

## (Convertible) Bond statt Bank

Olaf Borkers, Deutsche EuroShop AG

Die börsennotierten Immobilien-AGs haben für sich in den letzten zwei Jahren verstärkt die Wandelanleihe (convertible bond) als Finanzierungsalternative entdeckt.

Die **Wandelanleihe (engl. Convertible Bond)** ist ein von einer Aktiengesellschaft ausgegebenes und in der Regel mit einem Nominalzins ausgestattetes verzinsliches Wertpapier, das dem Inhaber das Recht einräumt, es während einer Wandlungsfrist zu einem vorher festgelegten Verhältnis oder Preis in Aktien einzutauschen. Der Mehrwert aus dem Wandlungsrecht führt in der Regel zu einem Nominalzins der Wandelanleihe, der unter dem jeweils aktuellen Marktzins liegt.

Das Marktumfeld war für solch ein Vehikel günstig. Der deutsche Immobilienmarkt hat eine zunehmende Aufmerksamkeit durch ausländische Investoren erfahren und die auf Wandelanleihen spezialisierten Investoren fragten diese Wertpapiere nach. Steigende Aktienkurse einiger Immobilien-AGs in den letzten Jahren weckten bei den Investoren die Hoffnung, neben dem festen Zins durch eine spätere Wandlung in Aktien die Rendite zu erhöhen. Somit lag es nahe, dass sich die Immobilien-AGs diesem Gläubigerkreis verstärkt näherten. Ein Zinssatz unter dem vergleichbaren Marktzins in Verbindung mit der Möglichkeit, dass sich durch den Umtausch in Aktien das Fremdkapital in Eigenkapital wandelt, ist auch für den Emittenten attraktiv. Dass die Aktien in der Regel nur zu Preisen gewandelt werden können, die 20 bis 30 Prozent über den Börsenkursen bei Ausgabe der Wandelanleihe liegen, erhöht den Anreiz für den Emittenten, weil die Verwässerung der Altaktionäre vermieden oder vermindert wird.

Die Voraussetzungen dafür, dass sich der Markt für Convertible Bonds weiterhin gut entwickelt, sind günstig. Die Immobilien-AGs mischen ihre Finanzierungsinstrumente, um Abhängigkeiten von einzelnen Kredit- und Kapitalgebern zu reduzieren. Die Möglichkeit, historisch niedrige Zinscoupons zu vereinbaren in Verbindung mit steigenden Aktienkursen ist attraktiv. Außerdem ist der Anstieg des Convertible Bond Index von 16 im Jahr 2012 für Investoren interessant. Es zeigt sich zudem, dass mit zunehmendem Bekanntheitsgrad der Emittenten vorteilhaftere Konditionen bei den Investoren durchgesetzt werden können.

Im Vergleich zur Beschaffung von Bankkrediten müssen sich Immobilien-AGs bei der Umsetzung einer Wandelanleiheemission auf ein anderes Marktumfeld einstellen. Es geht um die Besonnenheit von Bondinvestoren im Vergleich zur Vorsicht von Kreditbanken; um eine Bond-Story anstelle einer Kreditprüfung und um ein günstiges und kurzfristiges Momentum anstatt einer längeren Kreditgenehmigung. Der Emittent als Kreditnehmer muss nun nicht nur mit seiner Bonität, der zu finanzierenden Immobilie oder den Ergebnis- und Wachstumsperspektiven als eher indirekte Faktoren überzeugen. Direkte Bewertungsfaktoren der Wandelanleihe ergeben sich aus den angestrebten Konditionen der Anleihe (z. B. Zinscoupon,

Laufzeit) und dem Optionswert (z. B. Wandlungspreis, Volatilität der unterlegten Aktie, Dividendenschutz), aber auch aus dem Bekanntheitsgrad, dem Umsatz gehandelter Aktien, der Marktkapitalisierung und dem Streubesitz.

Nicht zu unterschätzen sind für die erfolgreiche Emission aber auch die jeweiligen Stimmungen an den Aktien – und Kreditmärkten oder die Emissionen im Wettbewerb. Auf letztere haben der Emittent und die ihn begleitenden Banken aber keinen Einfluss und die Bedingungen können sich von einem auf den anderen Tag drastisch verändern.

Seine Motivation für die aufwendige Emission als Alternative zum Bankkredit zieht der Emittent aus einer schnellen Umsetzung von nur drei bis vier Wochen (bei Prospektfreiheit) und der Chance, dass aus der Fremdkapitalbeschaffung bei Wandlung eine Eigenkapitalbeschaffung werden kann. Mit der Endfälligkeit der Anleihe entfällt der jährliche Tilgungsbedarf und die Nutzung des Optionswertes reduziert die Zinskosten. Die Wandelanleihe ist ein flexibles Instrument durch die wahlweise Ausgestaltung u. a. des Zinscoupons und des Wandlungspreises. Die Standarddokumentation beinhaltet nicht die aus Kreditverträgen bekannten Kreditaufgaben und Sicherheiten, dafür umfangreiche Regelungen zur Absicherung der „Credit Story“. Ein externes Rating ist auch hier nicht erforderlich, weil die Anleiheinvestoren eine eigene Analyse vornehmen. Diese Analyse hat (bei Prospektfreiheit) innerhalb weniger Stunden zu erfolgen, um als Investor eine Wandelanleihe überhaupt zeichnen zu können. Das setzt international anerkannte Standards voraus, denen sich der Emittent unterwirft.

Der Auswahl der beteiligten Parteien kommt eine große Bedeutung zu – und die Anzahl der beteiligten Partner ist groß. Banken mit ihren Teams, Rechtsanwälte auf Seiten der Banken und des Emittenten, Notar und Handelsrichter. Dazu das Team des Emittenten inklusive des Aufsichtsrates. Schlüssel für eine erfolgreiche Emission sind Banken mit einer realistischen Einschätzung des zurzeit Machbaren während der gesamten Transaktion und mit einer starken Platzierungsfähigkeit dort, wo die Convertibles auch gezeichnet werden. Auf Seiten der Anwälte ist die notwendige Portion Pragmatismus (transaction driven) unverzichtbar. Der Convertible ist durch seine Komplexität kein Produkt für den privaten Anleger, sondern für den Institutionellen. Ausreichende Nachfrage generiert der Emittent daher überwiegend durch Ansprache von Investoren auch im Ausland. Es gilt, die verschiedenen Marktstandards der Länder für dieses Anlageprodukt – oft ist es der Umfang der Gewährleistungen des Emittenten - in Einklang zu bringen.

Dieser Aufwand einer Wandelanleiheemission muss auch bezahlt werden. Tatsächlich liegt der Zinscoupon unter dem vergleichbaren Marktzins und bei der Wandlung in Aktien fallen Zinsen gar nicht mehr an, aber die Emissionskosten sind bemerkenswert – anders als vielleicht das Bearbeitungsentgelt eines Kredites. Zielführend sind die Vereinbarung einer Maximalvergütung der Rechtsberater sowie die Schaffung von Leistungsanreizen bei den Banken für die Platzierung der Anleihe.

Der Prozess einer Wandelanleiheemission, zumindest bei der verkürzten Platzierung ohne Prospekt, beinhaltet kritische Zeitpunkte. Das unterscheidet die Emission von der Kreditge-

währung. Nach einer Kreditanfrage bei verschiedenen Banken, die zur Auswahl eines (von mehreren) unverbindlichen Kreditangebotes führt, folgt darauf die Kreditgenehmigung dieser Bank in einem längeren Zeitablauf. Die unverbindlichen Kreditangebote sind regelmäßig mit den zuständigen Genehmigungsorganen vorabgestimmt, so dass Überraschungen selten sind.

Überraschungen sind bei der Anleiheemission aber zu zwei Zeitpunkten möglich und diese liegen leider auch noch in der Endphase der Emission. Mit der „Bond story“, wesentlich darunter auch eine Bandbreite der geplanten Konditionen, werden ausgewählte Investoren vertraulich und anonymisiert angesprochen, um deren Akzeptanz zu testen („Wallcrossing“). Hierbei wird möglicherweise festgestellt, dass die Konditionen der Wandelanleihe (zurzeit) nicht marktgängig sind. Die Preisgestaltungsmacht der Investoren ist insbesondere bei der verkürzten Platzierung ohne Prospekt recht groß und zu berücksichtigen. Die Konditionen des Angebotes lassen sich, wenn auch ggf. nachteilig für den Emittenten, korrigieren. Danach erfolgt die offizielle Ansprache von Investoren. Sie werden nach Ihrem konkreten Interesse gefragt, die angebotene Wandelanleihe zu welchen Konditionen aus der Bandbreite zu zeichnen – daraus entsteht das Nachfragebuch („Accelerated Bookbuilding“). Vom Emittenten und seinen begleitenden Banken wird dabei die Vollplatzierung angestrebt, ebenso wie der Kreditnehmer von seiner Bank die Zusage über den angefragten und benötigten Kredit anstrebt. Hier könnte nun eine nicht ausreichende Platzierbarkeit festgestellt werden, – vielleicht auch nur deshalb, weil sich zwischen Markttest und Buchbildung die Stimmung an den Märkten verändert hat oder aber weitere Anleiheemissionen zeitgleich platziert werden und die Nachfrage dämpfen.

Der europäische Immobiliensektor hat den Wandelanleihemarkt in 2012 mit einem Anteil von 21 Prozent (Anzahl der Emissionen) dominiert gegenüber 14 Prozent in den Jahren 2009 bis 2011. Unter den sieben Emissionen des Jahres 2012 waren drei deutsche Akteure – die TAG Immobilien AG, die GSW Immobilien AG und die Deutsche EuroShop AG. Die Gesellschaften diversifizierten ihre Finanzierungsquellen weg vom klassischen Bankkredit zur Refinanzierung von Krediten oder Neufinanzierung von Akquisitionen oder allgemeinen betrieblichen Zwecken.

Nach bereits 16 Emissionen in 2013 mit einem Volumen von 7 Mrd. €, darunter zwei Emissionen in Deutschland, wird von einer weiterhin regen Tätigkeit ausgegangen, um diese Alternative zum Kredit zu nutzen. Das durchschnittliche Emissionsvolumen von 14 Mrd. € der letzten fünf Jahre sollte dabei mindestens erreicht werden können.

Die Gesellschaften als Emittenten sollten dabei nicht aus dem Blick verlieren, dass die Wandelanleihe, sofern nicht vom Gläubiger in Aktien gewandelt wird, am Ende der Laufzeit von fünf bis sieben Jahren zurückzahlen ist. Dieser Zeitpunkt ist markt bekannt und es wirkt positiv, wenn Optionen für die ggf. notwendige Anschlussfinanzierung bestehen – vielleicht auch der klassische Bankkredit.

# Standpunkt

# 17

22.04.2013

**Olaf Borkers**

Mitglied des Vorstands  
Deutsche EuroShop AG  
Oderfelder Straße 23  
20149 Hamburg  
E-Mail: [borkers@deutsche-euroshop.de](mailto:borkers@deutsche-euroshop.de)  
[www.irebs-immobilienakademie.de/irebs-standpunkt](http://www.irebs-immobilienakademie.de/irebs-standpunkt)



Herr Borkers ist Dozent an der IREBS Immobilienakademie und hält im Kontaktstudium Immobilienökonomie die Vorlesung "Immobilien-AGs und REITs".

*Wichtiger Hinweis:*

*Externe Autoren vertreten ihre persönliche Meinung. Diese Meinung muss nicht mit der Meinung der IREBS übereinstimmen.*