

Euler Hermes Ratingagentur:

Rating von Immobilienportfolios am Beispiel eines besicherten Schuldscheindarlehens

20. September 2013



„Refinanzierungslücke deutlich gesunken“ so titelte die Immobilienzeitung am 06. Juni 2013. Die vermeintliche Lücke für die Anschluss- und Umfinanzierung bestehender gewerblicher Immobilienfinanzierungen soll in Europa bis 2014 noch etwa € 56 Mrd. betragen. Dabei spielen nach wie vor die Auswirkungen der Finanzkrise eine entscheidende Rolle. Namhafte Immobilienfinanzierer befinden sich in Auflösung, andere Institute sind mehr oder weniger freiwillig aus dem Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierungen ausgestiegen oder kämpfen mit Auflagen zur Reduzierung der Bilanzsumme. Auch sehen sich die Kreditinstitute mit den Herausforderungen aus Basel III konfrontiert. Letztendlich mündet die Situation in einer zurückhaltenden Kreditvergabe der Banken und der Notwendigkeit für Eigentümer von Immobilienportfolios alternative Finanzierungswege einzuschlagen.

Auf der anderen Seite führte das Niedrigzinsniveau dazu, dass an den Anlagemärkten nur noch geringe Renditen erwirtschaftet werden – zumindest bei risikoarmen Anlageformen. Mit seiner Cashflow- und Renditestabilität rückt dabei der Immobilienmarkt (wieder) in den Fokus vieler Anleger. Insbesondere für institutionelle Investoren wie Versicherungen und Versorgungswerke – die garantierte Verzinsungen einhalten müssen – sind daher Investments in Immobilien attraktiv. Dabei werden Immobilien immer seltener direkt gekauft. Vielmehr suchen die Investoren indirekte Anlageformen. So vergeben einige große Versicherungsgesellschaften – mit entsprechenden Kreditabteilungen – direkt Immobilienkredite. Als Alternative können hier aber auch Schuldscheine eine interessante Option sein. Durch die Möglichkeit zur Übernahme kleinerer Tranchen und der damit verbundenen besseren Risikodifferenzierung sowie gegebenenfalls der Deckungsstockfähigkeit sind Schuldscheindarlehen insbesondere für Versorgungswerke und Versicherungen gut geeignet.

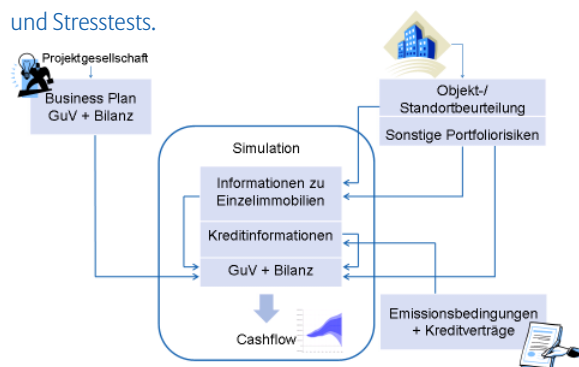
Schuldscheindarlehen sind neben klassischen Bankkrediten und Anleihen eine Form der langfristigen Fremdfinanzierung. In Deutschland werden Schuldscheindarlehen zumeist im Rahmen von Private Placements gewährt und nicht am organisierten Kapitalmarkt platziert oder gehandelt. Die Schuldscheinbedingungen sind Verhandlungssache zwischen den Vertragsparteien und nur wenig standardisiert.

Darlehensnehmer (und damit auch Ratingobjekt) bei Schuldscheintransaktionen können Immobilienunternehmen oder ein bzw. mehrere Besitzgesellschaften sein, die gesamtschuldnerisch haften. In diesem Zusammenhang ist auch ein geläufiges Vorgehen, dass für die Transaktion eine Ein Zweckgesellschaft (SPV – Special Purpose Vehicle) gegründet und das zu finanzierende Portfolio in diese (um-) gegliedert wird.

Zwar können Schuldscheindarlehen auch ohne ein externes Emissions- oder Emittentenrating begeben werden, überwiegend sind jedoch in den Anlagerichtlinien der institutionellen Investoren bestimmte Anlage- und Ratingklassen definiert in die investiert werden darf. Auch für die Deckungsstockfähigkeit einer Anlage ist das Rating von Bedeutung.

Bei immobilienbesicherten Fremdmitteln kommt zur Ermittlung der Ratingnote das Immobilienrating zum Einsatz. Ein Immobilienrating ist eine Beurteilung der Bonität eines Einzelprojektes oder Portfolios durch einen unabhängigen Dritten. Im Gegensatz zu einem Unternehmensrating liegen meist keine oder nur wenige historische Informationen vor, sodass zwingend zukunfts-basierte (simulationsbasierte) Ratingverfahren angewendet werden. Bewertungsgrundlage ist der unsichere zukünftige Cashflow. Im Immobilienrating werden Ausfallwahrscheinlichkeit der Immobilienfremdfinanzierung und die Rückführung im Ausfallszenario beurteilt.

Im Ratingprozess werden sowohl quantitative als auch qualitative Faktoren untersucht. Die Analysen teilen sich in die Bereiche: Finanzielle Verhältnisse des Darlehensnehmers, Standorte und relevante Märkte, Objekte und Mieterstruktur, Portfoliorisiken, Emissionsbedingungen, simulierte Planung und Stresstests.



Die Finanzanalyse beschäftigt sich dabei sowohl mit vergangenheitsbezogener – sofern der Darlehensnehmer eine Historie (Jahresabschlüsse) vorweisen kann – als auch mit der zukünftigen Entwicklung (Businessplan). Dabei werden die Ertragskraft und Rentabilität, die Kapitalstruktur und Verschuldung sowie das Innenfinanzierungspotenzial des Darlehensnehmer analysiert. Besonders im Fokus der Analysen stehen der Free Cashflow und cashflow-basierte Finanzkennzahlen. Bei der Analyse werden außerdem erfolgskritische Annahmen der Planung plausibilisiert.

Die Beurteilung der Standort- und Objektqualität erfolgt unter Berücksichtigung der Wiedervermietbarkeit, Veräußerbarkeit und Drittnutzungsmöglichkeit. Die Analyse wird unterstützt durch aktuelle Wertgutachten und technische Gutachten unabhängiger Gutachter, eigene und externe Marktanalysen sowie Objektbesichtigungen durch das Analyistenteam. In diesem Zusammenhang werden die Kriterien des Markt- und Objektratings des vdp (Verband deutscher Pfandbriefbanken) zur Beurteilung herangezogen. Außerdem werden Portfoliorisiken systematisch identifiziert.

Bei der Analyse der Emissionsbedingungen wird vor dem Hintergrund des Gläubigerschutzes beurteilt, inwieweit Besicherung, Rang (Wasserfallprinzip), Financial und Non-Financial Covenants den Gläubiger schützen und zu einer möglichst hohen erwarteten Rückführungsquote beitragen können.

Die Simulationsrechnungen basieren auf der Businessplanung des Darlehensnehmers. Zusätzlich fließen Einschätzungen zur Entwicklung der zukünftigen Marktmiete und Leerstandssituation sowie volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen (Inflation, Marktpreisindizes, Zins- und Währungsentwicklungen) in die simulierte Planung ein. Aus den Simulationsrechnungen werden neben der Ausfallwahrscheinlichkeit auch erwartete Rückführungsquoten für die Gläubiger einzelner Tranchen oder unterschiedlicher Darlehen nach dem Wasserfallprinzip abgeleitet.

Abschlag auf den Verkehrswert	Mittelwert							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rückführungsquote 80 % Abschlag	64,5 %	73,5 %	80,1 %	85,7 %	91,2 %	94,9 %	98,5 %	100 %
Rückführungsquote 50 % Abschlag	84,1 %	92,6 %	97,8 %	99,5 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Rückführungsquote 40 % Abschlag	95,3 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Rückführungsquote 30 % Abschlag	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Ferner liefern die Simulationen auch Informationen für die Einschätzung einer möglichen Anschlussfinanzierung des Schuldscheindarlehens, wie den maximal tragbaren Zinssatz.

In der Darlehenslaufzeit kann es dennoch zu unvorhergesehenen Ereignissen kommen, die die Zahlungsfähigkeit des Darlehensnehmers einschränken oder die Rückführungsquote für die Gläubiger reduzieren können. So kann das Marktmietniveau niedriger sein als angenommen, Ankermieter ihre Mietverträge nicht erfüllen oder verlängern oder höhere Investitionen in Gebäude notwendig werden. Welche Parameter dabei sogenannten Stresstests unterzogen werden, leitet sich aus den im Rahmen der Analyse identifizierten Risiken der qualitativen Analyse ab.

Die Immobilienrating-Methode von Euler Hermes Rating verbindet somit die qualitative Analyse der Objekte, der Standortqualität sowie des Marktumfeldes mit der quantitativen Analyse der historischen und gegenwärtigen finanziellen Verhältnisse und erhält daraus mit Hilfe simulationsbasierter Modelle eine Einschätzung der möglichen zukünftigen Entwicklung eines Immobilienportfolios. Daraus lässt sich wiederum die Sicherheit der Gläubiger in Bezug auf Ausfallwahrscheinlichkeit und erwarteter Rückführungsquoten ableiten.

Bei weiteren Fragen wenden Sie sich bitte an die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, erreichbar unter Tel.: 040 8834 640 oder senden sie eine Email an info@eulerhermes-rating.com

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013