

Im Blickfeld

NPL – viel Volumen, wenig Käufer

Mit ein bisschen Hängen und Würgen haben es die Griechen doch noch geschafft. Mit neu geliehenen zehn Milliarden Euro haben die Hellenen 30 Milliarden Euro alte Schulden von den Gläubigern zurückgekauft. Kaufe 30 für zehn ist kein schlechtes Geschäft und würde auch jeden Special Servicer glücklich machen. Wenn, ja wenn die entsprechenden Chancen für einen wertsteigernden Exit gegeben wären. Dies gilt derzeit sicher nicht für griechische Anleihen, dafür jedoch wieder für notleidende Kredite, deren Markt offensichtlich die Krisenstarre so langsam hinter sich lässt.

Noch 2007 titelte DB Research einen ihrer Reports mit „Notleidende Kredite – eine etablierte Assetklasse“. Da hatte der NPL-Sektor aber seine besten Jahre schon hinter sich: Von den Anfängen 2003 stieg das Volumen an verkauften notleidenden Krediten und damit auch die Bedeutung dieses Marktes in den Folgejahren stark an. Der Höhepunkt wurde im Jahr 2006 mit einem Transaktionsvolumen von über 14 Milliarden Euro Nominalwert erreicht. Bedingt durch die Finanzkrise ging das Volumen stark zurück und brach 2007 auf nur noch 6,5 Milliarden Euro ein. Gemessen an den Krediten mit Einzelwertberichtigungsbedarf in den Bilanzen deutscher Banken, die von der BaFin für das Jahr 2007 auf 135,5 Milliarden Euro beziffert werden, entspricht das gehandelte Volumen gerade mal fünf Prozent.

In der Folge nahm das gehandelte Volumen weiter ab und die Wertkorrekturen in den Bankbilanzen stiegen an. Zum Jahresende 2011 hatten europäische Geschäftsbanken einer PwC-Studie zufolge erstmals notleidende Kredite von mehr als einer Billion Euro in den Büchern. Dies geht vor allem auf die Institute in den Peripherieländern zurück, deutsche Banken konnten ihr Volumen bei rund 200 Milliarden Euro konstant halten. Das ist allerdings nur auf den ersten Blick eine gute Nachricht, zeigt es doch andersrum auch, dass es den heimischen Instituten nur schwer gelingt, in nennenswertem Umfang notleidende oder nichtstrategische Ausleihungen an die in anderen europäischen Ländern aktiven Investoren zu verkaufen.

Das liegt zum einen an der traditionell höheren Zurückhaltung der deutschen Banken beim Kreditverkauf, zum anderen aber auch an den noch divergierenden Preisvorstellungen. 30 für zehn gibt es in Deutschland nicht. Insgesamt summierten sich die Transaktionen von Krediten und Non-Core-Assets der europäischen Banken der PwC-Erhebung nach auf rund 36 Milliarden Euro in 2011, allein im ersten Halbjahr 2012 waren es 27 Milliarden Euro. Das zeigt, der Handel kommt wieder in Schwung und die Experten gehen von einer weiteren Belebung aus. Ende 2013 hält PwC sogar Kreditportfolioverkäufe im Nennwert von bis zu 50 Milliarden Euro für möglich.

Auf rund drei Milliarden Euro schätzen Experten das potenzielle Handelsvolumen von immobilienbesicherten Darlehen. Banken greifen bei der Bearbeitung immobilienbesicherter Non-performing Loans (NPL) weitaus stärker als in der Vergangenheit auf externe Expertise und Kapazitäten zurück und tun dies auch in einer deutlich früheren Phase. Allerdings bringt auch nicht jeder potenzielle Investor das notwendige und spezifische Immobilien-Know-How mit, sodass die bisherigen Transaktionen noch überschaubar sind. Was fehlt, ist der Eisbrecher. P.O.

Wiederentdeckung Amerikas

Insbesondere bei Family Offices, aber auch bei anderen privaten und institutionellen Investoren, ist ein verstärktes Interesse für Immobilien in Amerika festzustellen. Die Zeiten, da Anleger wegen der „Hauspreiskrise“ in den Vereinigten Staaten Investitionen dort gemieden haben, sind endgültig vorbei. Obwohl die wirtschaftliche Erholung in Nordamerika im Vergleich zu früheren Jahren eher moderat ausfällt und die Arbeitslosigkeit für amerikanische Verhältnisse nach wie vor hoch ist, zeigt eine Reihe von Fundamentaldaten in eine positive Richtung. Das gilt insbesondere für die Verschuldung privater Haushalte, eines der gravierendsten Probleme in den Vereinigten Staaten. Die Zahlungsverpflichtungen im Vergleich zum verfügbaren Einkommen haben sich inzwischen deutlich verringert und den niedrigsten Stand seit 18 Jahren erreicht.

Auch die Hauspreiskrise hat ihren Höhepunkt längst überschritten, und die Preise ziehen inzwischen wieder leicht an.

Neben diesen Zeichen wirtschaftlicher Erholung sind es jedoch vor allem grundsätzliche Überlegungen, die bei vielen Investoren für wachsendes Interesse an amerikanischen Immobilien sorgen. Anders als in Europa, wo die Bevölkerungszahl in allen Ländern rückläufig ist, gibt es in Amerika ein starkes Bevölkerungswachstum. In den Jahren 2010 bis 2050 wird die Bevölkerung dort von 310 auf 440 Millionen Menschen anwachsen. Diese positive demografische Entwicklung ist der entscheidende Werttreiber für Immobilieninvestitionen.

Die Belastungen durch den demografischen Wandel werden Anlegern in Deutschland und Europa zunehmend bewusst. Gerade Immobilieninvestitionen werden oft mit einem sehr langfristigen Horizont getätigt, und die Frage nach der langfristigen Bevölkerungsentwicklung einer Region oder eines Landes wird immer mehr zur Schlüsselfrage für Anleger. Dabei geht es nicht nur um die Zahl der Menschen, sondern auch um den Beitrag, den Einwanderer für die Volkswirtschaft eines Landes leisten. Hier gibt es bekanntlich ebenfalls erhebliche Unterschiede zwischen Amerika und Europa. In Amerika herrscht traditionell eine „Willkommenskultur“ für Talente aus anderen Kontinenten. Wirtschaftlich leistungsfähige und ambitionierte Fachkräfte kommen gern nach Amerika, natürlich auch wegen der Sprache.

Die Gründe für die Renaissance amerikanischer Immobilienanlagen liegen jedoch nicht nur in dem wachsenden Vertrauen in die Wirtschaft der Vereinigten Staaten, sondern auch in Zweifeln über die Zukunft des Euroraums. Man muss kein Euroskeptiker sein, um die erheblichen Belastungen Europas durch die Verschuldung der südeuropäischen Krisenstaaten zu erkennen. Zwar gilt Deutschland Anlegern noch als sicherer Hafen, doch zunehmend werden Zweifel laut, ob sich Deutschland langfristig den Belastungen durch die Eurokrise entziehen kann.

Die hohe Staatsverschuldung ist zwar kein auf Europa beschränktes Problem, und auch in den USA ist die öffentliche Verschuldung mit mittlerweile 16 Billionen US-Dollar höher als das Bruttoin-

landsprodukt. Doch auch hier zeigen sich die Vorteile des starken Bevölkerungswachstums, denn anders als in Europa werden die öffentlichen Schulden in den USA auf deutlich mehr Schultern verteilt werden, sodass die Pro-Kopf-Verschuldung kommender Generationen bei sonst gleichen Bedingungen zurückgeht, während sie im Euro-Raum steigt.

Vor diesem Hintergrund wollen immer mehr Investoren ihre Anlagen auch unter Währungsgesichtspunkten diversifizieren. Investitionen im Dollarraum gelten vielen Anlegern als „Versicherung“ gegen eine Schwäche oder gar einen Zerfall des Euro. Dabei geht es nicht um kurzfristige Erwartungen: In den vergangenen Jahren war immer wieder zu beobachten, dass zeitweise der Euro und zeitweise der Dollar unter Druck geriet oder eine neue, unerwartete Stärke zeigte. Währungsprognosen sind stets mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Aber genau aus diesem Grund setzt sich bei vielen Anlegern wieder die Ansicht durch, dass es klug ist, einen Teil seines Vermögens im Dollarraum anzulegen. Da jedoch zugleich viele Anleger auch die Befürchtung haben, dass sich wegen der expansiven Geldpolitik sowohl der europäischen als auch der amerikanischen Zentralbank die Inflation erhöhen könnte, gilt das Interesse bei Dollar-Investments vor allem den Immobilienanlagen.

Dr. Jürgen Gerber, Geschäftsführer, Jamestown US-Immobilien GmbH, Köln

Keine Zeit zum Abwarten

Nach hitzigen Debatten und zum Teil bangem Warten liegt nun der Referentenentwurf für das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in zweiter Fassung vor. Viele der im ersten Entwurf vom Sommer dieses Jahres geplanten Regelungen wurden zurückgenommen oder zumindest abgeschwächt. Dass der bereits von vielen Initiatoren und Beobachtern angestimmte Abgesang auf die Geschlossenen Fonds wieder verstummt ist, liegt insbesondere darin begründet, dass die maximal erlaubte Fremdfinanzierungsquote auf 60 Prozent ausgeweitet und die Mindestzeichnungssumme für Ein-Objekt-Fonds auf 20 000 Euro reduziert wurde.

Zuvor war eine maximale Fremdkapitalquote von lediglich 30 Prozent und eine

Mindestzeichnungssumme von 50 000 Euro für Ein-Objekt-Fonds geplant. Die nachvollziehbare Erleichterung darf den Blick jedoch nicht trüben: Mit Inkrafttreten des KAGB kommen zahlreiche Verhaltens- und Handlungspflichten auf die Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) zu. So muss eine KVG im Rahmen des Portfoliomanagements während der gesamten Fondslaufzeit dafür Sorge tragen, dass sämtliche Vermögensgegenstände und Anteile des Fonds einmal jährlich oder bei Rückgabe und Annahme von Anteilen bewertet werden.

Hiervon organisatorisch getrennt muss ein Risikomanagementsystem eingeführt werden. Dieses muss unter anderem eine angemessene Due Diligence bei jeder im Namen des Fonds getätigten Anlage umfassen sowie regelmäßige Stresstests. Darüber hinaus hat die KVG sicherzustellen, dass die Risiken des Gesamtportfolios stets der ursprünglichen Anlagestrategie entsprechen.

Gegenüber den Anlegern ist künftig ein erhöhtes Maß an Transparenz gefragt. So wird zum Beispiel die Abgabe eines umfassenden Jahresberichts verbindlich. Darüber hinaus müssen die Anleger in regelmäßigen Reportings über aktuelle Entwicklungen informiert werden. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, sind dem KAGB-Entwurf zufolge die Verwahrung der Vermögenswerte eines Fonds von der Verwaltung, vor allem dem Risiko- und Portfoliomanagement, zu trennen. Das bedeutet, dass der Fondsinitiator eine externe Kontrollinstanz zur Seite gestellt bekommt.

Die notwendige Erlangung einer Erlaubnis zum Tätigwerden als künftige Kapitalverwaltungsgesellschaft durch die BaFin ist mehr als eine Formalie. Insbesondere die Auswahl geeigneter Geschäftsleiter stellt eine Herausforderung dar. All diese Anforderungen gilt es zu meistern. Insbesondere Initiatoren mit institutionellem Hintergrund erfüllen bereits heute viele der neuen Vorgaben. Kleineren Emissionshäusern wird es jedoch zum Teil schwer fallen, die organisatorischen und finanziellen Herausforderungen zu stemmen. Daher ist es dringend erforderlich, sich damit auseinanderzusetzen – und zwar nicht irgendwann, sondern jetzt.

Johannes Nölke, Managing Partner, optegra:hhkl GmbH & Co. KG, Köln

Hypothekenanleihen: Testfall Insolvenz

Hypothekenanleihen galten einst als große Hoffnung der kapitalmarktorientierten Finanzierung von Grundstücksgesellschaften – und wurden von Gerichten sogar als mündelsicher anerkannt. Versprachen sie den Anlegern doch die wundervolle Kombination von unbesicherten Unternehmensanleihen mit hohen Renditen einerseits und realer Besicherung durch Liegenschaften andererseits. Kritiker wie Helmut Jenkis warnten jedoch schon 2008 in dieser Zeitschrift (Seite 133 ff. und 360 f.) vor den Konstruktionsmängeln des Produkts. Anfangs wurden die Mahnungen noch als nicht sachgerecht abgetan, später hatten sich Journalisten und Anlegerschützer bei unbotmäßiger Berichterstattung mit Juristen auseinanderzusetzen. Je mehr die Schwächen der Hypothekenanleihen spürbar wurden, desto reizbarer waren die Manager der Unternehmen. Zu Recht, wie die jüngst verkündeten Insolvenzen der Deikon GmbH (vormals Boetzelen Real Estate AG) und des selbst ernannten Erfinders der Hypothekenanleihe, der WGF AG, zeigen.

Dennoch ist von Einsicht in mögliche Management- oder vielleicht auch nur Kommunikationsfehler beispielsweise bei der WGF nichts zu merken. Stattdessen wird die Schuld bei Externen gesucht. Da wären zunächst die negativen Presseberichte, nachdem die Creditreform einige Anleihe-Ratings auf den Status „in Bearbeitung“ gesetzt hatte und sich die Vorlage des Jahresabschlusses 2011 bis Dezember 2012 verzögerte. Zudem habe der Wirtschaftsprüfer, die Karl Berg GmbH, nicht die von Sachverständigen ermittelten Immobilienwerte zugrunde gelegt, sondern in der aktuell ungünstigen Marktphase realisierte Verkäufe als Maßstab für die Bewertung des WGF-Bestands genutzt. Im Ergebnis verbucht das Unternehmen für 2011 einen Bilanzverlust von 68,1 Millionen Euro, woraufhin bei Gericht die Eigenverwaltung beantragt wurde.

Wie auch immer die Insolvenzverfahren bei Deikon und WGF ausgehen, sie sind schon jetzt ein Testfall für die Hypothekenanleihen. Denn ob die Papiere tatsächlich so gut besichert sind, wie von den Emittenten behauptet, kann sich tatsächlich erst im Insolvenzfall erweisen. L.H.