

HOHLBEIN & CIE.

Finanzierung über Unternehmensanleihen
im Projektgeschäft

Vorbemerkungen

Motiviert durch scheinbar außerordentlich attraktive Konditionen für Anleihen im Bereich bzw. als Ersatz üblicher Nachrangfinanzierungen wurden wir in den letzten Monaten vermehrt auch von unseren Mandanten im Projektgeschäft auf diesen Finanzierungsansatz angesprochen.

Im Folgenden möchten wir dies kurz beleuchten, wobei wir uns dabei auch auf unserem eigenen Background als Emittent und Mitwirkender von Unternehmens- oder auch Wandelanleihen beziehen.

Hohe Flexibilität

Anleihen können bekanntermaßen durch eine Holdinggesellschaft, eine Projektgesellschaft oder eine gesonderte Finanzierungsgesellschaft innerhalb einer Unternehmensgruppe emittiert werden. Die Erlöse der Anleihe können für den allgemeinen Geschäftsbetrieb oder auch nur für bestimmte Projekte verwendet werden. Die Entscheidung richtet sich u.a. danach, wer für die Rückzahlung der Anleihe haften soll. Die gewählte Struktur kann auch Einfluss auf das Rating und eine evtl. Platzierbarkeit einer Anleihe haben.

Immobilien- und Projektanleihen stellen oftmals wirtschaftlich Mezzanine- oder Eigenkapital dar bzw. ersetzen solches. Der Anleiheerlös bei einer Holding kann auch in eine Projektgesellschaft als echtes Eigenkapital eingelegt werden.

Problem des diskontinuierlichen Cashflows

Eine wichtige Besonderheit bei Immobilien- und Projektgesellschaften ist, dass diese häufig aufgrund der diskontinuierlichen Cashflow-Verläufe im Projektgeschäft über keine oder wenig aussagefähige Finanzinformationen verfügen. Dies muss sowohl bei der Prospekterstellung, dem

Marketing als auch ggf. dem Rating beachtet werden.

Bei Projektentwicklungen muss der Anleger zudem davon überzeugt werden, dass das/die Projekt/e vollständig finanziert sind. Sofern sich dabei aus den dargestellten Zahlen ein Maximal- oder Minimalgewinn der nächsten Jahre errechnen lässt, unterfallen diese Zahlen ebenfalls der Definition der Gewinnprognose und sind zu prüfen.

Quasi Eigenkapital

Soweit ein betroffenes Projekt auch durch eine Bank finanziert wird, müssen sich die Anleger bewusst sein, dass sie in der Regel nur nachrangig besichert werden. Ein solcher wirtschaftlicher Nachrang besteht auch dann, wenn den Anlegern Anteile einer Projektgesellschaft verpfändet wurden, die Vermögensgegenstände und Rechte der Projektgesellschaft selbst dagegen der Bank als Sicherheit dienen.

Bei einigen Anleihen, bei denen die konkreten Investitionsprojekte noch nicht feststehen, ist zudem eine Mittelverwendungskontrolle vorgesehen. Dabei gibt der Treuhänder die Mittel nur frei, wenn die zu finanzierenden Projekte die vorgesehenen Investitionskriterien erfüllen. Die Kriterien sollten genau festgelegt werden, dem Emittenten aber zugleich während der gesamten Laufzeit der Anleihe ausreichend Flexibilität gewähren.

Sicherung von Zinsen und Rückzahlung

Immobilien- und Projektunternehmen stellen sich regelmäßig die Frage, wie die Liquidität zur Zahlung von Zinsen und der Rückzahlung gesichert wird. Insbesondere wenn nur ein oder wenige Projekte finanziert werden, besteht eine starke Abhängigkeit von einem Exit oder einer Nachfinanzierung. Die Zahlung der Zinsen wird bei nicht ausreichendem Cashflow teilweise aus den Erlösen der Anleihe finanziert. Dafür wird ein

höherer Anleihebetrag emittiert. Alternativ käme auch eine Zinszahlung am Ende der Laufzeit in Betracht. Dies könnte jedoch die Kapitalmarktfähigkeit erschweren.

Fazit

Unternehmensanleihen sind ein interessante Möglichkeit der Unternehmensfinanzierung. Jedoch stehen hierbei Unternehmen mit regelmäßigen Cashflows im Vordergrund; bei Projektentwicklern bewegt sich zum Risikoausgleich der „Coupon“ in Größenordnungen, die den Vorteil für Emittenten oftmals relativieren.

Wegen der Komplexität dieses Finanzierungsinstrumentes in Bezug auf (a) Gestaltung der Anleihebedingungen (b) ggf. Wertpapierprospekt (c) Gestaltung und Begleitung der Folgepflichten sowie (d) ggf. die Begleitung der Anleiheemission haben wir uns bei Hohlbein & Cie entschieden, hier nicht tätig zu werden, sondern empfehlen, mit spezialisierten Anwälten, Ratingagenturen und Emittenten bzw. Investmentbanken zu kooperieren.

Nicht zuletzt ist zu berücksichtigen, dass nach unserer aktuellen Marktsicht der generell spärliche Dealflow eine notwendige nachhaltige Anleihenstory erschwert. Ob sich der Aufwand gegenüber einer strukturierten und damit auch repetierfähigen Projektfinanzierung lohnt, sollte von der Immobilien- bzw. Projektgesellschaft im Einzelfall vorab entschieden werden.

Dabei stehen wir gern mit individuellem weitergehenden Rat zur Verfügung.

Kontakt

Hohlbein & Cie. Consulting
Real Estate / Finance / Restructuring

Waisenstraße 1
D-10179 Berlin

Tel: +49 30 64072043
Email: info@hohlbein.biz
www.hohlbein.biz