



Hypothekenanleihen

TOTGESAGTE LEBEN LÄNGER

DR. THORSTEN KUTHE, HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK Die Finanzkrise, die die Weltwirtschaft nunmehr seit bald zwei Jahren im Griff hält, nahm ihren Ausgang u.a. darin, dass mit Grundpfandrechten besicherte Anleihen von Ausfällen bedroht waren und erheblich an Bonität verloren. Demgemäß hat neben der Finanzbranche die Immobilienbranche in besonderem Maße unter der Krise gelitten. Die Finanzierung durch entsprechende Anleihen galt damit nicht mehr. Sieht man jedoch etwas genauer hin, so stimmt dieses Bild jedenfalls in Deutschland heute nicht mehr.



Dr. Thorsten Kuthe, Partner,
Heuking Kühn Lüer Wojtek

Die Unsicherheiten bezüglich der hypothekenbesicherten Anleihen bezogen sich im Wesentlichen auf die USA. Dort hatten die Immobilienpreise einen jahrelangen Boom erlebt bei gleichzeitig niedrigen Zinsen, so dass viele Kredite an Personen vergeben wurden, die eigentlich nicht in der Lage waren, diese zu tilgen. Als die Immobilienpreise stiegen, führte dies zu einer Kombination, die sich in hohem Maße negativ auf entsprechende Anleihen auswirkte. In Deutschland sieht die Lage jedoch anders aus. 100%-ige Nullzinsfinanzierungen und ähnliche extreme Auswirkungen hat es hier praktisch

kaum gegeben. Auch die Immobilienpreise sind weitgehend stabil geblieben. Demgemäß hat es auch etwa im Pfandbriefbereich, dem weltweit wohl ältesten, aber nach wie vor aktuellen Wertpapier, welches durch Immobilien abgesichert wird, keinerlei größere Verwerfungen gegeben. Nunmehr werden auch wieder von Immobilienunternehmen hypothekenbesicherte Anleihen platziert. Dabei richten sich entsprechende Platzierungen vornehmlich an Privatanleger, die in Deutschland traditionell eine hohe Affinität zu der Sicherheit der Immobilie haben.

Treuhänder hält Grundpfandrechte

Was ist nun eine hypothekenbesicherte Anleihe? Im Kern handelt es sich um eine ganz normale Unternehmensanleihe. Jedoch wird die Anleihe mit einer Sicherheit in Form von einem oder mehreren Grundpfandrechten (Grundschulden oder Hypotheken) hinterlegt. Typischerweise dient die hypothekenbesicherte Anleihe der Finanzierung des Erwerbs von Immobilienportfolien, und entsprechend werden die somit erworbenen Immobilien als Sicherheit eingesetzt. In rechtlicher Hinsicht wird die Sicherheitenbestellung dabei über einen Treuhänder abgewickelt. Denn die Bestellung unmittelbar auf die Anleihegläubiger wäre jedenfalls bei einer im Retail-Markt platzierten Anleihe nicht praktikabel, werden hier die Anleihen doch in kleinen Stückelungen typischerweise zu 1.000 Euro breit gezeichnet. Sollten die Anleihegläubiger unmittelbar ohne Einschaltung eines Treuhänders Sicherungsnehmer werden, müssten sie bei der Grundschuldbestellung benannt werden, was nicht praktikabel ist. Hinzu kommt, dass entsprechende breit platzierte Anleihen übertragbar sind, häufig auch im Freiverkehr gehandelt werden, was ebenfalls eine Personalisierung auf den jeweiligen Anleihegläubiger ausschließt. Demgemäß wird vom Emittenten ein Sicherungstreuhänder benannt, der die Grundpfandrechte zugunsten der Anleger hält. Dabei ist ein solcher Sicherungstreuhänder nicht mit einem Treuhänder, wie man ihn aus dem Bereich der geschlossenen Fonds kennt, zu ver-

Was ist nun eine hypothekenbesicherte Anleihe? Im Kern handelt es sich um eine ganz normale Unternehmensanleihe. Jedoch wird die Anleihe mit einer Sicherheit in Form von einem oder mehreren Grundpfandrechten (Grundschulden oder Hypotheken) hinterlegt.

wechseln, die Sicherungstreuhänder umfasst jedenfalls per se insbesondere nicht die sogenannte Mittelverwendungskontrolle. Sofern Anleger hierauf Wert legen, muss im Einzelfall geprüft werden, ob diese Aufgabe durch den Sicherungstreuhänder oder einen anderen Treuhänder zusätzlich gemäß den Anleihebedingungen übernommen wird. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass gerade bei einer besicherten Anleihe das Interesse an einer Mittelverwendungskontrolle gegenüber einer unbesicherten Finanzierung deutlich geringer ist.

Prospektbesonderheiten

Sofern die Anleihe breit platziert werden soll, insbesondere bei privaten Kapitalanlegern, ist die Erstellung eines Wertpapierprospektes nach dem Wertpapierprospektgesetz und der EU-Prospektverordnung, der von der BaFin zu billigen ist, notwendig. In dem Prospekt ist neben den Anleihebedingungen auch der Sicherungstreuhändervertrag abzudrucken. Gegebenenfalls ist dieser auch in die endgültigen Angebotsbedingungen mit aufzunehmen, wenn es sich um einen Basisprospekt handelt und relevante Festlegungen erst später erfolgen. Zu beachten ist, dass für Prospekte von Immobilienunternehmen nach den CESR-Empfehlungen Besonderheiten gelten, die auch bei immobilienbesicherten Anleihen eingreifen können. Denn

Zu beachten ist, dass für Prospekte von Immobilienunternehmen nach den CESR-Empfehlungen Besonderheiten gelten, die auch bei immobilienbesicherten Anleihen eingreifen können.

gemäß den CESR-Richtlinien (CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004, CESR/05-054b; einzusehen unter www.cesr-eu.org) sind bei Immobilienunternehmen Bewertungsgutachten über die von diesen gehaltenen Immobilien in den Prospekt mit aufzunehmen. Dabei müssen diese Gutachten den folgenden Kriterien genügen:

Sie müssen – im Wege einer zusammengefassten Darstellung –

- von einem unabhängigen Experten erstellt werden;
- das Datum der Besichtigung der Immobilie angeben;
- alle wesentlichen Details hinsichtlich der Materialeigenschaften der Immobilie enthalten, welche für die Bewertung derselben erforderlich sind;
- datiert sein und den jeweiligen Bewertungsstichtag für jede Immobilie angeben; dabei darf zwischen dem Stichtag und dem Datum der Veröffentlichung des Prospektes nicht mehr als ein Jahr liegen; außerdem muss der Emittent im Prospekt bestätigen, dass es seit dem Tag der Bewertung keine Veränderungen an der Materialeigenschaft der Immobilie gegeben hat;
- eine Zusammenfassung enthalten, welche separat die Anzahl der Eigentums- und Mietimmobilien ausweist, zusammen mit der jeweiligen Gesamtbewertung (negative Werte müssen dabei gesondert ausgewiesen werden; für Immobilien, deren Bewertung auf einer anderen Basis beruht, sollten separate Gesamtsummen gebildet werden);
- gegebenenfalls eine Erläuterung der Unterschiede zwischen den Bewertungsergebnissen und den entsprechenden, wie im zuletzt veröffentlichten Einzeljahresabschluss und Gesamtjahresabschluss des Emittenten ausgewiesenen Ergebnissen, enthalten.

Zu beachten ist allerdings, dass nicht jedes Immobilienunternehmen bzw. nicht jedes von Immobilienunternehmen gehaltene Grundstück zwingend einer Bewertungspflicht unterfällt. Denn bewertet werden sollen nur Immobilien, die längerfristiger zum Zwecke der Wertentwicklung gehalten werden, in Abgrenzung von Immobilien im Handelsbestand. Die Abgrenzung sollte anhand des Einzelfalls vorab mit der BaFin abgestimmt werden. Relevanz entfaltet insbesondere die bilanzielle Behandlung (Anlage- oder Umlaufvermögen) und die von dem Emittenten angestrebte Umschlagzeit für die entsprechenden Immobilien. Sofern Emittenten sowohl im Bereich Immobilienhandel als auch im Bereich Bestandhaltung tätig sind, kann auch eine differenzierte Beurteilung notwendig sein, je nachdem welchem Geschäftsbereich Immobilien zuzuordnen sind.