Mezzanine-Partner dazukommen müssen.“ Unterm Strich, schätzt Klinck, wären dann Zinskosten von rund fünf Prozent auf ihn zugekommen. Die Konditionen der Wandelanleihe: 1,5 Prozent Zinsen bei einer Laufzeit von fünf Jahren.

Anleihen kommen wie gerufen

„Angesichts des historisch niedrigen Zinsniveaus suchen Investoren natürlich händierend nach Anagemöglichkeiten. Da kommen ihnen Anleihen wie gerufen“, bestätigt Curth-C. Flatow, Geschäftsführer von Flatow Advisory Partners.


Paul Hoffmann, Portfoliomanager des Ende 2013 von Convertinvest aufgelegten Fonds Global Convertible Properties, der in Wandelanleihen börsennotierter Immobilienunternehmen weltweit investiert, hat eine interessante Geschichte zur Anlagenot Institutioneller zu erzählen: „Die Geburtsstunde unseres Fonds für Immobilienwandelanleihen schlug vor gut zwei Jahren: Damals kamen große institutionelle Investoren aus Deutschland auf uns zu, die Probleme mit offenen Immobilienfonds hatten, aber der Asset-Klasse Immobilien treu bleiben wollten.“

Die Vorzüge von Wandlern für Investoren? „Sie sind nur halb so volatil wie Aktien, aber liquide und bieten langfristig vergleichbare Erträge. Das zeigt ein Vergleich von Indizes für Immobilienaktien und -wandelanleihen.“ Convertinvest peilt eine Performance von fünf bis sieben Prozent p.a. an.

Auch die höher verzinsten Unternehmensanleihen sind gefragt. So haben institutionelle Investoren der DIC Asset AG das Anfang September emittierte unbesicherte Papier förmlich aus den Händen gerissen: Die im SDax notierte Immobiliengesellschaft beendete die Platzierung schon fünf Stunden nach Ankündigung vorzeitig. Mit der Emission sammelte sie 125 Millionen Euro ein – angestrebt waren mindestens 100 Millionen Euro. Der Kupon: 4,625 Prozent; die Laufzeit beträgt fünf Jahre.

„Für die DIC Asset AG ist das Instrument der unbesicherten Unternehmensanleihe neben dem klassischen Hypothekendarlehen eine attraktive und flexibel einsetzbare Möglichkeit der Fremdfinanzierung auf Unternehmensebene. Als qua-

si Cashkomponente auf Portfolioebene ermöglicht sie niedrigere Beleihungsquoten zu attraktiven Konditionen“, sagt CFO Sonja Wärntges. Unabhängig von diesem Diversifizierungsaspekt wird die Anleihe in erster Linie dafür genutzt, eine deutlich höher verzinsten Alt-Anleihe zu ersetzen.

Eine Blaupause könnten die Endfinanzierer der „Mall of Berlin“ geschaffen haben. Das Konsortium aus der Deutschen Hypo, der Bayerischen Versorgungskammer und zwei Junior-Kreditfonds von BNP Paribas REIM lieh den Investoren jüngst 600 Millionen Euro. Insgesamt 520 Millionen Euro kamen dabei von der BVK und den Kreditfonds. Das macht den Deal zu einer der größten Finanzierungen durch Nicht-Banken hierzulande. 

Partnerschaft ist unser Fundament

Berlin Hyp



Mathias Wegner,
Berlin Hyp

Besuchen Sie uns vom 6. bis 8. Oktober
auf der EXPO REAL in München.
Wir erwarten Sie am Stand B2.314.

**„Bei uns zählt allein die Leistung.
Leistung für unsere Kunden.“**

Als eine der ersten Adressen für die gewerbliche Immobilienfinanzierung in Deutschland verfügen wir über ein umfassendes Immobilienwissen. Mit hoher Flexibilität, Effizienz und Kreativität entwickeln wir so individuelle Lösungen. Damit überzeugen wir immer mehr innovative und qualitätsorientierte Investoren und Anleger. Für die Sparkassen wollen wir einer der bevorzugten Partner rund um die gewerbliche Immobilienfinanzierung werden und unseren Beitrag zum Erfolg der Sparkassen-Finanzgruppe leisten.

www.berlinhyp.de