

Im Blickfeld

vdp: Der EZB sei dank

Kaum ein Banker will derzeit noch auf die Regulierung, die niedrigen Zinsen oder die geldpolitischen Maßnahmen der EZB schimpfen. Zu sehr klingt das nach Beschwerde, zu sehr nach Ausrede, zu wenig nach Vorwärtsstrategie. Doch leider kommt man nicht immer drum herum. Auch Louis Hagen, Chef der Münchner Hypothekbank und Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken, konnte es anlässlich der Jahrespressekonferenz des vdp nicht ganz vermeiden. Denn seine Mitgliedsinstitute leiden gleich mehrfach unter Draghi's (w)irrer Strategie: Die Ankaufprogramme der Notenbanken fegen den Markt leer und treiben traditionelle Covered-Bond-Investoren in andere Assetklassen. Die fast schon verzweifelte Liquiditätsversorgung der Kreditwirtschaft über die verschiedenen TLTRO führt zwangsläufig dazu, dass Pfandbriefe von den Banken nicht mehr in entsprechendem Umfang zur langfristigen Refinanzierung eingesetzt werden.

Entsprechend schmaler fällt auch das Emissionsvolumen der vdp-Mitglieder aus. Insgesamt wurden 2016 neue Pfandbriefe im Volumen von 45,4 Milliarden Euro ausgegeben, 12,7 Milliarden Euro oder rund ein Fünftel weniger als noch im Jahr zuvor. Im laufenden Jahr sollen laut Umfrage des vdp wieder deutliche mehr Papiere emittiert werden. Die Institute planen einen Absatz von 55,9 Milliarden Euro. Die Investoren wird es freuen, denn auch wenn der Pfandbrief „das teuerste Produkt im Covered-Bond-Markt“ ist, wie

es Hagen formulierte, ist die Nachfrage ungebrochen hoch. Qualität habe halt ihren Preis, so der vdp-Präsident.

Zunehmend schwerer tun sich all die „Erfindungen“ der vergangenen Jahre. Der Jumbo-Markt liegt angesichts der fehlenden Emissionen an öffentlichen Pfandbriefen danieder. Die Emission von Hypotheken-Jumbos macht angesichts der Kleinteiligkeit der Finanzierung keinen Sinn. Von daher weichen die meisten Emittenten in das Benchmarkformat bis 500 Millionen Euro aus. Überhaupt keine Bewegung gibt es mehr im Schiffs- und Flugzeugpfandbriefmarkt. Weder Flugzeuge noch Schiffe sind bislang im Covered-Bond-Markt über ein kleines Nischendasein hinausgekommen. Erschwerend kommt nun noch hinzu, dass sowohl EBA als auch Europäische Kommission im Zuge der Harmonisierungsdebatte die Produkte kritisch sehen und eigentlich nicht unter dem Begriff Covered Bond einordnen wollen.

Weitere unliebsame Nebenbedingungen der EZB-Politik sind massive Preissteigerungen an den Immobilien- vor allem den Wohnungsmärkten, sinkende Renditen und damit Margen bei den Immobilienfinanzierern, steigender Wettbewerbsdruck durch neue Wettbewerber, vor allem Versicherungen und ausländische Banken, eine steigende Risikobereitschaft bei dem oder anderen Spieler sowie geringere Zinseinnahmen beziehungsweise sogar Kosten für Eigenanlagen und überschüssige Liquidität. Der EZB sei Dank! Auch wenn Louis Hagen das so natürlich nie sagen würde.

Crowdfinanzierer: Ende des Welpenschutzes?

Einen ordentlichen Schub hat das Immobilien-Crowdinvesting im vergangenen Jahr erfahren: Laut dem „Marktreport 2016“ von crowdfunding.de lag das eingesammelte Volumen mit 40,25 Millionen Euro fast doppelt so hoch wie im Vorjahr. Während Schwarmfinanzierungen für Unternehmen und Energieprojekte weiterhin nicht recht an Fahrt aufnehmen, fanden immobilienbezogene Finanzierungsprojekte zuletzt deutlich mehr Anklang unter deutschen Anlegern. Im Interview mit I&F zeigte sich Julian Oertzen, Vorstandsmitglied der größten Immobilien-Crowdinvestment-Plattform Exporo, vor wenigen Wochen äußerst optimistisch, dass in diesem Jahr gar die 100 Millionen-Euro-Schwelle geknackt werden könne. Zur Orientierung: Angesichts eines prognostizierten Transaktionsvolumens auf dem deutschen Immobilienmarkt von bis zu 65 Milliarden Euro im Jahr 2017 läge der Marktanteil damit natürlich noch immer im Promillebereich. Nichtsdestotrotz würde es für die noch junge Finanzierungsform einen wichtigen Etappensieg darstellen.

Inmitten dieser hoffnungsfrohen Atmosphäre macht nun allerdings eine Nachricht die Runde, die so gar nicht nach dem Geschmack der Plattformbetreiber sein dürfte. Die Bundesregierung hat in einer Antwort auf eine kleine Anfrage der Grünen-Fraktion nämlich die Überlegung geäußert, die Anbieter für Immobilien-Crowdinvestments stärker an die Kandare zu nehmen. Bislang sind die Schwarmfinanzierer gemäß § 2a Vermögensanlagegesetz bis zu einem Emissionsvolumen von 2,5 Millionen Euro von der Prospektspflicht befreit. Ein Privileg, das den Branchenvertretern allerdings schon bald entzogen werden könnte. Dabei treibt die Bundesregierung vor allem die Sorge um, wonach „erleichterte Finanzierungen von Immobilien zu Überbewertungen führen können“. Deshalb wird erwägt, die Immobilienfinanzierungen aus dem Anwendungsbereich des § 2a Vermögensanlagegesetz künftig auszunehmen.

Sollte die Regierung ernst machen, drohen der Branche in Zukunft erheblicher Mehraufwand und höhere Kosten bei der Informierung privater Investoren zu geplanten Finanzierungsprojekten. Ob-

Fälligkeiten 2017 (in Mrd. Euro)	Hypotheken- pfandbriefe	Öffentliche Pfandbriefe	Schiffs- pfandbriefe	Flugzeug- pfandbriefe	gesamt
Pfandbriefe gesamt	24,8	18,3	0,9	0,0	44,0
Jumbo-Pfandbriefe	2,0	4,0	0,0	0,0	6,0
Benchmarkemissionen ab 500 Millionen Euro	6,6	1,9	0,0	0,5	9,0
Trad. Inhaberpfandbriefe	10,9	5,4	0,5	0,0	16,8
Namenspfandbriefe	5,3	7,0	0,4	0,0	12,7
Geplante Neuemissionen (in Mrd. Euro)	Hypotheken- pfandbriefe	Öffentliche Pfandbriefe	Schiffs- pfandbriefe	Flugzeug- pfandbriefe	gesamt
Pfandbriefe gesamt	42,3	13,6	0,0	0,0	55,9
Jumbo-Pfandbriefe	3,0	2,0	0,0	0,0	5,0
Benchmarkemissionen ab 500 Millionen Euro	22,3	4,1	0,0	0,0	26,4
Trad. Inhaberpfandbriefe	9,2	4,3	0,0	0,0	13,5
Namenspfandbriefe	7,8	3,2	0,0	0,0	11,0

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)

gleich Zahlungsausfälle bei schwarmfinanzierten Immobilien hierzulande bislang ausgeblieben sind, erscheint der Ansatz dennoch sinnvoll. Das bei Crowdfinanzierungsprojekten typischerweise zum Einsatz kommende Nachrangdarlehen stellt private Kleinanleger im Fall der Fälle gegenüber Kreditgebern wie Banken klar ins Abseits und birgt somit großes Risiko. Die angedachte Verschärfung der Vorschriften mag aus Sicht der jungen Start-ups zunächst wie eine Niederlage wirken, bei genauerer Betrachtung offenbart sich jedoch eine große Chance: Ein verbesserter Verbraucherschutz ist auch in ihrem Sinne, schließlich wird sich das Konzept im konservativen Deutschland nur dann im großen Stil etablieren lassen, wenn die Risiken für Privatinvestoren nachhaltig minimiert werden. ph

Anlegerportfolios: Künftig höherer Immobilienanteil

Immobilien sind aufgrund ihrer Anlageeigenschaften eigentlich eine ideale Assetklasse für institutionelle Investoren. Doch die Realität sieht anders aus, und in den meisten Portfolios spielen sie aktuell nur eine geringe Rolle. Weltweit agierende institutionelle Investoren legen aktuell im Durchschnitt 6 bis 8 Prozent ihres Kapitals in Immobilien an – eine im Vergleich zu Aktien oder Anleihen relativ geringe Quote, insbesondere angesichts der Tatsache, dass Immobilien einen Anteil von etwa 12 bis 15 Prozent am globalen Marktportfolio ausmachen. In wissenschaftlichen Studien zu diesem Thema wird die Diskrepanz noch deutlicher. Die meisten Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass die Erhöhung des Immobilienanteils das Risiko-Gewinn-Profil von Portfolios verbessert und die durchschnittlich empfohlene Kapitalbindung für diese Assetklasse bei etwa 15 Prozent liegt.

Wir sind davon überzeugt, dass sich hier aufgrund strategischer und taktischer Überlegungen ein Wandel vollziehen wird. Die strategischen Argumente hängen mit den grundlegenden Eigenschaften von Immobilien zusammen. Diese Assetklasse zeichnet sich durch hohe, stabile Erträge und eine langfristig nachhaltige Werthaltigkeit aus. Beide Merkmale werden künftig von positiven Rahmenbedingungen gestützt, denn Wirtschaftswachstum und der Trend zur

Urbanisierung führen zu einer immer stärkeren Nutzernachfrage. Darüber hinaus sind Immobilien ein machtvoll Diversifizierungsinstrument, da sie eine geringe beziehungsweise negative Korrelation zu Aktien und Anleihen aufweisen. Als Immobilien-Investitionen bewegen sie sich in der Regel eher asynchron zu traditionellen Anlagen, da sie relativ illiquide sind und nur sehr begrenzt an den Börsen gehandelt werden. Und schließlich decken sie durch ihre ungefähre Lebensdauer einen signifikanten Anteil an der durchschnittlichen Laufzeit von Vorsorgeverbindlichkeiten ab.

Das taktische Argument für Immobilien besteht darin, dass sie anleiheähnliche Eigenschaften aufweisen. Das macht sie in Zeiten, in denen Staatsanleihen sehr teuer und Anleiherenditen extrem niedrig (in einigen Fällen sogar negativ) sind, besonders attraktiv. In den Portfolios institutioneller Anleger stellen jedoch nach wie vor Rentenpapiere die wichtigste Assetklasse dar. Aus diesem Grund könnten sich die Anleihemärkte zur Hauptrisikquelle entwickeln, da sich steigende Kapitalmarktzinsen auf die geburtenstarken Jahrgänge auswirken. Diese nähern sich allmählich dem Ruhestand, und Verluste bei Rentenportfolios schlagen auf die Altersvorsorgepläne dieser Gruppe durch.

Aus dem Blickwinkel einer optimalen Vermögensallokation dürften sich also viele Investoren, in deren gemischten Portfolios Immobilien immer noch unterrepräsentiert sind, in Zukunft stärker in dieser Anlageklasse engagieren. Dieser Trend zeichnet sich in diversen weltweit durchgeführten Umfragen bereits deutlich ab. Die Nachfrage nach Immobilien wird sich hauptsächlich aus den folgenden Kanälen speisen: a) dem Anstieg des Flächengeschäfts und der wachsenden Anzahl vermögender Privatpersonen (HNWI), b) der Ausweitung bestehender und der Bildung neuer staatlich kontrollierter Fondsgesellschaften (SWF) sowie c) einer zunehmenden Zahl beitragsorientierter Pensionspläne (DC-Pläne). Zudem wird auch das stetige Anwachsen institutioneller Vermögenswerte zur Immobiliennachfrage beitragen. Wir erwarten vor allem in den nächsten Jahren aufgrund steigender Ersparnisse und verstärkter Regierungsaktivitäten zur Einführung von Zwangssparplänen ein weltweit starkes Wachstum des Vorsorgevermögens, und zwar sowohl in

den Industriestaaten wie auch in den Schwellenländern. Das kumulierte verwaltete Immobilienvermögen (Assets under Management, AUM) dürfte sich nach unserer Einschätzung in den kommenden fünf Jahren um etwa 0,7 bis 1,4 Billionen Euro erhöhen. In diesem Zusammenhang muss deutlich hervorgehoben werden, dass Asien zwar die stärksten Zuwächse verzeichnen, der größte Teil dieses Vermögens jedoch auch weiterhin in den etablierten Märkten Europas und Nordamerikas verbleiben wird. Insgesamt sind wir davon überzeugt, dass der größte Teil des Kapitals für Immobilieninvestitionen auch weiterhin in den reifen Märkten zur Verfügung stehen wird, insbesondere dem US-Markt. Andere bedeutende Player werden Großbritannien, Deutschland, die Niederlande und Japan sein.

Die brennende Frage ist, ob es überhaupt genügend Immobilien gibt, um eine substanzielle Veränderung der Asset-Allokation zu bewirken. Derzeit befindet sich der Neubau von Immobilien auf einem historischen Tiefstand, zumindest in den entwickelten Ländern. Dies wirkt sich in zweifacher Weise auf den Markt aus: Zum einen stützt es die Mietwerte. Dies kommt recht gelegen angesichts der Tatsache, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwar verbessern, aufgrund ökonomischer und geopolitischer Faktoren jedoch auch das Risiko einer Abwärtstendenz besteht. Zum anderen begrenzt die allgemein eingeschränkte Verfügbarkeit von Immobilien das Angebot an guten Investmentprodukten. Dies setzt die Renditen unter Druck, zumindest für hochwertige, core-ähnliche Produkte.

Anleger sollten sich daher in Zukunft weniger auf Renditerückgänge verlassen und stattdessen dem Asset Management größere Aufmerksamkeit widmen. Darin wird der Schlüssel zu stabilen, risikoangepassten Erträgen liegen. Letztendlich werden die Asset Manager das Vertrauen der Investoren gewinnen, die in der Lage sind, eine klare Strategie vorzuschlagen, über eine umfassende Markt- und Branchenkenntnis verfügen und die damit verbundenen Interessen aller Beteiligten genauestens kennen.

Barbara A. Knoflach, Global Head of Investment Management, BNP Paribas Real Estate, und Deputy CEO, BNP Paribas Real Estate International, Frankfurt am Main