

## Im Blickfeld

### Verlängerter Pfandbrief

Ein Hauptqualitätskriterium des deutschen Pfandbriefes war immer die fest terminierte Fälligkeit von Zins und vor allem Tilgung. Vereinfacht ausgedrückt, ein Pfandbriefgläubiger weiß ganz genau, an welchem Tage er sein Geld komplett zurückbekommt. Das unterscheidet den Pfandbrief unter anderem von verbrieften Kapitalmarktprodukten wie Commercial oder Residential Mortgage Backed Securities. Es unterscheidet ihn auch von vielen anderen Covered Bonds, die häufig alternative Rückzahlungszeitpunkte beziehungsweise -räume vorsehen.

Einige Emittenten nutzten die derzeit sehr starke Nachfrage nach gedeckten Schuldverschreibungen dazu, bestehende „fixe“ Strukturen in Bonds mit veränderbaren Rückzahlungsterminen umzuwandeln. Sie konnten die Schlechterstellung der Investoren häufig durch die Zahlung einer kleinen Prämie anregen.

Konkret zum Pfandbrief: Der Gesetzgeber denkt ziemlich laut darüber nach, für deutsche Pfandbriefe eine Fälligkeitsverschiebung im Krisenfall einzuführen. Was auf den ersten Blick erstaunt, macht schon auf den zweiten Blick eine Menge Sinn. Schließlich geht es darum, eine Regelung zu finden, die es im Krisenfall ermöglichen würde, die Bedienung von Pfandbriefen bei Fälligkeit um maximal 1 Jahr hinauszuschieben. Das Ziel einer vertragsgemäßen Bedienung soll nach Meinung des Finanzministeriums gleichwohl erhalten bleiben. Und die Regelung soll auch nur für neu begebene Pfandbriefe gelten.

Würde all das so kommen, bedeutete es für den Sachwalter, der von der BaFin im Krisenfall als spezieller Treuhänder für die Wahrnehmung der Interessen der Pfandbriefgläubiger eingesetzt wird, als „Chef“ einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit einen wirksamen Beitrag zur Verbesserung der Liquiditätssituation. Die Rolle des Sachwalters wird in Branchenkreisen lebhaft diskutiert.

Denn für die Funktion, die eine Privatperson mit Leben zu füllen hat, dürften sich im Falle des Falles, das heißt bei Schwierigkeiten der Bank, kaum Freiwillige finden lassen, die die Haftungsrisiken tragen wollen. Der Sachwalter steht im ständi-

gen Wettkampf mit dem Insolvenzverwalter der Bank und hat dafür Sorge zu tragen, dass bis zur Fälligkeit des letzten Pfandbriefs alle Zahlungen vollständig fließen. Gibt er vorzeitig vermeintlich nicht benötigte Überdeckung frei, setzt er sich Haftungsrisiken aus. Das Sachwalterverfahren ist zwar rechtlich ausgereift, ob es in der Praxis funktioniert, ist jedoch aufgrund fehlender Praxisfälle nicht sicher. Die klar begrenzte Laufzeitenverlängerung im Krisenfall ist ein Instrument zur Stärkung der Qualität der Arbeit des Sachwalters und dient damit auch der Stärkung des Pfandbriefs.

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken und seine Mitglieder sollten sich aber bei der Einführung Zeit lassen. Änderungen an einem bewährten System müssen gut erklärt werden, sonst verliert der Pfandbrief – Europas bestes Covered-Bonds-Produkt – versehentlich ein wenig an Glanz. ber

### Pfandbriefbank probiert den Börsengang

Fünf Jahre nach dem Delisting probiert die pbb Deutsche Pfandbriefbank wieder den Gang an die Börse. Der Bund als Eigentümer erwartet sich von einem IPO einen besseren Erlös als durch den Verkauf an einen Einzelinvestor. Erste Gebote gab es wohl von über zehn Interessenten, wer am Ende mit einer konkreten Offerte nach Berlin kam und warum diese abgelehnt wurde, bleibt bisher das Geheimnis der Politik.

Der nun favorisierte Börsengang, der noch im Juli erfolgen soll, birgt allerdings auch einige Risiken. So ist das Börsenumfeld sehr volatil und die Griechenland-Krise kann die Aufnahmebereitschaft für neue Namen dämpfen oder ausschließen. Sollte das IPO aus diesen oder anderen Gründen vor der Sommerpause nicht mehr gelingen, bleibt dann nur noch ein schmales Zeitfenster im Herbst, um einen neuen Anlauf zu versuchen.

Wenn auch dieser nicht klappt, dann kann der Bund eigentlich nur noch hoffen, dass die potenziellen Einzelinvestoren, wohl mehrheitlich Private-Equity-Unternehmen, ihre dann deutlich verbesserten Chancen auf einen Erwerb der pbb nicht zu einem Preisdumping nutzen.

Das ist zwar eher unwahrscheinlich, aber jeder weiß, dass laut EU-Auflagen die Privatisierung bis 31. Dezember 2015 gelingen muss. Von daher ist es im Falle eines Scheiterns des IPO wahrscheinlich, dass der Bundesfinanzminister Preisabschläge hinnehmen muss, um eine Abwicklung der Deutschen Pfandbriefbank zu vermeiden. Ob der deutsche Staat dann aber überhaupt noch die Entscheidungsgewalt hat, ist zweifelhaft, denn es ist zu hören, dass die EU-Kommission, sollte die Privatisierung nicht gelingen, einen Treuhänder mit dem Verkauf der Bank, im Ganzen oder in Teilen, beauftragen wird.

Darüber hinaus ist ein Börsengang oder ein Verkauf an einen einzelnen Investor aber auch generell betrachtet nicht ganz einfach. Die Bank weist zwar seit vier Jahren positive Zahlen aus, das Ergebnis für 2014 war aber durch Abschreibungen auf Heta-Anleihen stark belastet. Hätte die Bank schon 2014 den erst später von der Aufsicht empfohlenen Abschreibungssatz von 50 Prozent gewählt, wäre im vergangenen Jahr schon kein Gewinn mehr übrig geblieben. Des Weiteren verschlechtert sich das Umfeld in der Immobilienfinanzierung, wettbewerbsbedingt sinken die Margen und die Zeiten niedriger Kreditrisikovorsorge sind in wenigen Jahren auch vorbei.

Unvorteilhaft ist auch die hohe Abhängigkeit von der Refinanzierung im Kapitalmarkt. Eine eigene Einlagenbasis wurde erst sehr spät etabliert. Obwohl die pbb künftig nur noch mit den unbesicherten Ratings von Standard & Poor's („BBB/developing“) und DBRS („A low/watch negative“) leben will, so haben Investoren die Herabstufung des langfristigen Anleiheratings durch Moody's auf „Ba1“ doch durchaus wahrgenommen. Bei der Vermarktung der Börsenstory wird es auch darauf ankommen, wie man den sehr hohen Anteil des nicht-strategischen Value-Portfolios erklärt. Vielleicht reicht den Investoren die Aussage, dass es sich um ein RWA-Sparschwein handelt, das bei jeder Fälligkeit Kapital freisetzt.

Einfacher und sicherer in der Durchführung wäre der Verkauf an einen „guten“ strategischen Investor und ein folgender Teilbörsengang gewesen. Eines ist aber klar: Auch ohne Abwicklung wird die Bank in zwei Jahren deutlich anders

aussehen. Das RWA-Sparschwein wird möglichst schnell geschlachtet werden, obwohl gerade dieses Kapital dringend in der Bank zur Stabilisierung der Ratings und damit der Refinanzierungskosten benötigt würde. ber

## Japan: Der Renditeabstand als Indikator

Der Renditeabstand zur Staatsanleihe – traditionell ein wichtiger Indikator, wenn es darum geht, an geeigneten Standorten in Immobilien zu investieren. Wenn es jedoch allein nach ebenjenem Renditeabstand ginge, wäre ausgerechnet das nach wie vor wenig sichere Spanien aktuell eines der am meisten geeigneten Investitionsziele.

Rund 400 Basispunkte beträgt der Renditeabstand von Büroimmobilien in Madrid gegenüber 10-jährigen spanischen Bonds. Ähnlich geeignet schiene Tokio. Hier sind es rund 370 Basispunkte. Beide Städte zählen zu jenen Global Cities, die den größten Immobilienrenditeabstand zur jeweiligen Staatsanleihe aufweisen. Zum Vergleich: London oder auch New York City weisen weniger als 230 Basispunkte auf.

Der Unterschied zwischen Tokio und Madrid könnte aus immobilienwirtschaftlicher Sicht kaum größer sein. Die Büroimmobilienmärkte Tokios zeichnen sich durch gute Vermietungschancen und eine steigende Liquidität aus. Außerdem entwickelt sich der Total Return seit Jahren positiv: Der Return aus den laufenden Einnahmen im Zentrum hält sich seit über fünf Jahren auf hohem Niveau – bei etwa 4 Prozent.

Hinzu kommt ein ungebrochener Wertzuwachs. Dieser wird laut Herrn Kurozumi von der Cordea Savills-Niederlassung in Tokio vor allem durch die olympischen Sommerspiele im Jahr 2020 weiter anhalten: „Der Wert von Immobilien in Japan wird durch steigende Investitionen in die Infrastruktur angetrieben. Auch staatliche Wirtschaftsförderung in der Industrie einschließlich der Deregulierung wirken sich positiv aus.“ Dabei lässt der Wertzuwachs im Vergleich zum historischen Hoch der vergangenen Dekade noch immer ausreichend Luft nach oben; ein Ende der Entwicklung ist also noch nicht zu erwarten.

Die Situation in Spanien ist bekanntlich eine andere. Immobilieninvestments in Madrid mögen nur äußerst selektiv sinnvoll sein. Sicherlich spricht für Madrid: Bei vielen Anlegern steigt nach wie vor die Risikobereitschaft, wenn damit entsprechend höhere Renditen einhergehen. Zugleich wächst jedoch auch die generelle Sorge vor einem Ende des weltweiten Immobilienbooms. Das Mehr an Risiko dürfte also ein endliches Thema sein. Tokio schlägt Madrid hier deutlich.

Ein attraktiver Renditeabstand bleibt somit einerseits nur einer von vielen Aspekten, der für ein Immobilieninvestment spricht. Das an sich wäre keine neue Erkenntnis. Andererseits hat das Thema gerade im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld eine besondere Bedeutung, zumal vielerorts die Immobilienrenditen weiter sinken.

Und: Ein großer Renditeabstand kann – immer im Kontext mit den klassischen immobilienökonomischen Faktoren – bei einer Zinswende ein wichtiger Indikator sein, welche Märkte Zukunft haben. In zwei Märkten mit sonst ähnlichen Rahmenbedingungen dürfte die Liquidität in jenem Markt zuerst abnehmen, in dem der Abstand schneller unter eine gewisse kritische Grenze fällt.

*Thomas Gütle, Geschäftsführer,  
Cordea Savills Invest GmbH, München*

## Ladenflächen richtig managen

Oben Wohnungen, unten Gewerbe – Wohnungsgesellschaften müssen sich bei ihrem Bestand häufig auch mit Gewerbetreibern und ihren Bedürfnissen auseinandersetzen. In der Regel haben die wenigsten Vermieter von Wohnungen auch ein Händchen für Mieter von Ladenflächen. Anders als im Wohnimmobiliengeschäft muss hier in vergleichsweise kurzen Zeitabständen auf dynamische Veränderungen im Einzelhandel reagiert werden.

Asset Manager im Wohnungssegment sind jedoch die Dynamik nicht gewohnt, mit der sich die Situation bei Handelsimmobilien ändern kann. Schließlich verlieren Wohnimmobilien weniger schnell ihre Marktfähigkeit. Ebenso wichtig ist, dass sich die Wohnungsunternehmen

ähnlich intensiv um das Management der Ladenflächen kümmern wie sie es bei den Wohneinheiten tun. Oft werden die Gewerbeflächen jedoch eher stiefmütterlich behandelt.

Es fehlt letztlich schlicht die Einzelhandelskompetenz, um rechtzeitig zu erkennen, dass Handlungsbedarf besteht. Insbesondere der Einzelhandel mit Lebensmitteln und Drogerieartikeln ist eine der dynamischsten Branchen überhaupt. Ständig wird an der Verbesserung der Konzepte gearbeitet und es existiert auch die Bereitschaft, Standorte gemäß neuer Anforderungen zu verlagern.

Hatten Supermärkte und Discounter früher eine Verkaufsfläche von 400 bis 800 Quadratmetern, so sind heute bei Neueröffnungen 800 bis 1 200 Quadratmeter (Discounter) beziehungsweise 1 400 bis 3 000 Quadratmeter (Supermarkt) gefragt. Dieser Trend führt zu Leerständen in den Ladenzeilen von Wohnanlagen, die für viele Supermärkte plötzlich zu klein sind.

Das Vermietungsmanagement der Ladenflächen kann sich auch auf die Vermietbarkeit der Wohnungen auswirken. Durch die Leerstände und die Versorgungsdefizite aufgrund des Wegzugs eines Supermarktes verschlechtert sich zum Beispiel das Image des Wohnviertels. Die Folge sind Leerstände bei den Wohneinheiten. Es setzt eine Negativspirale ein, die nur mit dem richtigen Konzept für die Ladenflächen gestoppt werden kann.

Wichtig ist, dass alle Ladenflächen im Eigentum der Wohnungsgesellschaft sind. Nur so können die Flächen aktiv gemanagt werden. Zum Beispiel können Flächen zusammengelegt werden, um die nötige Verkaufsfläche für einen Supermarkt zu schaffen. Ist dies nicht möglich, kann versucht werden, die benachbarten Ladenflächen aufeinander abzustimmen.

So könnte ein weggefallener Supermarkt durch die Ansiedlung eines Getränkemarktes in Verbindung mit einem Bäcker, Metzger und Obst- und Gemüseladen ersetzt werden, womit wiederum verhindert werden kann, dass die Ladenfläche zu einer Gefahr für die gesamte Immobilie wird.

*Markus Wotruba,  
Leiter Standortforschung,  
BBE Handelsberatung GmbH, München*