

Wenn hohe Zinsen locken

Anleihen von Immobiliengesellschaften versprechen teils mehr als acht Prozent Rendite - aber keinen ruhigen Schlaf.

- ▶ Bond für Studentenwohnungen vorläufig geplatzt.
- ▶ Grundbuchsicherung ist keine Erfolgsgarantie.

Reiner Reichel
Düsseldorf

Versuch macht klug. Felix Bauer, Chef der Deutsche Real Estate Funds Advisor (Drefa), ist jetzt klüger. Obwohl er am Anleihemarkt laut und vernehmlich für die Anlage in Studentenwohnheimen getrommelt hat, ließen private und institutionelle Investoren die Chance verstreichen, sich „erstmalig im deutschsprachigen Raum an der Finanzierung von Studentenwohnheimen zu beteiligen“. Nun hat Bauer die Emission der zu diesem Zweck aufgelegten Anleihe über 80 Millionen Euro um einige Wochen verschoben.

Da die Anleihe mit den Studentenwohnungen erstrangig besichert wird, weist Bauer Überlegungen zurück, wonach Anleger mit der Anleihe Risiken übernehmen sollen, die eine Bank nicht zu tragen bereit wäre.

Doch Curth-C. Flatow, Geschäftsführer der Kapitalmarktberatung Flatow Advisory Partners, wundert sich, dass sich Immobiliengesellschaften trotz des „aktuell sehr guten Umfeldes für Bankfinanzierungen“ nicht sehr viel billiger bei Banken verschulden. Mit den geringen Nennwerten von 1000 Euro je Anleihe zielen sie erkennbar auch auf Privatanleger (s. Grafik). Denen rät Flatow: „Sie sollten sich fragen, warum keine Bank eine Finanzierung zur Verfügung stellt.“

Mit anderen Worten: Bei solchen Angeboten sollte man stutzig werden. Wolfgang Kubatzki, Leiter Real Estate bei Feri Euro Rating Services, vermutet, dass die Anleihen vielfach Eigenkapital ersetzen sollen, also Mezzanine-Finanzierungen darstellen. Die sind quasi eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital und teu-

rer. „Ein Mezzanine-Finanzierer verlangt eine zweistellige Rendite“, weiß Kubatzki. Und je höher das Risiko, desto höher die erwartete Rendite.

Erstrangige Besicherungen wie die der Drefa-Anleihe bieten auch andere Emittenten - wie etwa einst die Immobilienfirma WGF. Doch als die WGF mit 200 Millionen Euro Anleiheschulden in die Insolvenz ging, half diese Sicherheit den Anlegern nicht. Die Insolvenz ist mittlerweile beendet, Anleger hoffen nun, dass eine Rückzahlungsquote von 60 Prozent erreicht wird.

Drefa-Manager Bauer wirbt zwar: „Im Übrigen spricht das Investmentgrade-Rating für die relativ hohe Sicherheit unserer Anleihe.“ Die von Creditreform vergebene Note „BBB-“ ist allerdings gerade noch Investmentgrade. Und wie „relativ“ die Sicherheit eines Creditreform-Ratings ist, können die Anleger von WGF und Golden Gate inzwischen abschätzen. Der Insolvenzverwalter des Projektentwicklers Golden Gate stellt eine Rückzahlungsquote von 53 bis 78 Prozent auf deren Anleihe über 30 Millionen Euro in Aussicht. Anleihen von WGF und Golden Gate waren von Creditreform mit „BBB“ bewertet worden.

Die Drefa will mit dem Geld der Anleger bestehende Gebäude weiterentwickeln, andere Fir-

men wie Gewa, KSW und Apassionata Entertainment neue errichten. Gewa und KSW haben Pachtverträge für ihre Hotels. Doch um die Anleihen vollständig zurückzahlen zu können, müssen die fertiggestellten Objekte verkauft werden. Ob Apassionata Entertainment so weit kommt, ist noch nicht abzusehen. Die Firma veranstaltet eigentlich Pferde-Shows, wollte aber mit einer Anleihe über 30 Millionen einen Pferde-Erlebnispark in München finanzieren. Wollte, denn sie teilt nun das Schicksal von Drefa. Die Emission wurde ausgesetzt.

Banken sichern ihre Kredite über Bedingungen wie etwa die maximale Verschuldung des Unternehmens, die Höchstbeleihungsgrenze für ein Objekt oder auch ein Mindest-Zinsdeckungsgrad. Werden die Kriterien nicht eingehalten, kann die Bank den Kredit sofort fällig stellen.

Vergleichbare Regelungen stehen auch in manchen Anleihebedingungen. So dürfen Gläubiger der Immobilienfirmen FCR und Adler ihre Anleihe je fällig stellen, wenn der Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibung (Ebitda) nicht die Anleihezinsen um einen Faktor X übersteigt (Zinsdeckungsgrad).

Konkret: FCR-Anleger können kündigen, wenn der Zinsdeckungsgrad unter 1,1 fällt, Adler-Anleihegläubiger sobald nach Jahren gestaffelt Werte zwischen 1,15 und 1,35 unterschritten werden. Für Bernd Janssen, Gründungspartner der auf Immobiliengesellschaften spezialisierten Investmentboutique Victoriapartners, ist das zu wenig. Er würde Zinsdeckungsgrade von 1,8 bis zwei erwarten.

Berater wie Flatow raten Privatpersonen ganz von der Zeichnung hochverzinsster Immobilienanleihen ab, weil diese Gruppen in der Regel Sicherheiten und Risiken nicht einschätzen können. Tun sie es doch, laufen sie Gefahr, aus Schaden klüger werden zu müssen.

Immobilienanleihen

Unternehmen	WKN	Laufzeit	Kupon in %	Anleihe-Rating	Volumen in Mio. €	Kurs aktuell	Rendite p.a. in %
Apassionata Entertainment	A14J88	04/2015-04/2020	8,125	keines	30		Emission verschoben
Deutsche Real Estate Funds	A1ZW6U2	04/2015-04/2020	4,375	BBB ⁻¹	80		Emission verschoben
FCR-Immobilien	A1YC5F	05/2014-04/2019	8,0	keines	10	100,8	7,8
Eyemaxx	A12T37	09/2014-03/2020	8,0	keines	30	96,0	9,0
Demire Dt. Mittelstand Real Estate	A12T13	09/2014-09/2019 ²	7,5	keines	100 ²	101,1	7,2
Gewa-Tower	A1YC7Y	03/2014-03/2018	6,5	BBB ¹	35	100,7	6,2
KSW Immobilien	A12UAA	10/2014-10/2019	6,5	BBB ⁻¹	22	98,5	6,9
Adler Real Estate	A11QF0	04/2014-04/2019	6,0	keines	130 ³	104,6	4,3
Incity immobilien AG	A13R8D	10/2014-10/2019	5,0	keines	10	108,0	3,1
DIC Asset	A12T64	09/2014-09/2019	4,625	keines	125	106,4	3,0
CA Immo	A1ZWW9	02/2015-02/2022	2,75	keines	175	102,8	2,3

Handelsblatt | 1) Creditreform; 2) im März 2015 aufgestockt; 3) im Januar 2015 aufgestockt

Quellen: Bloomberg, eigene Recherchen



Privatanleger sollten sich fragen, warum keine Bank eine Finanzierung zur Verfügung stellt.

Curt-C. Flatow
Geschäftsführender Gesellschafter
Flatow Advisory Partners