

EINFACH

So funktionieren deutsche Hypothekenanleihen

GUT GEMACHT.

PINO SERGIO

HOHER ZINSKUPON / WEITREICHENDE AB-
SICHERUNG / REGER
BÖRSENHANDEL / ZINS-
ZAHLUNGEN ZWEIMAL
JÄHRLICH / ATTRAKTIVE
DEPOTBEIMISCHUNG /
BASISINVESTMENT
FÜR KONSERVATIVE
ANLEGER / 6,35 % NO-
MINALVERZINSUNG /
ÜBERSCHAUBARE
LAUFZEIT / TILGUNG ZU
100 % / ATTRAKTIVER
HOHER ZINSKUPON /
BASISINVESTMENT
FÜR KONSERVATIVE
ANLEGER / 6,35 % NO-
MINALVERZINSUNG /
ÜBERSCHAUBARE
LAUFZEIT / TILGUNG ZU
100 % / ATTRAKTIVER
GUTES RATING / HOHE
KREDITWÜRDIGKEIT /
FUNKTIONIERENDES
GESCHÄFTSMODELL /
HOHER ZINSKUPON /
BASISINVESTMENT
FÜR KONSERVATIVE
ANLEGER / 6,35 % NO-
MINALVERZINSUNG /
ÜBERSCHAUBARE
LAUFZEIT / TILGUNG ZU
100 % / ATTRAKTIVER
STARKE ERGÄNZUNG
ZU STAATSANLEIHEN /
IMMOBILIENNAHES
INVESTMENT / SEHR
GUTES RATING / HOHE
KREDITWÜRDIGKEIT /
FUNKTIONIERENDES
GESCHÄFTSMODELL /
HOHER ZINSKUPON /
BASISINVESTMENT
FÜR KONSERVATIVE
ANLEGER / 6,35 % NO-
MINALVERZINSUNG /
ÜBERSCHAUBARE
LAUFZEIT / TILGUNG ZU
100 % / ATTRAKTIVER

Pino Sergio

EINFACH GUT GEMACHT.

*So funktionieren deutsche
Hypothekenanleihen*

FinanzBuch Verlag

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbiografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:
pino.sergio@wgfag.de

1. Auflage 2010
© 2010 by FinanzBuch Verlag GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Konzept und Realisation: BrunoMedia Communication GmbH

Redaktion und Projektleitung: Hajo Simons

Umschlaggestaltung: Designbüro Wanja Schnurpel

Layout, Grafiken, Satz: Hamza Güler

Druck: CPI - Ebner & Spiegel, Ulm

Printed in Germany

ISBN 978-3-89879-558-6

Weitere Infos zum Thema:

www.wgfag.de

www.finanzbuchverlag.de

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Danksagung

Gern möchte ich hiermit all denjenigen von ganzem Herzen danken, die durch ihre Kompetenz und ihr Engagement zum Gelingen dieses Buches beigetragen haben. Insbesondere gilt mein Dank den Mitautoren Herrn Professor Dr. Alexander Kempf, Herrn Professor Dr. Ferdinand Mager, Herrn Dr. Timo Reinschmidt und Herrn Professor Dr. Hans-Peter Schwintowski von der Humboldt-Universität zu Berlin.

In aller Freundschaft und Zuneigung bedanke ich mich bei meinen Kollegen Hans-Gerd Bullhorst, Hans-Jürgen Friedrich, Raffaele Lino und Paul Zimmer. Dank ihrer Kompetenz, ihrer Hinweise und Vorschläge, ist das Buch von Woche zu Woche besser geworden. Sie haben mich motiviert, wenn es hin und wieder ein wenig hakte. Und sie haben mich zum Glück gebremst, sobald meine Begeisterung, mein Tatendrang und auch meine Ungeduld gelegentlich zu groß wurden.

Ausdrücklich danke ich dem WGF-Team. Also allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern, die ich namentlich hier nicht alle nennen kann, die aber durch ihren unermüdlichen Einsatz eine große Hilfe waren. Ohne dieses starke und zuverlässige Team wäre das alles nicht zu schaffen gewesen.

*Pino Sergio
im November 2009*

Über die Autoren

Pino Sergio (40) ist „Erfinder“ der Hypothekenanleihe und Gründer, Vorstandsvorsitzender sowie Hauptgesellschafter der WGF Westfälische Grundbesitz und Finanzverwaltung AG. Das Düsseldorfer Unternehmen ist ein Immobilieninvestment- und handelshaus. Die WGF AG hält Immobilienbestände in Nordrhein-Westfalen und anderen Bundesländern. Zur Finanzierung des Immobilienhandels wurden bislang festverzinsliche Wertpapiere, sogenannte Hypothekenanleihen, im Volumen von fast 200 Millionen Euro aufgelegt. Pino Sergio hat 17 Jahre Markterfahrung in der Immobilienbranche. Deutschlandweit gilt er als einer der besten Kenner in den Bereichen Portfoliotransaktionen und Immobilienhandel, Asset- und Immobilienmanagement sowie immobilien gesicherte Anlageprodukte. Als gefragter Redner und Autor macht sich Pino Sergio regelmäßig stark für die Immobilie als wertbeständiges sowie substanzstarkes und renditeträchtiges Investment.

Prof. Dr. Alexander Kempf (46) ist seit 1999 Direktor des Seminars für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Finanzierungslehre an der Universität zu Köln. Darüber hinaus ist er seit 2002 Sprecher des Graduiertenkollegs Risikomanagement und seit 2008 Mitglied des Executive Boards der Cologne Graduate School. Professor Kempf betreibt theoretische und empirische Forschung im Bereich der Kapitalmärkte. Seine Forschungsschwerpunkte liegen dabei in den Bereichen Asset Management und Risk Management. Die Ergebnisse seiner Forschung sind in den

bekanntesten nationalen und internationalen Fachzeitschriften publiziert. Gemeinsam mit dem derzeitigen Bundesbankpräsidenten, Prof. Dr. Dr. h. c. Axel A. Weber, gründete Professor Kempf im Jahr 2004 das Centre for Financial Research (CFR) an der Universität zu Köln, dem er seither als Geschäftsführender Direktor vorsteht. Im Jahr 2006 wurde Professor Kempf zum ordentlichen Mitglied der Nordrhein-Westfälischen Akademie der Wissenschaften berufen. Neben seiner wissenschaftlichen Tätigkeit pflegt er einen intensiven Austausch mit der Praxis. Er ist als Berater, Gutachter und Referent im In- und Ausland tätig.

Prof. Dr. Ferdinand Mager (39) ist Inhaber des Stiftungslehrstuhls für Bank- und Finanzmanagement an der European Business School (EBS) in Oestrich-Winkel. Zuvor war er Sociate Professor an der Queensland University of Technology in Brisbane (Australien). Als Mitarbeiter von Prof. Dr. Wolfgang Gerke promovierte er und habilitierte sich an der Universität Erlangen-Nürnberg. Seine Schwerpunkte liegen in der empirischen Kapitalmarktforschung und der Insolvenzversicherung der betrieblichen Altersvorsorge.

Dr. Timo Reinschmidt (32) promovierte als Mitarbeiter von Prof. Dr. Wolfgang Gerke an der Universität Erlangen-Nürnberg über die dynamische Steuerung von Portfoliorisiken. Er arbeitete mehrere Jahre bei der Bank of America im Investment Banking in Frankfurt und London. Er betreute Finanzinstitutionen und Asset Manager bei M&A-Transaktionen sowie Kapitalmarktfragestellungen. Zuvor war er bei KPMG in Nürnberg und bei Merrill Lynch in Zürich tätig. Timo Reinschmidt publiziert international in den Bereichen Risikomanagement und M&A. Seit Herbst 2009 setzt er seine akademische Laufbahn fort.

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski (61) ist Mitdirektor

des Instituts für Bank- und Kapitalmarktrecht an der Humboldt-Universität zu Berlin. Er gehört zu den führenden Bankrechtlern der Bundesrepublik Deutschland. In diesem Zusammenhang hat er zur Umsetzung der MiFID in das nationale Recht eine grundlegende Monografie geschrieben und angeregt, für die rechtlichen Beratungs- und Dokumentationsstandards ein gemeinsames Level Playing Field zwischen Finanz- und Versicherungsprodukten zu entwickeln. Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski hat nach einer Berufsausbildung in einem Versicherungsunternehmen an der Universität Göttingen studiert, dort auch promoviert und bei Prof. Dr. Dr. Ulrich Immenga über Versicherungsmärkte in Europa habilitiert. Er hatte Rufe an die Universitäten Würzburg, Passau sowie Hamburg. An der Humboldt-Universität zu Berlin ist er seit 1993 tätig und vertritt dort die Professur Bürgerliches Recht, Handels-, Wirtschafts- und Europarecht.

Aus der Nische ins Rampenlicht

von Ralf-Dieter Brunowsky

Faszination Immobilie: Schon Theodore Roosevelt, von 1901 bis 1909 amerikanischer Präsident, setzte auf Grund und Boden: „Wer Geld in ausgesuchten Grundbesitz investiert, befindet sich auf dem richtigen Weg zu wirtschaftlicher Unabhängigkeit, denn Land ist die Basis allen Wohlstands.“ In keinem Land der Welt haben Immobilien so viel Einfluss auf die Gesamtwirtschaft wie in den Vereinigten Staaten. So ist es kein Wunder, dass in der Forbes-Liste der reichsten Amerikaner diejenigen aus der die Immobilienbranche den größten Anteil ausmachen. Auch nach den Blessuren der Subprime-Krise und der überfälligen Korrektur überzogener Immobilienpreise hat die Branche nichts von ihrer Bedeutung verloren. Immobilien gehören unter allen Geldanlagen nach wie vor zu den sichersten und attraktivsten Investitionen, wenn die Finanzierung sichergestellt ist.

Auch der deutsche Wohnimmobilienmarkt ist nach wie vor intakt und weitestgehend krisensicher. Dies zeigen Langzeitstudien namhafter Wirtschaftsinstitute und regelmäßige Analysen in den Wirtschaftsmedien. Dass Immobilien speziell in Deutschland ein wertbeständiger und substanzstarker Investmenthafen bleiben, dafür sprechen nicht zuletzt die demografische Entwicklung und die Zunahme der Singlehaushalte. Zu einer Blasenbildung wie in den USA und einigen europäischen Nachbarländern ist es

nicht gekommen und wird es auch nicht kommen, da die Finanzierung hierzulande strenger auf die Bonität der Käufer und Investoren ausgerichtet ist.

Die Finanzierung einer Immobilie bindet beim Anleger jedoch viel Kapital – er setzt oft einen Großteil seines Vermögens auf nur eine einzige Karte. Zudem ist der Erwerb einer Immobilie meist eine Entscheidung fürs ganze Leben. An den vielfältigen Vorteilen von Immobilieninvestments kann jeder aber auch indirekt teilhaben, ohne Klumpenrisiko, beispielsweise mit dem Erwerb von Hypothekenanleihen.

Der Frankfurter Bankier von Bethmann sah in der „Verschuldung in Sachwerten“ die geeignete Form des Vermögensaufbaus. Das Prinzip: Man erwirbt mithilfe von Fremdkapital einen Sachwert – beispielsweise eine Immobilie – und führt Zins und Tilgung des Fremdkapitals zurück, zum Beispiel durch Mieteinnahmen und häufig auch durch Steuervorteile. Ähnlich funktioniert dies bei Hypothekenanleihen.

Diese noch junge Spezies festverzinslicher Wertpapiere wurde als Anlageform speziell für Privatinvestoren entwickelt. Sie sind daher eine festverzinsliche Anlagevariante, die sich als Beimischung eines ausgewogenen Portfolios lohnen kann. Neben der hohen Verzinsung bieten sie Sicherheiten, die je nach Emittent variieren und unterschiedlich zu bewerten sind.

Deutsche Hypothekenanleihen funktionieren übrigens anders als die in Verruf geratenen US-Hypothekenprodukte. Denn amerikanische Hypothekenanleihen basierten – anders als in Deutschland – auf allzu lax vergebenen Immobilienkrediten an private Haushalte. Selbst den einkommensschwächsten Kreditnehmern ohne Eigenkapital wurde in der Hoffnung auf stets steigende Immobilienpreise Geld für den Erwerb von Immobilien geliehen. Objektschätzungen fehlten häufig oder die Objektwerte wurden viel zu hoch bewertet. Als Sicherheit dienten den

Instituten nachrangige Hypotheken (Subprime Mortgage), die den tatsächlichen Verkehrswert der Immobilie in vielen Fällen deutlich überstiegen. Mit steigenden Zinsen und fallenden Immobilienpreisen lösten sich die Sicherheiten in Luft auf – mit den bekannten Konsequenzen.

Hierzulande war die Kreditvergabepraxis schon immer strenger geregelt. Mindestanforderungen an das Risikomanagement sind für deutsche Kreditinstitute verbindliche Vorgaben. Sie müssen gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eingehalten werden. Die monatliche Kreditrate eines Kreditnehmers darf in Deutschland einen vom Eigenkapital und Einkommen abhängigen Wert nicht überschreiten. Die Beleihung der Immobilie darf in der Regel 80 Prozent des regelmäßig geschätzten Immobilienwertes nicht überschreiten.

Sicherheit und Transparenz spielten seit jeher eine wichtige Rolle in der deutschen Praxis immobilienbesicherter Finanzprodukte. Der seit 1789 existierende deutsche Pfandbrief nutzt ausschließlich erstrangige Hypotheken als Sicherheit. Dabei darf der Pfandgegenstand, die Immobilie, nicht mehr als 60 Prozent beliehen werden.

Den deutschen Hypothekenanleihen unterliegen anders als den amerikanischen „Asset Backed Securities“ oder Pfandbriefen keine Immobilienkredite, sondern unmittelbar die Bestandsimmobilien des Emittenten. Deutsche Hypothekenanleihen sind also völlig andere Produkte. Die Verkehrswerte werden von geprüften Gutachtern regelmäßig ermittelt. Solide Hypothekenanleiheemittenten sichern die Anleihegläubiger durch erstrangig eingetragene Grundpfandrechte in Höhe von minimal 90 Prozent des Verkehrswertes ab. Wesentlich ist also: Im Insolvenzfall hätten die Anleger über einen Treuhänder vor allen anderen (im ersten Rang) Zugriff auf die unterliegenden Immobilienwerte.

Da die Hypothekenanleiheemittenten darauf abzielen, die Immobilien preiswert und unter dem Verkehrswert einzukaufen, ist damit der Anleger in der Regel insgesamt zu 100 Prozent seines Anleihekaptals abgesichert.

Im vorliegenden Buch erfahren Sie mehr über das Konstrukt der Hypothekenanleihen und die genaue Funktionsweise dieser Anlageklasse. Die Autoren erläutern, wie Festzinspapiere allgemein funktionieren und wie sich der noch junge Markt der Hypothekenanleihen in Deutschland entwickelt, wer die Anbieter sind, wie die gesetzlichen Rahmenbedingungen aussehen.

Ebenso erfahren Sie, auf welche Ausstattungsmerkmale Sie als Anleger Wert legen sollten, für welche Sparziele Hypothekenanleihen geeignet sind und wie Sie damit Ihr Portfolio optimieren können. Insider-Einblicke aus erster Hand erhalten Sie außerdem in den Handel mit Immobilien und das zugrunde liegende Geschäftsmodell von Hypothekenanleiheemittenten, die sich hiermit von Banken unabhängig finanzieren können.

Mit einem Volumen von nicht einmal 300 Millionen Euro besetzen Hypothekenanleihen derzeit nur eine kleine Nische des Rentenmarktes. Der junge Markt entwickelt sich jedoch rasant. Namhafte Marktteilnehmer haben Hypothekenanleihen entdeckt und vermarkten sie aktiv. Es spricht einiges dafür, dass zunehmend mehr Anleger diese Assetklasse für sich entdecken.

Ralf-Dieter Brunowsky (60) ist Publizist, PR-Berater und Verleger.

Der Diplom-Volkswirt arbeitete viele Jahre in den Chefredaktionen von Wirtschaftswoche, Capital und Impulse. Er ist Vorsitzender der Kölner Journalistenschule für Wirtschaft und Politik.

Hypothekenanleihen

von Pino Sergio

Ein wenig Geschick und Sachverstand vorausgesetzt, lassen sich mit Immobilieninvestments beachtliche Renditen erzielen. Der folgende Beitrag beschreibt die besonderen Eigenschaften von Hypothekenanleihen, ihre Vorzüge im Vergleich zu anderen Anlageformen und stellt die Grundtypen von Hypothekenanleihen vor. Außerdem werden die in Deutschland agierenden Emittenten und ihre Geschäftsstrategien porträtiert.

Bis die Auswirkungen der Finanzkrise bereinigt sind, dürften noch Jahre vergehen. Denn nicht nur viele Privatpersonen, sondern auch die von der Krise betroffenen Länder sitzen auf einem hohen Schuldenberg. Als Konsequenz daraus werden die Akteure an den Finanzmärkten ihre Portfoliostrukturierung neu überdenken müssen. Themen wie Sicherheit und Nachhaltigkeit der Investments sind erkennbar in den Vordergrund institutioneller und privater Anlagestrategien gerückt. Der Großteil der Investoren dürfte künftig den Rendite-Risiko-Aspekt in ihrer Asset-Allokation stärker berücksichtigen und dabei auf Anlageformen setzen, mit denen sie stetigere und verlässlichere Erträge generieren können. Generell bietet die Assetklasse der Immobilienanleihen eine gute Möglichkeit, ein Portfolio zu diversifizieren beziehungsweise das Gesamtrisiko eines Portfolios zu reduzieren. Die Entwicklung seit Ausbruch der Finanzkrise verdeutlicht, dass Investoren mit der 6,35%-WGF-Hypothekenanleihe eine spürbar höhere Rendite einfahren können als mit Anleihen öffentlich-rechtlicher Emittenten oder Festgeldanlagen, unter Berücksichtigung des höheren Risikos selbstverständlich.

Zudem korrelieren Immobilienanleihen, wenn das zugrunde liegende Portfolio breit aufgestellt ist, weniger stark mit dem heimischen Aktienmarkt. Der Anleger sollte aber in gewissen Grenzen risikobereit sein und auf das Know-how des Managements vertrauen, was die jeweiligen Immobilienmärkte angeht.

Neben Investoren bedarf es aber auch Emittenten, die in dieser Anlageklasse über eine hohe Expertise verfügen. Dazu zählt die Düsseldorfer WGF Finanzgruppe, Deutschlands erster Emittent von börsennotierten erstrangigen besicherten Inhaberschuldverschreibungen, dem Vorläufer der heutigen Hypothekenanleihen. Auf der Grundlage des Kerngeschäfts Immobilienhandel emittiert die WGF mit Immobilien besicherte Investmentprodukte. Alle bislang (Stand: November 2009) herausgegebenen Hypothekenanleihen sind mit einem Festzins von 6,35 Prozent p. a. ausgestattet und können unmittelbar über die WGF AG oder bei allen Banken und Sparkassen in einer geringen Stückelung über die Börse erworben werden. Die meisten Anleihen sind von mehreren Amtsgerichten als mündelsicher eingestuft und mit einem Rating der Creditreform Rating AG (www.creditreform-rating.de) versehen. Lediglich die jüngste, noch in der Platzierungsphase befindliche Anleihe mit der Wertpapierkennnummer WGFH05 wurde bislang (Stand: November 2009) noch nicht als mündelsicher eingestuft.

Anhand der WGF-Anleihe wollen die Autoren in diesem Buch die Chancen der Hypothekenanleihe als alternatives Finanzierungsinstrument beleuchten und die Stärken dieses Produkts sowohl als Alternative zur Bankfinanzierung als auch als Depotbeimischung herausfiltern. Die Anleihe mit der Wertpapier-Kennnummer WGFH05 wurde bislang (Stand: November 2009) nicht als mündelsicher eingestuft.



Quelle: DEKA

Abbildung 1: Die Rentabilität der Hypothekenanleihen im Vergleich

Anlageform mit reduzierten Risiken

Anleihen sind ein optimales Investment für sicherheitsorientierte Anleger, die sich nicht mit den schmalen Erträgen aus Sparbüchern oder Festgeldanlagen zufriedengeben möchten. Neben einer klaren Ausrichtung auf Wachstum, hoher Flexibilität und vielseitigen Ausstattungsmerkmalen, um individuelle Anlageziele zu erreichen, versprechen Anleihen in der Regel eine hundertprozentige Rückzahlung zum Laufzeitende.

Eine Hypothekenanleihe ist eine Unternehmensanleihe (Inhaberschuldverschreibung), die hypothekarisch besichert ist. Bei dieser Anlageform werden somit die Vorteile der Immobilienanlage und des Anleiheinvestments in einem Wertpapier gebündelt, wobei die Höhe des Zinssatzes, die Art der Kuponauszahlungen und die Laufzeit im Voraus feststehen. Zudem gibt es noch einen wichtigen, wenn auch nur im seltenen Ernstfall gebrauchten, dinglichen Schutz. Letzteren bieten aber nur Papiere, die durch eine erstrangige hypothekarische Grundschuld gesichert sind. Denn diese garantiert im Insolvenzfall, dass die Ansprüche der Zeichner vor allen sonstigen Forderungen beglichen werden. Damit haben Immobilienanleihen durch diese Art der Besicherung in der Regel ein geringeres Risiko.

Während die Immobilien die Rückzahlung des Kapitals zum Laufzeitende sichern, dienen die laufenden Mieteinnahmen im Insolvenzfall des Emittenten zur Deckung der Zinszahlungen zugunsten der Anleger. Durch den Erwerb dieser Anlage können Anleger nicht nur ihr Rendite-Risiko-Profil optimieren, sondern ihr Vermögen auch innerhalb einer Nutzungsart, zum Beispiel in Wohn- und Gewerbeimmobilien, breiter streuen. Das ist umso bedeutender, weil die Immobilienrenditen in Deutschland in der Vergangenheit – insbesondere im Vergleich zu vielen europäischen Nachbarländern – niedrig waren. Grundsätzlich ist die Hypothekenanleihe für alle defensiv orientierten Anleger geeignet,

die eine feste Verzinsung oberhalb der langfristigen Inflationsrate (circa 2 Prozent p.a.) anstreben, außerdem für alle Anleger, denen eine direkte Anlage in Immobilien zu starr ist und die nach einer lukrativen Möglichkeit suchen, von einer indirekten Anlage in Immobilien zu profitieren.

Die Funktion dieser Anleihe lässt sich gemäß dem Schaubild auf Seite 28 in sechs Schritte unterteilen. Zu Beginn werden die Anlagegelder in ausgewählte Wohn- und Gewerbeimmobilien investiert (Bild 1+2). Die Immobilienkäufe erfolgen anhand einer umfassenden Bewertung und entsprechend den Investitionskriterien des Wertpapierprospekts. Schon mit dem Erwerb der Objekte werden die erstrangigen Grundpfandrechte an diesen Immobilien über einen externen Treuhänder zugunsten der Anleger eingetragen. Das nicht in Immobilien investierte Kapital unterliegt weiterhin der Kontrolle eines externen Mittelverwendungskontrolleurs. Ziel ist, den Wert der Objekte durch ein aktives Asset Management zu steigern (Bild 3+4), wobei die Sanierung, Modernisierung oder der Umbau durch hauseigene Architekten erfolgt. Die Mieteinnahmen der im Bestand befindlichen Immobilien stellen währenddessen für den Anleger die jährliche Verzinsung von 6,35 Prozent sicher. Zur Deckung der Kosten während der Bestandhaltung und anfallender Unternehmenskosten im Rahmen von Due Diligence und Immobilienakquisitionen darf das Unternehmen über 15 Prozent der Anlagegelder frei verfügen und kann dadurch eine schnelle Entwicklung der Immobilien gewährleisten. Darüber hinaus wird möglicher Leerstand mit Unterstützung von Immobilienexperten abgebaut, die über regionale Expertise verfügen.

Wenn die Immobilien nach der baulichen Optimierung weitgehend vollvermietet sind, werden die Objekte zu attraktiven Portfolios gebündelt, die den Ansprüchen nationaler und internationaler Immobilieninvestoren entsprechen (Bild 5+6). Nach der Bündelung wird die schnelle Transaktion angestrebt. Es



Abbildung 2

werden im Anschluss Asset-Management-Verträge abgeschlossen, um so für mehrere Jahre die Bestandsverwaltung und Mieterbetreuung der Objekte sicherzustellen. Auch mit den daraus resultierenden Gewinnen kann die hundertprozentige Rückzahlung des Anlagekapitals nach Ablauf der Laufzeit von fünf bzw. sieben Jahren gedeckt werden.

Eigenschaften von Anleihen im Überblick

Klassische Anleihen sind Wertpapiere mit einem festen Zinssatz und einer festen Laufzeit. Alternativ werden Anleihen auch als „Bonds“, „Schuldverschreibungen“ oder „Obligationen“ bezeichnet. Anleihen beziehungsweise festverzinsliche Wertpapiere geben in der Regel der Staat, Banken und Unternehmen heraus. Anleihen laufen über den Gesamtbetrag (Emissionsvolumen) des Kredits und werden am Kapitalmarkt als sogenannte Teilschuldverschreibungen (anonym) gehandelt. Die Kreditkonditionen, also die Anleihebedingungen, wie etwa die Verzinsung, die Laufzeit oder die Tilgung, sind dabei fest definiert. Bei festverzinslichen Anleihen bleibt die Verzinsung während der gesamten Laufzeit konstant. Bei variabel verzinslichen Anleihen wird sie periodisch, gemäß den Anleihebedingungen, angepasst. Am Ende der Laufzeit besteht die Verpflichtung des Emittenten zur hundertprozentigen Rückzahlung der Anleihe. Während der Laufzeit kann es zu Kursschwankungen kommen, da sich das Wertpapier über den Kurs der jeweiligen Zinssituation am Markt anpasst.

Anleihen werden an der Börse in Prozent gehandelt (Prozentnotiz). Man kauft nicht eine bestimmte Stückzahl einer Anleihe, sondern einen bestimmten Nominalbetrag und bezahlt ihren Kurs in Prozent. Für den Anleiheschuldner ist die Anleihe eine Alternative zum normalen Bankkredit. Er hat hier den Vorteil, dass er Liquidität erhält. Der Käufer einer Anleihe erwirbt das Recht auf Rückzahlung und Verzinsung während der Kreditlaufzeit, die in der Praxis zwischen 5 und 30 Jahre beträgt.

Auch Unternehmensanleihen werden mit einer langen Laufzeit platziert. Im Insolvenzfall hat der Käufer vorrangige Rechte gegenüber den Aktionären des Unternehmens. Im Gegensatz zur Aktie hat der Anleger jedoch keine Stimm- oder Teilhaberrechte.

Emittenten von Anleihen können die öffentliche Hand (zum Beispiel der Staat), Banken (Bankschuldverschreibungen) oder Spezialkreditinstitute, private Banken (besonders Hypothekenbanken), aber auch Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen (Industrieschuldverschreibungen) sein.

Verschiedene Typen von Anleihen

Staatsanleihen

Staatsanleihen sind vom Staat, das heißt vom Bund und den Bundesländern ausgegebene, kurz-, mittel- und langfristige Schuldverschreibungen, die an jeder Börse ohne Prospekt zugelassen sind. Die von der Bundesrepublik Deutschland ausgegebenen Bundesanleihen nehmen inzwischen eine zentrale Stellung am gesamten deutschen Kapitalmarkt sowie im ausländischen Kapitalverkehr ein.

Der Staat emittiert in unregelmäßigen Abständen, in der Regel mehrmals pro Jahr, Bundesanleihen, deren Erwerb keinerlei Beschränkungen unterliegt. Sie sind mit einem Jahreskupon ausgestattet, das heißt, die Zinsen werden jährlich im Nachhinein vergütet. Die Laufzeit von Bundesanleihen beträgt in der Regel zehn Jahre. Allerdings wurden auch schon Anleihen mit einer Laufzeit von 12, 15 und 25 Jahren ausgegeben. Bedingt durch den Amtlichen Handel, können Bundesanleihen über die Börse mit Restlaufzeiten von etwa einem Monat bis zu circa 25 Jahren erworben werden. Allerdings lassen sich Bundesanleihen auch vor Laufzeitende über die Börse verkaufen. Bei Endfälligkeit werden sie zum Nennwert zurückbezahlt.

Zu unterscheiden ist zwischen den Anleihen der Bundesrepublik Deutschland und den Anleihen ausländischer Staaten in Euro oder anderen Währungen. Als öffentliche Hand in Deutschland gelten der Bund sowie seine Sondervermögen. Auch Länder und Gemeinden gelten als öffentliche Hand.

Die Bundeswertpapiere, die Anleihen der Sondervermögen und die festverzinslichen Papiere von Ländern und Gemeinden sind in der Regel ohne Emissionsprospekt an jeder deutschen Börse zum amtlichen Handel zugelassen.

Wie die Bundesrepublik Deutschland nutzen auch ausländische Staaten die Ausgabe von Anleihen, um ihren Haushalt zu finanzieren. Die Rendite der Staatsanleihen wird auch durch die Bonität des Landes beeinflusst. Die Kreditwürdigkeit der Länder überwachen Ratingagenturen wie Moody's, Standard & Poor's oder Fitch Ratings.

Staaten emittieren ihre Anleihen nicht nur in heimischer Währung wie dem Euro, sondern auch in Fremdwährungen wie dem Dollar, dem Schweizer Franken oder dem britischen Pfund. Kauft der Anleger Staatsanleihen auch in fremder Währung, muss er neben der Rendite und dem Ausfallrisiko auch noch die Währungsrisiken beachten.

Innerhalb Europas gab es zwischenzeitlich gewaltige Zinsunterschiede bei Staatsanleihen, was besonders angesichts der Wirtschafts- und Finanzkrise zum Tragen kam. So verlangten Investoren von hochverschuldeten Mittelmeerstaaten höhere Zinsen. Denn nur mit hohen Zinsaufschlägen können die als weniger solvent eingestuft Länder noch Anleger locken, in Staatsanleihen zu investieren. Im Allgemeinen entspricht der höheren Rendite auch ein größeres Risiko.

Industrieanleihen/Corporates

Eine Alternative zu Staatsanleihen können Unternehmensanleihen sein. Anstatt mittels Bankkredit bestimmte Investitionen zu finanzieren, geben Industrieunternehmen auch Anleihen heraus. Dadurch kommt es zu einer Verlagerung der Verschuldung von den Banken zu einzelnen Anlegern, den individuellen Geldgebern. Die Ausgabe ist mittlerweile auch ohne Genehmigung des Bundesfinanzministeriums möglich.

Industrieanleihen (auch Unternehmensanleihen genannt) dienen in der Regel der Beschaffung von langfristigem Fremdkapital für neue Investitionen, deshalb liegen die Laufzeiten bei 5 bis 10, in Ausnahmefällen sogar bei 20 Jahren. Diese Schuldverschreibungen sind in der Regel unbesichert. Als Sicherheit dienen in Einzelfällen erstrangige Grundschulden beziehungsweise Hypotheken oder auch die Bürgschaft eines anderen Unternehmens. In Ausnahmefällen kommen auch öffentliche Bürgschaften infrage. Kommt es nicht zur Eintragung einer Grundschuld oder einer ähnlichen Absicherung, haftet das Unternehmen nur mit seinem Vermögen und seinem guten Namen, dann kann von einer ungesicherten Schuldverschreibung gesprochen werden, im Jargon auch „Plain Vanilla“-Anleihen genannt.

Anleger, die in diese Assetklasse investieren, sollten sich vor einem Investment gründlich über den Emittenten informieren und sich nicht nur von der Rendite beeinflussen lassen.

Börsennotierte Industrieanleihen beziehungsweise -obligationen können grundsätzlich vor Fälligkeit über die Börse verkauft, Restläufer, also Papiere mit einer geringeren Restlaufzeit, auch über die Börse gekauft werden.

Weil zahlreiche Unternehmen im Jahr 2009 an die Finanzmärkte zurückkehrten, erfuhren Anleihen dieser Gattung inmitten der Finanzkrise ein beeindruckendes Comeback. Motivation für eine verstärkte Emissionsfähigkeit war die Notwendigkeit der Firmen, sich mangels Bankkredit an den Kapitalmärkten zu finanzieren. Unternehmensanleihen stehen bei Investoren deswegen so hoch im Kurs, weil sich die Differenz zwischen ihren Renditen und den Renditen von Staatsanleihen („Credit

Spread“) auf einem historischen Höchststand bewegt. Aus diesem Grund wollen viele Investoren, darunter institutionelle Adressen wie Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und Privatbanken, jetzt bei dieser Anlageklasse einsteigen. Zudem sehen institutionelle Investoren bei Unternehmensanleihen aufgrund deren attraktiver Nominalverzinsung einen guten Partner bei drohender Inflation.

Staatlich garantierte Bankanleihen

Mit dem Ausbruch der Finanzkrise hat sich ein Markt für staatlich garantierte Anleihen entwickelt. Banken, die milliardenschwere Wertberichtigungen vornehmen mussten, konnten durch Garantieranleihen, deren Zins- und Tilgungszahlungen durch den Bund beziehungsweise den staatlichen Bankenrettungsfonds SoFFin garantiert wurden, ihre geschwächte Kapitalbasis aufbessern. Diese Bankanleihen werden von der Finanzaufsicht genauso behandelt wie Anleihen des Bundes oder seiner Förderbanken wie etwa der KfW Bankengruppe oder der Landwirtschaftlichen Rentenbank. Der Vorteil für die Banken bestand darin, dass sie für diese Titel kein wertvolles Kapital bereithalten mussten. Für Ausfallrisiken musste also kein Kapital zurückgestellt werden, sondern konnte für andere Segmente wie Unternehmenskredite verwendet werden.

Für seine Garantie bekommt der Bund von den Banken eine Gebühr. Der Zinskupon für die drei bislang von deutschen Banken emittierten Garantieranleihen beträgt jeweils 2,75 Prozent. Trotz der Provision sind die Refinanzierungskosten für die Banken günstiger als für nicht garantierte Schuldtitel. Neben der Commerzbank gaben auch noch die IKB Deutsche Industriebank und die HSH Nordbank Garantieranleihen aus. Insgesamt garantierte der Bund Bankanleihen im Volumen eines deutlich dreistelligen Milliarden Euro-Betrags.

Pfandbriefe

Pfandbriefe sind besonders besicherte festverzinsliche Anleihen. Die Sicherung, Deckungsmasse genannt, besteht aus Darlehensforderungen der Pfandbriefbanken gegenüber der öffentlichen Hand (bei öffentlichen Pfandbriefen) oder aber aus Darlehensforderungen, die entweder mit Grundpfandrechten (bei Hypothekenpfandbriefen) oder Schiffshypotheken (bei Schiffspfandbriefen) besichert sind. Wegen dieser besonderen Sicherung gelten Pfandbriefe als Alternative zu Bundeswertpapieren oder zum Sparbuch. Das Geld aus der Ausgabe dieser Papiere verleihen die Institute wiederum an Bund, Länder und Gemeinden. Finanziert werden dadurch öffentliche Vorhaben jeder Art.

Bis in die sechziger Jahre wurden Pfandbriefe oft mit einer Laufzeit von 30 bis 50 Jahren emittiert. Danach wurden Pfandbriefe nur noch mit einer Laufzeit von bis zu zehn Jahren ausgegeben.

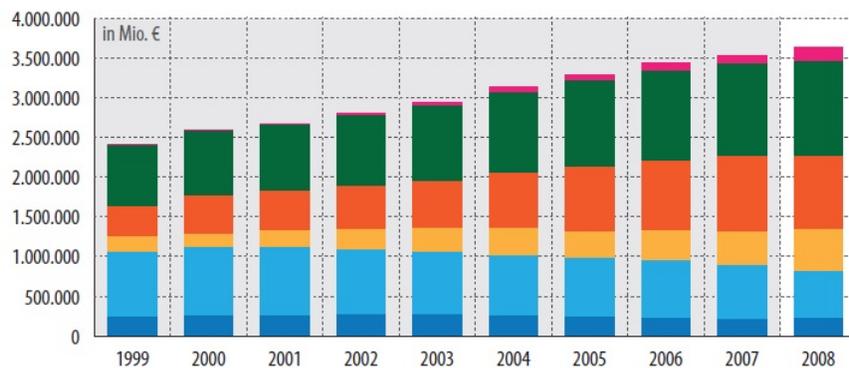
Bis vor zehn Jahren noch fehlte dem Pfandbriefhandel das notwendige Volumen, um als liquides Marktsegment zu gelten. Und der wesentliche Schritt dorthin hatte wieder einmal seinen Auslöser in Deutschland. Denn den richtigen Schwung als wichtiges Refinanzierungsinstrument am internationalen Kapitalmarkt bekamen Pfandbriefe erst 1995. Im Mai dieses Jahres emittierte die Frankfurter Hypothekenbank, die später in der Eurohypo aufging, den ersten Jumbo-Pfandbrief; dieser hatte seinerzeit ein Volumen von mehr als 500 Millionen D-Mark. Aufgrund der hohen Kundennachfrage wurde die Emission innerhalb von nur drei Monaten auf 1 Milliarde aufgestockt.

Über lange Zeit hinweg waren Pfandbriefe das dominierende Segment am Jumbo-Covered-Bond-Markt. Noch etliche Jahre, nachdem die großvolumig gedeckten Bonds aus der Taufe gehoben wurden, nahmen sie einen Anteil von rund 90 Prozent des

Gesamtmarktes in der jüngeren Vergangenheit ein. Erst in den vergangenen vier bis fünf Jahren fand das Konzept der Pfandbriefe mehr und mehr Nachahmer – nicht nur innerhalb Europas, sondern jüngst auch außerhalb seiner Grenzen. Aus Emittentensicht lockte die günstige Refinanzierung im Vergleich zu ungedeckten Begebungen, aus Sicht der Anleger die hohe Sicherheit der Papiere. Und da die Nachfrage über viele Jahre hinweg das Angebot deutlich überstieg, wurde der Kreis der Covered-Bond-Emittenten – auch außerhalb Deutschlands – stets größer. Die logische Folge davon war, dass der Anteil der Pfandbriefe am gesamten Markt der gedeckten Bonds zunehmend abnahm.

Innerhalb Deutschlands haben Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von weniger als 1 Milliarde Euro (traditionelle Pfandbriefe) auch fast 13 Jahre nach „Erfindung“ des Jumbo-Pfandbriefs noch immer die Nase vorn – auch wenn das ausstehende Volumen der Pfandbriefe insgesamt prozentual sinkt. Die Ursache dieser Aufteilung ist wohl vor allem in der Geschichte des Pfandbriefmarktes zu suchen und hier im traditionell sehr hohen Anteil der kleinvolumigen Papiere am gesamten

- Hypothekendarlehen**
- Öffentliche Pfandbriefe
- Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten
- Sonstige Bankschuldverschreibungen
- Anleihen der öffentlichen Hand
- Industrieobligationen



* einschl. Namensschuldverschreibungen, ** inkl. Schiffspfandbriefe
 Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten

Abbildung 3: Umlauf festverzinslicher Wertpapiere*

Refinanzierungsvolumen der deutschen Pfandbriefbanken. Denn dieses Instrument hatte sich schon über Jahrzehnte etabliert, bevor der erste Jumbo-Pfandbrief aufgelegt wurde.

Nach Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 belebte sich das Pfandbriefgeschäft im Jahr 2009 wieder. In den ersten sechs Monaten des Jahres wurde in Deutschland laut Verband Deutscher Pfandbriefbanken ein Pfandbriefvolumen von knapp 66 Milliarden

Euro emittiert. Das lässt den Schluss zu, dass das Vertrauen der Investoren in das Produkt schrittweise zurückgekehrt und der Pfandbrief auf gutem Weg ist, seine große Bedeutung als langfristiges Refinanzierungsinstrument wiederzugewinnen. Die Erholung ist zum Jahresende 2009 in Sicht, doch wird diese momentan noch durch den gezielten Ankauf von Covered Bonds durch die EZB gestützt. Dennoch ist es zu früh, um von einem funktionierenden Sekundärmarkt zu sprechen. Hinzu kommt, dass sich speziell das Pfandbriefsegment durch die jüngst verabschiedete Ausweitung des Garantierahmens für unbesicherte Bankanleihen in Deutschland neuen Schwierigkeiten gegenüber sieht.

Besonderheiten bei Hypothekendarlehen

Als Deckungswerte für Hypothekendarlehen kommen nur Hypotheken in Frage, die bestimmte Anforderungen erfüllen. So können unter anderem nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen Rechten einer ausländischen Rechtsordnung lasten, die mit entsprechenden Rechten der deutschen Gesetzgebung vergleichbar sind.

Weitere Anforderungen werden an die Hypotheken durch Versicherungspflicht und Beleihungswertermittlung gestellt. Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswerts findet nur der langfristige, nachhaltige Substanz- und Ertragswert einer Immobilie Berücksichtigung. Laut dem Pfandbriefgesetz können dann als Deckung für Hypothekendarlehen nur Immobilienkredite in Höhe von bis zu 60 Prozent des ermittelten Beleihungswertes eines Grundstücks genutzt werden. Diese Grenze gilt unabhängig davon, ob es sich um ein wohnwirtschaftlich oder gewerblich genutztes Gebäude handelt. Dies ist im Vergleich zu anderen Covered-Bond-Gesetzen in Europa eine recht strenge Regelung, die dem Schutz des Pfandbriefgläubigers dient.

Kontrolle von Darlehen

Darlehenemittenten stehen unter der besonderen Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin), die ihre Aufgaben nach den Vorschriften des Darlehengesetzes und des Kreditwesengesetzes ausübt. Dabei ist die BaFin befugt (§ 3 DarlGB), alle Anordnungen zu treffen, die geeignet und erforderlich sind, um das Geschäft der Darlehenbanken mit diesem Gesetz und den dazu erlassenen Rechtsverordnungen in Einklang zu halten. Von zentraler Bedeutung ist das Recht der Aufsicht, spätestens alle zwei Jahre stichprobenartig die Deckung der Darlehen und damit die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu prüfen. Zu diesem Zweck sind die Darlehenbanken verpflichtet worden, ein „Deckungsregister“ zu führen. Auf diese Weise werden die bislang schon von der BaFin in regelmäßigen Abständen durchgeführten Prüfungen bei Hypothekendarlehenbanken auf alle Darleheninstitute ausgeweitet. Weiterhin kann die BaFin eigene Maßnahmen treffen, zum Beispiel den Erlass von Anweisungen für die Geschäftsführung oder das Bestellen von Aufsichtspersonen in Bezug auf die Deckungsmasse.

Im Insolvenzfall

Die Insolvenzvorschriften des DarlGB entsprechen im Wesentlichen den Vorschriften des HGB. Die der Darlehendeckung dienenden Darlehen/Forderungen zählen im Insolvenzfall nicht zur allgemeinen Konkursmasse. Die Deckungsmasse für Darlehen des Kreditinstituts werden als Sondervermögen aus der Insolvenzmasse ausgegliedert. Darlehengläubiger erhalten so das Recht, vor allen anderen Gläubigern aus dem

Deckungsregister befriedigt zu werden. Erst wenn alle Ansprüche der Pfandbriefgläubiger vollständig und zeitgerecht erfüllt sind, kann ein eventuell verbleibender Betrag aus den Deckungswerten für die Befriedigung der anderen Bankgläubiger verwendet werden. Reichen die Deckungswerte hingegen nicht zur Bedienung der Pfandbriefe aus, können also die Zins- oder Tilgungsansprüche der Pfandbriefgläubiger nicht mehr termingerecht erfüllt werden, so muss über das jeweilige Sondervermögen ein gesondertes Insolvenzverfahren eröffnet werden.

Die Pfandbriefgläubiger haben im Umfang der Forderungen, die nicht über die Liquidationserlöse der Deckungsmasse befriedigt werden können, einen gleichberechtigten Anspruch an die Insolvenzmasse der Bank wie Gläubiger ungedeckter Forderungen.

ABS (Asset Backed Securities)

Bei Asset Backed Securities (ABS) handelt es sich um mit Vermögensgegenständen (Assets) unterlegte (Backed) Wertpapiere (Securities). ABS sehen in ihrer Grundform die Veräußerung des Forderungsbestands eines Unternehmens oder eines Kreditinstituts an eine eigens dafür gegründete Gesellschaft vor. Die Aufgabe dieser Zweckgesellschaft besteht ausschließlich im Ankauf der Forderungsbestände und in deren Refinanzierung durch die Emission von Wertpapieren, die durch den Forderungsbestand gesichert sind. Besonders für Unternehmen mit schlechter Bonität stellen ABS-Papiere eine interessante Finanzierungsquelle dar, da in einem Rating lediglich die Qualität der verkauften Forderungen beurteilt und die Bonität des Gläubigers hierbei nicht betrachtet wird.

ABS bieten Banken, aber auch anderen Unternehmen, große Vorteile, insbesondere ermöglichen sie ein effektives Risiko- und Bilanzmanagement. So können zum Beispiel sogenannte Klumpenrisiken, die durch vermehrte Kreditvergabe an einen bestimmten Wirtschaftssektor oder Kunden entstehen, vermieden oder verteilt werden. Insofern leisten ABS im Grundsatz einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems. Die Kehrseite liegt in der Anreizwirkung der ABS: Normalerweise müssen Banken zur eigenen Absicherung die Bonität des Schuldners prüfen und danach ihre Kredite vergeben. Da sie - vor Ausbruch der Kreditkrise - den Kredit im Anschluss verkaufen konnten, verlor die Bonitätsprüfung für sie an Bedeutung. Weiterhin führten die mehrfache Verbriefung und die komplexe Transaktionsstruktur zu einer Verschleierung der Risiken, sodass sich die Investoren in Zeiten der Finanzkrise auf die Ratingagenturen verließen, die ihrerseits jedoch versagten.

ABS-Sonderformen

Der Begriff Asset Backed Securities wird im Fachjargon sowohl als Oberbegriff verstanden wie auch als Bezeichnung für eine konkrete Produktgruppe. So wird unterschieden zwischen: Asset Backed Securities (ABS), Asset Backed Commercial Paper (ABCP), Mortgage Backed Securities (MBS), Residential MBS (RMBS), Commercial MBS (CMBS), Collateralised Debt Obligations (CDOs), Collateralised Loan Obligations (CLOs), Collateralised Bond Obligations (CBOs) und Collateralised Mortgage Obligations (CMOs).

Tabelle 1: Sonderformen der ABS-Papiere

ABS Asset Backed Securities

ABS Asset Backed Securities	MBS Mortgage Backed Securities	CDO Collateralized Debt Obligations
Forderungen aus <ul style="list-style-type: none">• Lieferung u. Leistung• Leasingverträgen• Kreditkartenverträgen• Konsumentenkrediten• anderen Geschäften des Forderungsverkäufers	Forderungen aus <ul style="list-style-type: none">• Darlehensverträgen für private Hypothekendarlehen (RMBS)• Darlehensverträgen für gewerbliche Hypothekendarlehen (CMBS)• Single Loan Transactions (CMBS)	<ul style="list-style-type: none">• Collateralized Bond Obligations (CBO)<ul style="list-style-type: none">◦ Emerging-Markets-Anleihen◦ High-Yield-Anleihen◦ Investmentgrade-Anleihen◦ ABS-Tranchen• Collateralized Loan Obligations (CLO)
Term Transactions		

Quelle: Helaba

Exkurs: Varianten von Verbriefungen

Verbriefungen sind nicht nur ein Refinanzierungsinstrument, sondern auch ein Instrument des Risikotransfers. Bei der Verbriefung überträgt die Bank die Hypothek an eine Zweckgesellschaft. Diese emittiert danach Wertpapiere, die durch einen Pool von Hypothekarforderungen gedeckt werden. Damit wird das Kreditrisiko der Hypotheken von der Bank an Investoren weitergereicht. Verbriefungen können verschiedene Ausgestaltungen annehmen. Diese Gruppe lässt sich in Mortgage Backed Securities, sogenannte MBS, und strukturierte Verbriefungsprodukte unterteilen.

Die klassische Form der Verbriefung sind die MBS. Das sind Obligationen, die direkt durch Hypothekarforderungen gedeckt werden. Die regelmäßigen Zinszahlungen und die Rückzahlung des Nennwertes erfolgen bei MBS durch das Weiterreichen der Zinszahlungen respektive der Kreditrückzahlung der Hypothekenschuldner an die Besitzer der Wertpapiere. Bei den MBS lassen sich grob zwei Untergruppen unterscheiden: Agency MBS und Private Label MBS. Während bei den Agency MBS unter strikten Kriterien nur konventionelle Hypotheken verbrieft werden dürfen, herrschen bei den Private Label MBS fast keine Beschränkungen. Zudem werden die Agency MBS durch staatlich regulierte Gesellschaften garantiert. Hinter den Private Label MBS hingegen stehen nur wenig kapitalisierte private Zweckgesellschaften. Private Label MBS unterliegen im Vergleich zu den Agency MBS einem höheren Risiko.

Mitte der achtziger Jahre entstanden die strukturierten Verbriefungsprodukte. Diese haben insbesondere in den vergangenen Jahren ein enormes Wachstum erlebt. Anstelle einer gewöhnlichen MBS-Anleihe werden hier für einen Pool von Hypotheken verschiedene Wertpapierklassen emittiert, die unterschiedliche Risiko- und Ertragscharakteristika besitzen. Die niedrigste von Ratinginstituten bewertete Klasse ist

die Equity-Tranche. Diese fängt die ersten Verluste und Zinsausfälle im Referenzportfolio beziehungsweise im Hypothekenpool auf. Erst die nachfolgenden Klassen, die sogenannten Mezzanine- und die Senior-Tranche, werden von Verlusten und Ausfällen betroffen.

Senior- und Mezzanine-Tranchen sind vergleichbar mit Anleihen, da sie über einen fixen Kupon und eine vordefinierte Laufzeit verfügen. Die höchstbewerteten Tranchen tragen in der Regel das höchstmögliche Rating AAA. Zentral ist, dass diese Ratings aus ökonomischer Sicht nicht mit denjenigen normaler Anleihen oder Pfandbriefanleihen zu vergleichen sind. Im Unterschied zu gängigen Anleihen hängt zum Beispiel das Rating einer Senior-Tranche einer strukturierten Verbriefung nicht nur vom Kreditrisiko des Hypothekenpools ab, sondern auch von der Größe der untergeordneten Tranchen, die die ersten Verluste abfangen.

Die Kreativität der strukturierten Verbriefungen kannte in den vergangenen Jahren fast keine Grenzen und führte zu immer komplexeren Produkten. Eine besonders hohe Aktivität fand im Subprime-Segment statt, wo die Subprime-CDOs eine unrühmliche Bekanntheit erlangten. Ein erheblicher Teil der Subprime-Hypotheken wurde verbrieft und mit CDOs refinanziert. Mit der strukturierten Verbriefung war es möglich, gegenüber einem Pool von schlechten Hypotheken Wertpapiere mit einem AAA-Rating auszugeben.

Bonität, Laufzeit, Zins: Kriterien für den Vergleich von Festzinspapieren

Wie Zinspapiere allgemein funktionieren, lässt sich am besten anhand eines Beispiels erklären. Der Käufer leiht dem Emittenten Geld, zum Beispiel 100 Euro pro Anleihe. Als Vergütung für das zeitweise Verleihen eines Geldbetrages bekommt der Anleger (der Gläubiger) vom Emittenten (Schuldner) eine Vergütung in Form der Zinszahlung. Die Höhe des Zinses, die der Anleger vom Emittenten auf den Nennwert oder den Nominalwert der Anleihe erhält, ist in den Anleihebedingungen festgehalten.

Die Auszahlung des Zinses erfolgt meistens einmal jährlich, in wenigen Fällen mehrmals pro Jahr. Diese Art der Auszahlung während der Laufzeit ist die häufigste Form bei festverzinslichen Wertpapieren wie auch bei Anleihen mit einem variablen Zinssatz, den sogenannten Floatern.

Der Nominalzins kann allerdings von der laufenden Verzinsung während der Restlaufzeit als Folge eines schwankenden Anleihenurses zum Nennwert abweichen. Tatsächlich sagt der Nominalzins oder Kupon nur eingeschränkt etwas über die Verzinsung aus. Einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf die laufende Verzinsung ist der aktuelle Kurswert. Die laufende Verzinsung resultiert aus dem Verhältnis zwischen dem Nominalzins (Kupon) und dem aktuellen Kurs der Anleihe. Die laufende Verzinsung errechnet sich wie folgt: $(\text{Nominalzins (Kupon)} \% / \text{aktueller Anleihenkurs}) \times 100\% = \text{Laufende Verzinsung}$.

Um unterschiedlich ausgestattete und bewertete Anleihen vergleichen zu können, ist die Angabe der Rendite (Effektivzins) wichtig. Sie zeigt dem Anleger die tatsächliche Verzinsung seines Kapitals mit einem Prozentwert an. Anders als bei dem bereits bei Emissionsbeginn feststehenden Zinskupon, beeinflussen neben dem Nominalzins (Kupon) auch der Kursverlauf sowie die Laufzeit der Anleihe die Rendite einer Anleihe.

Es sind mehrere Berechnungsmethoden für die Rendite bekannt. Um einen Näherungswert zu erhalten, eignet sich einer der Renditerechner auf den Webseiten der Banken oder Börsen oder folgende Faustformel:

$$\text{Rendite} = \frac{100\% \times (\text{Nominalzins} + \frac{\text{Verkaufskurs} - \text{Kaufkurs}}{\text{Laufzeit}})}{\text{Kaufkurs in \%}}$$

Renditen, die deutlich über denen vergleichbarer Bundesanleihen liegen, sind mit einem höheren Risiko behaftet. Denn die Kreditwürdigkeit findet Niederschlag in der Höhe der Rendite. Eine Faustregel sagt: Je höher die Rendite, umso schlechter ist die Bonität. Möchte sich ein Emittent mit einer schlechten Kreditwürdigkeit Geld leihen, muss er den Anlegern (Gläubigern) als Gegenleistung höhere Zinsen für das erhöhte Risiko eines Zahlungsausfalls bieten. Anleihen mit einem sehr hohen Bonitätsrisiko und daraus folgender vergleichsweise hoher Ausfallwahrscheinlichkeit werden auch als Junk Bonds (Schrott-Anleihen) bezeichnet.

Da der Kursverlauf in die Berechnung der Rendite einfließt, sind die Einflussfaktoren auf den Anleihenkurs wichtig: So können Konjunkturerwartungen der Anleger, Inflationsniveau, das Niveau des Marktzinses, die Aktienmarktvolatilität und die Kreditqualität des Emittenten den Anleihenkurs und damit die Rendite beeinflussen. Das Ausmaß der Veränderungen der Anleihenrendite ist ebenfalls abhängig von der Laufzeit der Papiere. Während die Renditen der Anleihen mit kurzer Laufzeit auf die Geldpolitik der Notenbanken reagieren, schlagen sich Inflationserwartungen zumeist auf langlaufende Anleihen nieder. Erwarten die Anleger einen Rückgang der Inflationsrate, sinken die Renditen der Anleihen mit langer Laufzeit. Sind EZB-Leitzinssenkungen zu erwarten, werden Neuemissionen in der Regel mit einem geringeren Zinskupon begeben.

Anleihen werden mit unterschiedlichen Laufzeiten begeben. Je nach Zeithorizont des Kreditbedarfs wählt der Emittent (Schuldner) die Laufzeit der Anleihe. Dabei richtet er sich nach den gängigen Laufzeiteinteilungen. Die Ausgabe von Anleihen wird von den Emittenten auch strategisch eingesetzt. Glaubt der Emittent, dass der Marktzins auf einem sehr niedrigen Niveau ist, versucht er sich über den Kapitalmarkt zu niedrigen Kosten (Zinszahlungen) möglichst langfristig zu finanzieren. Ist das Marktzinsniveau sehr hoch und erwartet der Emittent fallende Zinsen, bemüht er sich um eine möglichst kurze Laufzeit.

An den Geld- und Kapitalmärkten hat sich folgende Laufzeiteneinteilung durchgesetzt: kurzfristig (bis vier Jahre), mittelfristig (vier bis acht Jahre) und langfristig (mehr als acht Jahre). Es besteht auch ein Zusammenhang zwischen Laufzeit oder Restlaufzeit und dem Zins einer Anleihe. Dieser zeigt sich in der sogenannten Zinskurve. Sie zeigt, dass Anleihen bei längeren Laufzeiten normalerweise höhere Renditen einbringen als bei kürzeren Laufzeiten.

Anleihen werden wie Aktien, Optionsscheine oder Zertifikate notiert und können damit auch Kursschwankungen unterliegen. Anders als Aktien werden die Kurse einer Anleihe in Deutschland in Prozent notiert. Die Prozentangabe bezieht sich dabei auf den Nominalwert der Anleihe. Der Börsenkurs einer Anleihe unterliegt einer Reihe von unterschiedlichen Einflussfaktoren. So beeinflussen die Entwicklung der Marktzinsen, die Laufzeit, die Bonität des Emittenten und der Nominalzins (Kupon) den Anleihekurs. Der Wechselkurs spielt bei Fremd- und Doppelwährungsanleihen eine wichtige Rolle.

Eine wichtige Faustformel ist folgende: Steigt das Niveau des Kapitalmarktzinses, sinken die Kurse für die Anleihen. Denn die Nachfrage nach diesen Anleihen lässt nach – die neu emittierten Anleihen haben einen höheren Nominalzins und sind daher für den Anleger attraktiver. Auf der anderen Seite steigen die Kurse der Anleihen bei einem sinkenden Kapitalmarktzins.

Neben einem Kurs- und Zinsrisiko besteht auch die Gefahr, dass ein Emittent (Schuldner) seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann und Zinsen oder sogar das geliehene Kapital nicht zurückzahlen kann. Gerüchte, Abstufungen der Kreditwürdigkeit oder tatsächliche Zahlungsausfälle können zu dramatischen Kurseinbußen führen. Auf der anderen Seite kann eine Verbesserung der Kreditwürdigkeit einen Anstieg der Anleihekurse zur Folge haben.

Unterschiede zwischen Hypothekenanleihen und Pfandbriefen

Im juristischen Sinne ist die Hypothekenanleihe ähnlich wie ein Pfandbrief eine hypothekarisch abgesicherte Inhaberschuldverschreibung. Neben den generellen Forderungen gegen das Unternehmen aus der Anleihe heraus sind die Anleihehalter zusätzlich durch den Immobilienbestand vor allen übrigen Forderungsinhabern besichert. Bei einer Hypothekenanleihe wird allerdings noch zwischen erstrangig und nachrangig besicherten Anleihen unterschieden. Erstrangige Hypothekenanleihen sichern den Anleger mit erstrangigen Grundpfandrechten ab. Im Falle eines Zahlungsausfalles hat der Anleger das Recht, sich über die Verwertung der entsprechenden Liegenschaft schadlos zu halten. Bei nachrangigen Hypotheken hingegen können Anleger nur dann mit einem Verwertungserlös zur Absicherung rechnen, wenn die erstrangigen Gläubiger vollständig ausgezahlt wurden und noch genügend Vermögensmasse zum Ausgleich der nachrangigen Forderung vorhanden ist.

Ein Pfandbrief ist ebenfalls nichts anderes als eine Verbriefung von hypothekarischen Darlehen in Form eines Wertpapiers, doch der große Unterschied besteht in der eindeutigen gesetzlichen Grundlage und der wesentlich besseren Nachvollziehbarkeit der Schuldverhältnisse. So legt beispielsweise das deutsche Pfandbriefgesetz fest, dass der Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe das 60-Fache des eingezahlten Grundkapitals der Gesellschaft nicht übersteigen darf, was bei diversen amerikanischen und sonstigen kreditgedeckten Wertpapieren nicht der Fall sein muss. Zudem gibt es bei Pfandbriefen strenge regulatorische und operative Anforderungen an die emittierenden Hypothekenbanken, wie etwa ein Risikomanagementsystem mit gesonderter Abbildung aller Risiken der Deckungsmassen oder das Überschreiten eines gewissen Kernkapitals. Da es bei Pfandbriefen in den vergangenen 100 Jahren noch keine Störungen bei Zinszahlungen und Tilgungen gegeben hat, hat die Anlageform „Pfandbriefe“ einen ausgezeichneten Ruf. Zwar ist die Verzinsung von Hypothekenanleihen in der Regel höher als die von Pfandbriefen, doch dieser Vorteil geht mit einem höheren Risiko und einer geringeren Liquidität einher.

Kurzporträts der Emittenten

Der deutsche Markt für Hypothekenanleihen ist noch überschaubar. Gerade einmal eine gute Hand voll Immobilienunternehmen haben sich seit 2004 an die bankenfreie Geldbeschaffung über den Kapitalmarkt herangetastet. Zu den bekanntesten Unternehmen zählen das Immobilieninvestmentunternehmen WGF AG und der Einzelhandelsinvestor Boetzelen Real Estate. Bei den anderen Emittenten handelt es sich um den Berliner Projektentwickler Charmartín Meermann, den Bestandshalter Gebhard Real Estate und CWI Real Estate. Emittiert wurden bislang 15 Anleihen mit einem Volumen von 415 Millionen Euro im Umlauf, wobei allein 230 Millionen Euro auf die WGF und 70 Millionen Euro auf Boetzelen entfallen.

Die fünf Hypothekenanleihen (bis November 2009) der WGF AG sind mit einem Festzins von 6,35 Prozent p. a. ausgestattet und konnten mit Ausnahme der Anleihe, die in 2011 ausläuft (Stückelung in 1.000 Euro), in Stücken zu je 500 Euro erworben werden.

Die erste und bereits getilgte 6,35 % Hypothekenanleihe (WKN: A0AQSM) mit einem Emissionsvolumen von 20 Millionen Euro und einer Stückelung von 500 Euro wurde im Jahr 2004 emittiert (Laufzeit bis 2009). Mit dieser Emission hat die WGF die erste erstrangig besicherte Hypothekenanleihe an den deutschen Markt gebracht. Im Mai 2006 wurde die Hypothekenanleihe erstmals von der Creditreform Rating Agentur geprüft und mit einem Anfangsrating von „BB“ versehen. Im August 2006 wurde das Rating auf „BBB“ festgesetzt, was zugleich einem Investmentgrade-Status entspricht.

Diese am 30. Juni 2009 ausgelaufene WGF 6,35 % Hypothekenanleihe (WKN: A0AQSM) ist am 1. Juli 2009 plangemäß und vollständig an die Anleger zurückgezahlt worden. Damit hat die erste Unternehmensanleihe der WGF AG, die am 1. Juli 2004 emittiert wurde, ihren Lebenszyklus erfolgreich absolviert.

Bei der zweiten 6,35 % Hypothekenanleihe (WKN: A0JRUJ) mit einer Laufzeit von 2006 bis 2011 wurde das Emissionsvolumen auf 30 Millionen Euro erhöht und zu einem Stückpreis von 1.000 Euro ausgegeben. Die Rückzahlung des Wertpapiers wird am 14. November 2011 zu 100 Prozent erfolgen. Auch diese Anleihe wurde von der Ratingagentur Creditreform mit einem „BBB“-Rating versehen. Zudem wurde die WGF 6,35 % Hypothekenanleihe im März 2007 vom TÜV Rheinland in einem aufwändigen Zertifizierungsverfahren mit der Note „gut“ ausgezeichnet. In einem Evaluierungsprozess im Oktober 2007 verbesserte sich die Note auf das Prädikat „sehr gut“. Vier Monate zuvor entschied ein Vormundschaftsgericht erstmals positiv über die Mündelgeldtauglichkeit der WGF 6,35 % Hypothekenanleihe (Amtsgericht Neuss; AZ: 116 XVII R 88). Etwa ein Jahr später, am 16. Juli 2008, äußerte sich auch das Amtsgericht Rheinberg (AZ: 2 XVII 89/05) positiv über die Mündelgeldtauglichkeit gemäß §§ 1807, 1811 BGB.

Bei der dritten WGF 6,35 % Hypothekenanleihe (WKN: A0LDUL) mit einer Laufzeit von 2008 bis 2013 wurde das Emissionsvolumen auf 50 Millionen Euro erhöht, auf 100.000 Stück begrenzt und zu einem Stückpreis von 500 Euro ausgegeben. Am 14. März 2013 wird das Wertpapier zu 100 Prozent zurückgezahlt. Im Dezember 2008 hat die Creditreform Rating das Wertpapier mit der Ratingnote „BB“ bewertet. Zugleich erlangte die Hypothekenanleihe mit dem Beschluss des Amtsgerichts Rheinberg vom 16. Juli 2008 die Mündelsicherheit gemäß §§ 1807, 1811 BGB.

Auch die vierte Anleihe hatte ein Emissionsvolumen von 50 Millionen Euro und wurde in 100.000 Stück à 500 Euro eingeteilt. Im Januar 2009 hat die Creditreform Rating die Hypothekenanleihe (WGFH04) mit der Ratingnote „BB“ bewertet. Auch diese Anleihe wurde inzwischen als mündelgeldtauglich eingestuft.

Die Boetzelen Real Estate AG, die mit ihren Hypothekenanleihen im Wesentlichen die gut prognostizierbaren Zahlungsströme bekannter Discounter wie Aldi oder Lidl verbrieft, emittierte in den Jahren 2005 (Anleihe I) und 2006 (Anleihe II und III) drei Hypothekenanleihen mit einem Volumen von insgesamt 70 Millionen Euro, wobei zwei Anleihen mit einem Emissionsvolumen von jeweils 20 Millionen Euro und eine Anleihe mit einem Volumen von 30 Millionen Euro begeben wurden. Alle drei Anleihen sind an der Börse zugelassen und notieren im geregelten Markt. Der Zinssatz beträgt jeweils 6 Prozent p.a. Während die zuerst emittierten Bonds jeweils zum Halbjahresresultimo 2015 und 2016 auslaufen, wurde das Laufzeitende der zuletzt begebenen Anleihe auf den 15. November 2016 festgesetzt. Die Stückelung erfolgte zu 1.000 Euro. Die Anleihegelder wurden für die nachrangige Finanzierung der bilanzierten Objekte eingesetzt.