

Kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen für mittelständische Wohnungsunternehmen

Das Schuldscheindarlehen

Wohnungsunternehmen strukturieren ihr Fremdkapital fast ausschließlich über besicherte bilaterale Bankkredite. Die Regulierung des Bankenmarkts oder wachsende Volumina kapitalmarktorientierter Finanzierungen führen dazu, dass sie alternative Finanzierungsmöglichkeiten wie Schuldscheindarlehen oder Anleihen intensiver analysieren. Ein Blick auf Schuldscheindarlehen als Diversifizierungsmöglichkeit in der Refinanzierung.



André Friedrich
Bereichsleiter Finanz-Services
Gewobag Wohnungsbau-
Aktiengesellschaft
Berlin

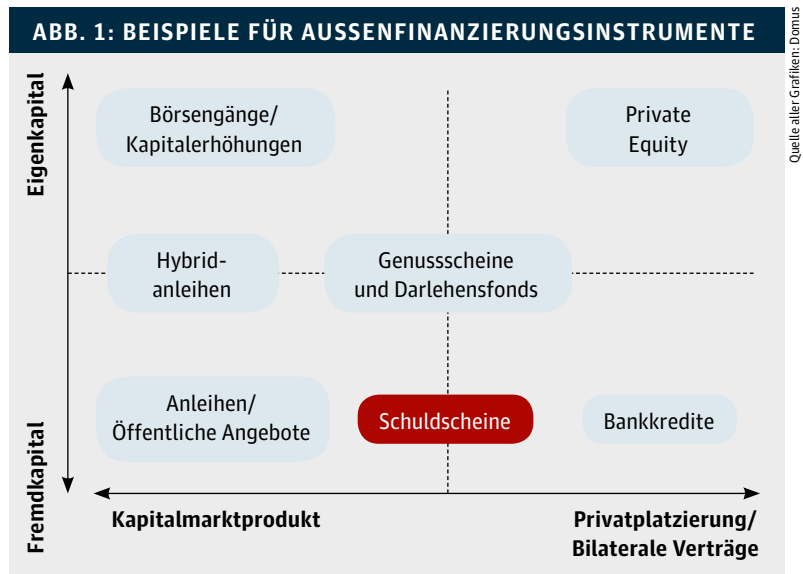


Christian Fuest
Unternehmensfinanzierung
DOMUS Consult Wirtschafts-
beratungsgesellschaft mbH
Potsdam



Martien Post
Abteilungsleiter Finanzierung /
Fondssteuerung
Gewobag Wohnungsbau-
Aktiengesellschaft, Berlin

Die zunehmende Regulierung der Bankenmärkte (z. B. Basel III), die in der Vergangenheit situativ auftretende Zurückhaltung der Kreditinstitute bei Wohnungsbaufinanzierungen sowie die wachsenden Volumina im Bereich der kapitalmarkt-orientierten Finanzierungen von großen, zumeist börsennotierten Immobiliengesellschaften führen dazu, dass mittelständische Unternehmen die Voraussetzungen und Möglichkeiten von Finanzierungsformen wie z. B. Schuldscheindarlehen oder Anleihen derzeit intensiver analysieren.* In vielen Fällen scheint eine stärkere Diversifikation des Finanzierungsmixes auch aufgrund der regional unterschiedlichen, jedoch grundsätzlich bevorstehenden signifikanten Investitionsvolumi-



Quelle aller Grafiken: Domus

AUSGEWÄHLTE SSD DEUTSCHER IMMOBILIENUNTERNEHMEN				
Jahr	Emittent	Rating bei Begebung	Volumen (Mio. EUR)	Besicherung
2016	alstria office REIT	BBB (S&P)	150	nein
2015	LEG Immobilien Gruppe.	Baa1 (Moody's)	122	ja
2015	GEWOFAG Wohnen	n/a	150	n/a
2015	Gewobag Wohnungsbau	A1 (Moody's / A+ (S&P)	120	nein
2015	POLIS Immobilien	A-(Feri)	10	ja
2014	Deutsche Annington (heute Vonovia)	BBB (S&P)	120	ja
2013	GSW Immobilien (heute Deutsche Wohnen)	n/a	90	ja

ABB. 2: MERKMALE VON SCHULDSCHEINDARLEHEN

Basisdefinition

- Bilateraler Kreditvertrag nach deutschem Recht, der das Schuldverhältnis zwischen einem Darlehensnehmer (Emittent) und einem oder mehreren Darlehensgebern (Investoren) regelt. Darlehensdefinition i. S. d. §§ 488 ff. BGB.
- Schuldscheindarlehen sind durch Abtretung (Zession) übertragbar. Kein Wertpapier und nicht börsengehandelt.

Rating

- Versicherungen fordern regelmäßig externes Rating im Investment-Grade-Bereich (BBB-Rating oder besser).
- Andere Investoren bestehen nicht auf externe Ratings (Ersatz ist dann Credit Research der arrangierenden Bank, eigene Kreditprüfungen etc.)

Platzierung

- Zügige und einfache Platzierung durch arrangierende Bank. In der Regel keine Vollplatzierungsgarantie. Aufgrund der hohen Liquidität im Markt häufig vorfristige Beendigung der Zeichnungsphase und Repartierung (Teilzuteilung) der von den Investoren erteilten Zeichnungen. Strukturierung unterschiedlicher Tranchen d. h. Laufzeiten und/oder Zinsfest-schreibungen möglich. Laufzeiten bis ca. 20 Jahre.
- Platzierung vorwiegend bei Banken, Sparkassen, Versicherungen und Versorgungswerken.

Emissionsvolumen und Preisfindung

- Zumeist ab 10 Mio. € bis 500 Mio. €. Im Hinblick auf EZB-Fähigkeit Mindeststückelung von 500.000 €.
- Preisfindung von Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Bewertung bereits emittierter Anleihen, Ableitung aus entsprechender Rating-Kategorie, Sicherheitenstellung, Erst- oder Folgeemission etc. abhängig.
- Im Vergleich zu Bankkrediten enthalten Schuldscheine in der Regel einen kleinen strategische „Instrumenten-Aufschlag“ beim Kupon. Auch besteht ein Zinsaufschlag gegenüber Anleihen als Illiquiditätsprämie für die Nicht-Handelbarkeit über eine Börse.

Publizitätspflichten/ Investorenkommunikation

- Mit dem Schuldscheindarlehen sind keine gesetzlichen Publizitätspflichten verbunden. Insofern ist mit den Investoren vertraglich die Art und Häufigkeit der Informationsweitergabe zu regeln. Das WpHG findet keine Anwendung.
- Erweiterung der Finanzkommunikation des Emittenten in Richtung einer neuen Investorengruppe. Investorenpräsentation, und/oder Investoren-Telefonkonferenz. Zur Emission Credit Research als zentrales Dokument und ggf. Rating-Dokumente. Nutzung der Website und Einrichtung einer Debt-Domain.

Dokumentation

- Mandatsvereinbarung, Term Sheet
- Schuldscheindarlehensvertrag, Schuldschein, Zahlstellenvertrag, Legal Opinions.

Covenants

- Kündigungsrecht bei Eigentümerwechsel des Schuldners, Negativerklärung - keine Sicherheitenstellung für andere Kapitalmarktinstrumente, Default-Klausel
- Kündigungsrecht bei Zahlungsstörungen, Finanzielle Zusicherungen
- Kündigungsrecht bei Nichteinhaltung definierter Finanzkennzahlen (z. B. Kapitaldienstdeckungsgrad, Eigenkapitalquote)

Projektdauer und Kosten

- Projektdauer etwa 3 Monate
- Kosten etwa 0,5 %-2 % des Emissionsvolumens. Orientierungsgröße von 1 % bei einem Emissionsvolumen von 100 Mio. €

na durch gestiegene Neubauaktivitäten angezeigt. Eine diversifizierte und kapitalkostenoptimierte Fremdkapitalstruktur ist allein schon deshalb entscheidend, da die Zinskostenbelastung z. B. bei vielen kommunalen Wohnungsunternehmen einen wesentlichen Werttreiber für die Höhe des erzielbaren Jahresüberschusses darstellt. Letztlich gilt es für jedes einzelne Unternehmen mit seinem spezifischen Geschäftsmodell und seinen spezifischen immobilienwirtschaftlichen Gegebenheiten einen langfristig optimalen Finanzierungsmix aus Eigen- und Fremdkapital zu erstellen. Kapitalmarktfinanzierungen werden in der Zukunft dabei eine stärkere Rolle als in der Vergangenheit spielen.

Bei der Auswahl der einzusetzenden Finanzinstrumente sind eine Vielzahl von Kriterien zu beachten - der Kapitalbedarf, der Finanzierungshorizont, die Verzinsung, die Flexibilität in der Ausgestaltung des Instruments, die Emissionskosten und ggf. Emissionsfolgekosten, regulatorische Anforderungen, Publizitätspflichten und damit Kosten der Erhebung und Bereitstellung von Informationen. Welches Instrument ggf. neben dem klassischen Bankkredit zur Anwendung kommt, ist insofern von diesen Aspekten abhängig zu machen. Die Ergänzungsfunktion der Kapitalmarktinstrumente zu dem Instrument des besicherten Kredits ist zu betonen - die Bereitschaft der Kapitalmarktinvestoren, auf Basis einer Bonitätsanalyse auf eine Besicherung der Instrumente zu verzichten, kann ein Argument für deren additive Verwendung sein.

Im Folgenden soll das für mittelständische Immobilienunternehmen naheliegendste kapitalmarkt-orientierte Fremdkapitalinstrument, das Schuldscheindarlehen, im Detail vorgestellt werden. Die Abb. 1 visualisiert modellhaft im Spannungsfeld von Eigen- und Fremdkapital und der gewählten Publizitätsebene zwischen Privatplatzierung und börsennotiertem Kapitalmarktprodukt die Einordnung dieses Finanzierungsinstrumentes.

Schuldscheindarlehen

Wohnungsunternehmen, die ihre Finanzierungsbasis vom klassischen besicherten Bankkredit in Richtung von Kapitalmarktinstrumenten diversifizieren möchten, steht das Schuldscheindarlehen als ergänzende Alternative zur Verfügung (die öffentlich bekannten Schuldscheinemissionen deutscher Immobilienunternehmen zeigt die Tabelle auf Seite 50). Das Instrument wurde bislang eher von großen, zumeist börsennotierten Immobilienunternehmen genutzt - so hat etwa die im SDAX gelistete Alstria im Mai dieses Jahres einen Schuldschein in Höhe von 150 Mio. € emittiert. Auch Unternehmen wie die LEG Immobilien AG nutzen das Instrument seit Jahren. Ein ►

Schuldscheindarlehen ist ein bilateraler Kreditvertrag nach deutschem Recht, der das Verhältnis zwischen dem Emittenten und dem jeweiligen Investor regelt. Die Abb. 2 auf Seite 51 enthält eine Beschreibung der wesentlichen konzeptionellen Merkmale dieses Finanzierungsinstruments.

Der Schuldschein wird, wie in dieser Abbildung dargestellt, an einen überschaubaren Kreis von Investoren – zumeist Banken, Sparkassen, Versicherungen und Versorgungswerke – platziert und ist für den Emittenten in der Vorbereitung überschaubar und im Vergleich zu anderen Kapitalmarktinstrumenten bei Emission und während der Laufzeit mit geringeren Publizitätsanforderungen verbunden. Das Instrument verfügt über eine hohe Flexibilität in der Ausgestaltung z. B. im Hinblick auf Laufzeit, Emissionsvolumen, Besicherungsfragen etc. und verbindet eine Reihe von Vorteilen der Emission einer vorrangigen Anleihe am Kapitalmarkt mit der Diskretion eines Bankkredits oder auch eines syndizierten Kredits. Das Instrument erscheint geeignet zu sein für Immobilienunternehmen, die ihre Funding-Basis verbreitern wollen, dabei nicht zwingend eine Besicherung vornehmen möchten und systematisch eine verbreiterte Investorenbasis zur Finanzierung des zukünftigen Unternehmenswachstums erschließen wollen. Der Aufbau einer vertrauensvollen Kommunikation mit den vom Unternehmen ausgewählten Investoren ist dabei einer der wesentlichen Erfolgsfaktoren. Die nachfolgende Abb. 3 auf dieser Seite stellt einen indikativen Projektablauf für die Begebung eines Schuldscheindarlehens dar.

Mit einer Projektdauer von etwa elf Wochen ist die Emission dieses Finanzierungsinstruments aufgrund der recht geringen Komplexität grundsätzlich schneller umsetzbar als die Kapitalmarktinstrumente, die auf Basis eines öffentli-

chen Angebotes (Prospektpflicht) an eine breite Investorenbasis platziert werden.

Insbesondere können aber Themen wie die Erstellung eines externen Ratings oder auch die im Zusammenhang mit der Emission eines Schuldscheindarlehens vorgenommene Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS (nicht obligatorisch und insofern nicht aufgeführt im Rahmen der Abb. 3) zu einer deutlich verlängerten Projektdauer führen. Erfahrungen zeigen, dass allein die Erstellung eines externen Ratings etwa sechs bis zwölf Wochen in Anspruch nehmen kann.

Finanzierungsinstrument mit Wachstumsperspektive für kommunale Unternehmen

Die Vorbereitungen zur Implementierung der Basel-II-Vorschriften ließen Ende der 1990er Jahre auf eine Verschlechterung bzw. Verteuerung der Finanzierungsmöglichkeiten für die Wohnungswirtschaft schließen.

Die Arbeitsgemeinschaft Großer Wohnungsunternehmen (AGW) initiierte 2012 die Verbriefung von Schuldscheindarlehen für die Wohnungswirtschaft. Die grundpfandrechtlich besicherten Schuldscheine hatten eine Laufzeit von fünf Jahren und eine Mindesthöhe von 5 Mio. € je teilnehmendes Unternehmen. Das Gesamtvolumen betrug 65 Mio. € mit letztlich 13 teilnehmenden Unternehmen, die Verzinsung erfolgte variabel auf Basis eines 3-Monats-Referenzzinssatzes zuzüglich einer Marge von 35 Basispunkten. Das Ziel einer bankenunabhängigen Finanzierung mit einem „eigenen“ Zugang zum Kapitalmarkt konnte mit der damaligen Struktur erfolgreich realisiert werden. Ein Anschlussprojekt wurde insbesondere aufgrund der hohen Vorbereitungskosten, d. h. gleichzeitige Einbindung von 13 Unternehmen in eine Emissionsstruktur sowie aufwendige Arbei-

ten zum Thema der Gesamt-Sicherheitenstellung, bisher nicht verfolgt. Nach unserer Auffassung erscheint eine alternative Ausgestaltung dazu als Schuldscheindarlehen eines einzelnen Emittenten ohne Besicherung für interessierte Wohnungsunternehmen der effizientere Weg an den Kapitalmarkt zu sein.

So hat die Gewobag Wohnungsbau-Aktiengesellschaft Berlin als erstes kommunales Wohnungsunternehmen im September 2015 ein unbesichertes Schuldscheindarlehen in Höhe von 120 Mio. € erfolgreich am Markt platziert. Die Transaktion ist insofern bemerkenswert, da sie eine breite Spreizung der Tranchen von 10-20 Jahren Laufzeit gemäß der Wünsche der Emittentin ermöglicht hat, was die Flexibilität dieses Finanzierungsinstruments unterstreicht. Die erfolgreiche Platzierung wurde durch eine hohe Überzeichnung seitens deutscher institutioneller Investoren erreicht und ermöglichte eine zu diesem Zeitpunkt attraktive Konditionierung zum Mindestkupon einschließlich emittentenfreundlicher Covenants (siehe Abb. 4).

Insbesondere erwähnenswert erscheint die Tatsache, dass die Gewobag die Erschließung des Kapitalmarktes durch einen vorgeschalteten Ratingprozess und die Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS konsequent vorbereitet hat. Auf Basis regelmäßig aktualisierter Ratingunterlagen hat die Gesellschaft die Finanzierungsbasis um ein unternehmensbasiertes Instrument diversifiziert, welches nunmehr im Zuge des weiteren Ausbaus des Immobilienportfolios flexibel genutzt werden kann.

Die vertraglich vorgesehenen Berichtspflichten sind emittentenfreundlich, entsprechen den im traditionellen Bankkreditgeschäft praktizierten Usancen und umfassen neben dem Verbindlichkeitspiegel den Jahresabschluss sowie die

ABB. 3: PROZESS UND ZEITPLAN (SCHULDSCHHEIN)

Prozessschritt	Aktivität	Dauer ^{a)}
1.	Mandatierung / Kick-Off / Zusammenstellung Informationsmaterial / Credit Story	3 Wochen
2.	Erstellung, Dokumentation und Credit Report / Unternehmenspräsentation / Pre-Sounding / Ratingagentur	3 Wochen
3.	Bookbuilding – Vermarktung in Richtung der Investoren	4 Wochen
4.	Preisfestsetzung und Festlegung der Tranchen	1 Woche
5.	Ausstellung Schuldschein und Übertragung auf Investoren	2 Wochen
6.	Erfüllung Auszahlungsvoraussetzungen und Auszahlung	1 Woche



^{a)} Einzelne Prozessschritte sind nicht additiv, sondern überschneiden sich zeitlich.

ABB. 4: SCHULDSCHEINDARLEHEN DER GEWOBAG IM SEPTEMBER 2015

Transaktionsübersicht						
Rating	A1/stabil (Moody 's) / A+/stabil (S&P)					
Volumen	120 Mio. € (Erhöhung von 100 Mio. €)					
Status	Nicht nachrangig und unbesichert					
Kupon	Laufzeit	10 Jahre var.	10 Jahre fix	12 Jahre fix	15 Jahre fix	20 Jahre fix
	Vol. in Mio. €	10.0	19.0	12.0	43.5	35.0
	Pricing	0,95% + 6 Mon. Euribor	1,95%	2,40%	2,80%	3,00%
Rückzahlung	100% zum Fälligkeitstermin					
Abschnittsgröße	500.000 €					
Wesentliche Covenants	Negativerklärung, Pari passu, Cross Default, EZB-Klausel; Change of Control Klausel, Finanzkennzahlen (LTV, Interest Cover, Equity Ratio)					

ungeprüften Halbjahresabschlussberichte. Wir gehen davon aus, dass insbesondere große bestandshaltende, öffentliche und private Immobilienunternehmen dieses Instrument aufgrund dessen spezifischer Vorzüge zusätzlich zur traditionellen Bankenfinanzierung insbesondere im unbesicherten Bereich in Zukunft noch stärker nutzen werden.

Fazit

Wohnungsunternehmen steht mit dem Schuldscheindarlehen ein hochinteressantes Finanzierungsinstrument zur Verfügung, das perspektivisch den klassischen, besicherten Bankkredit

ergänzen kann. Damit kann in Zukunft der Finanzierungsmix bankenunabhängiger gestaltet werden und im Sinne der Optimierung der Gesamtkapitalkosten des Unternehmens im Hinblick auf die Finanzierung der zukünftig anstehenden Investitionsvolumina genutzt werden. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten dieses Finanzinstruments sind vielfältig, worin auch dessen großer Vorteil zu sehen ist. Die Umsetzung erfordert ein konzentriertes Projektmanagement und die Einbindung einer Vielzahl von Projektpartnern. Wichtig erscheint, dass die Unternehmen eine strategische Entscheidung zur regelmäßigen Nutzung dieser Instrumente treffen.

Damit einhergehend ist die Implementierung kapitalmarktorientierter Publizitätsstandards ein „Muss“ – dies erfordert in sämtlichen Unternehmensbereichen eine zusätzliche Betrachtungsebene sowohl in der Immobilienbewirtschaftung als auch in den Finanzbereichen. Damit können mittelständische Immobilienunternehmen die Basis schaffen, im Einklang mit ihren Finanzierungsbedürfnissen als Daueremittenten regelmäßig den Kapitalmarkt zu nutzen und den Bekanntheitsgrad lokal, national und ggf. international deutlich zu steigern. ■

* Vgl. Knüfermann, ZWIP 01/2014, Seite 36





-  Wohnungsübergabe mit Ausstattungspflege
-  Verkehrssicherung
-  Auftragserfassung
-  Handwerkerkopplung

**OBJEKTE MOBIL MANAGEN
MIT HAUFE WOWINEX**

Mit der Anbindung unserer mobilen Anwendungen an die wohnungswirtschaftliche ERP-Software Haufe wowinex erledigen Sie Arbeitsvorgänge am Objekt einfacher, schneller und ortsunabhängig. www.wowinex.de/objektmanagement