

Im Blickfeld

Endlich Klarheit wegen Heta – schön wäre es

Es ist herzerfrischend, wenn es führenden Juristen gelingt, Klartext zu sprechen. Gelungen ist dies der höchsten richterlichen Instanz in Österreich, dem Verfassungsgerichtshof. Auf zweieinhalb Seiten Presstext watschte das Gericht den österreichischen Gesetzgeber im Falle Hypo Alpe Adria ab. Das Hypo-Sanierungsgesetz ist verfassungswidrig und wird zur Gänze aufgehoben, verkündete das Gericht unter Vorsitz von Dr. Gerhart Holzinger, dem Präsidenten des Verfassungsgerichtshof.

Es waren letztlich zwei ganz einfache Punkte, warum das Gericht zu diesem Urteil kam. Zum Ersten ist es die Ungleichbehandlung von Nachranggläubigern, die einen Verstoß gegen das Grundrecht auf Schutz des Eigentums darstellt. Zum Zweiten dürfen die Haftungserklärungen des Landes Kärnten nicht als isolierte Maßnahme im Nachhinein durch eine gesetzliche Anordnung völlig entwertet werden. Soweit zum Urteil.

Von dem Hypo-Sanierungsgesetz waren die Halter von bestimmten Nachranganleihen mit einem Volumen von 1,7 Milliarden Euro betroffen, die ihren Einsatz komplett abschreiben sollten. Das Gesetz machte jedoch innerhalb der Gruppe der Nachranggläubiger selbst wieder Unterschiede. Nachrangverbindlichkeiten, die vor dem 30. Juni 2019 fällig wurden, sollten erlöschen, danach fällige Forderungen blieben unangetastet.

Die große Frage für die Gläubiger ist nun, wie geht es weiter. Sämtliche Forderungen gegenüber der ehemaligen Hypo Alpe Adria und der Heta Asset Resolution, in der große Teile der Hypo Alpe aufgingen, unterliegen dem staatlichen Zahlungsmoratorium. Diesen Moratoriumsbescheid hat die Finanzmarktaufsicht im Rahmen des Bankensanierungsgesetzes verhängt. Spätestens im Mai 2016 will der österreichische Gesetzgeber die Modalitäten für einen möglichen Schuldenschnitt festlegen.

Von einem Schnitt ist auch auszugehen, außer die österreichischen Verfassungsrichter spielen auch hier nicht mit. Die Halter von Nachranganleihen dürften dabei schlechter abschneiden als die

Eigentümer von normalen Anleihen. Das große und weiterhin ungelöste Thema ist, inwieweit sich das Land Kärnten letztlich vor seinen Zahlungsverpflichtungen aus den Garantien drücken kann. Der Verfassungsgerichtshof spricht davon, dass Haftungserklärungen eines Bundeslandes nicht völlig entwertet werden dürfen. Die Frage ist, ob das Gericht hiermit schon klarstellt, dass eine teilweise Entwertung möglich ist. Falls ja, können Investoren eine vollständige Rückzahlung ihrer vom Land Kärnten garantierten Forderungen vergessen.

Für die Bayern-LB, die sich kürzlich mit dem österreichischen Staat auf eine Mindestzahlung in Höhe von 1,2 Milliarden Euro geeinigt hat, dürfte sich nichts ändern. Ihre Forderungen unterliegen dem Moratorium. Je nach Ausgang des Abwicklungsverfahrens der Heta bleibt es bei der Summe, oder die Bank erhält bei einer Auszahlungsquote von über 50 Prozent einen Nachschlag.

Wahrscheinlich ist, dass das Urteil, welches auf den 3. Juli datiert ist und am 28. Juli 2015 verkündet wurde, in der Vereinbarung – die am 7. Juli der Öffentlichkeit präsentiert wurde – bereits berücksichtigt ist. Hätte der österreichische Staat nicht frühzeitig von dem für ihn „schlechten“ Gerichtsurteil Wind bekommen, hätte er sich vielleicht gar nicht darauf eingelassen. Morgan Stanley warf die Frage auf, ob die Mindestzahlung eine Garantie durch die Republik Österreich darstellt, die eventuell das kurz vor dem Abschluss stehende EU-Beihilfeverfahren negativ tangiere.

Ohne die rechtliche Seite beurteilen zu können, dürfte es auf der finanziellen Seite dazu keinen Grund geben. Bei den Auflagen für die Bank wurde die Hilfe durch die Republik Österreich – die eigentlich für die Forderungen gegen die ehemalige Tochter Hypo Alpe Adria einstehen wollte – einkalkuliert. Damit erhält die Bank am Ende wahrscheinlich weniger von dem „Partner“ der Alpenrepublik, als von Brüssel kalkuliert.

Eigentlich gibt es bei Auseinandersetzungen meist Gewinner und Verlierer. Gewinner gibt es in der Sache Heta keinen. Die Investoren, die auf die Garantie des Landes Kärnten vertrauten und für ihr Engagement eher mittelmäßige Renditen erhielten, können von einer vollen Rückzahlung nur träumen.

Das Land Kärnten und vor allem der österreichische Staat sparen zwar ein paar Milliarden Euro an Rückzahlungen, haben aber dafür das wertvollste Gut im Markt eingebüßt, das Vertrauen. Dass sich die Verantwortlichen in Wien und Klagenfurt jetzt besinnen und zu ihren vertraglichen Verpflichtungen stehen, ist nicht zu erwarten oder entspricht der Phantasie Hitze-Geschädigter. Glücklicherweise haben die Verantwortlichen am höchsten Gericht einen kühlen Kopf bewahrt. ber

Studenten bestreiten alles

Neue und ungewöhnliche Investitionsmöglichkeiten fluten bekanntlich derzeit den Markt. So mancher entwächst da seinem Nischendasein, andere überspringen quasi diese anfängliche Randexistenz und mausern sich direkt zum Geheimtipp unter den Investorenlieblichen. Ein Paradebeispiel des Letztgenannten: der Studentenwohnungsmarkt.

Die Ausgangssituation: Es gibt immer mehr Studenten, laut einem entsprechenden Marktbericht von Savills 36 Prozent mehr als noch vor zehn Jahren. Gleichzeitig steigen in vielen deutschen Hochschulstädten die Mieten, sodass die für Studenten erschwinglichen Wohnungen rar werden. Die Folge: Die Studierenden werden zunehmend vom freien Wohnungsmarkt verdrängt. Auch die öffentlich geförderten Wohnplätze, wie beispielsweise von Studentenwerken, können das mengenmäßig nicht auffangen. Laut des Marktberichtes stieg die Zahl solcher Plätze in den vergangenen Jahren nur geringfügig, womit die bundesweite Versorgungsquote seitens der öffentlichen Einrichtungen in den letzten Jahren konsequent auf unter 10 Prozent abgenommen hat.

Hier kommen nun also die privat betriebenen Wohnanlagen ins Spiel, die es bis vor wenigen Jahren kaum gegeben hat. Lediglich 12 000 Plätze privater Träger gab es im Jahr 2010 in den 30 größten deutschen Hochschulstädten; sie standen über 1,2 Millionen Studenten gegenüber. Eine Versorgungsquote von unter einem Prozent. Eine Angebotslücke, die die Privaten gerne füllen. Mittlerweile hat sich der private Bestand auf 25 000 Plätze verdoppelt und die Savills-Prognose zeigt steil nach oben. Im Fokus der Privaten

ten stehen insbesondere die großen Hochschulstädte mit angespannten Wohnungsmärkten, auf denen es für Studenten kaum mehr möglich beziehungsweise erschwinglich ist, eine vom Großteil präferierte 20 bis 25 Quadratmeter große Einzimmerwohnung zu finden. 2020 gehen die Analysten unter Berücksichtigung aller in Planung und Bau befindlichen Objekte von einer weiteren Verdopplung auf 41 000 Plätze aus. Der Marktanteil privater Betreiber wird damit von 6 Prozent im Jahr 2000 auf voraussichtlich rund 22 Prozent im Jahr 2020 steigen.

Die Transaktionsvolumina erhöhen sich aktuell entsprechend rasant. Wo es vorher kaum etwas zu investieren gab, wurden im vergangenen Jahr Studentenwohnanlagen für über 220 Millionen Euro gehandelt – das entspricht dem Doppelten des Vorjahreswertes. Zunächst steht und fällt die Zahl mit Projektentwicklungen; knapp 90 Prozent des Transaktionsvolumens entfielen auf Objekte, die sich – neben zahlreichen anderen – in der Pipeline befinden.

Der rasant wachsende investierbare Bestand lässt demnach langfristig noch wesentlich höhere Transaktionsvolumina erwarten, was natürlich auch eine Diversifikation der Investoren nach sich zieht. So traten letztes Jahr erstmals auch Pensionskassen und Versicherungen als Käufer auf die Bildfläche. Die institutionellen Investoren haben studentische Luft geschnuppert, und auch die Ausländer machen sich langsam bereit, aufs deutsche Studentenparkett zu treten.

Kein Wunder: Die durchschnittlich gezahlten Preise auf Investorensseite bewegen sich in einer Spanne zwischen 3 000 und 5 000 Euro je Quadratmeter Wohnfläche. Dafür gibt es dann eine Bruttoanfangsrendite von 5,5 bis 6,5 Prozent bei Wohnanlagen mit Generalmietvertrag. Für Objekte mit Einzelmietvertrag können sogar mehr als 7 Prozent erzielt werden. Und je größer die Stadt, desto geringer ist dabei das Risiko: Als sicher gilt ein Investment in den Metropolen; in Berlin, Frankfurt am Main, München oder Hamburg werden die Unterkünfte auch gebraucht, wenn die Studentenzahl mal wieder abnehmen sollte.

Bei all dem Jubel, der zurzeit auf dem Studentenwohnmarkt herrscht, fehlt nur noch – auch und vor allem im Sinne des

lebendigen Geistes, der am Ende dieser Prozesse steht – Wohnraum im mittleren Preissegment. Was nützt es, Studentenboom hin oder her, wenn sich am Ende nur eine Handvoll der in die Städte drängenden Studiosi ein Apartment in einer privaten Neubau-Wohnanlage leisten kann? Gerade in Freiburg, Frankfurt am Main und München, wohin es doch die meisten Studierwilligen drängt, dürfte das mit durchschnittlichen Mieten für Einzelapartments von 650 Euro, 637 Euro beziehungsweise 563 Euro schwierig werden. Denn bekanntlich bestreiten Studenten alles, nur nicht ihren Lebensunterhalt. mb

Nach der Anlageverordnung ist vor Solvency II

Viele Versicherungen und andere institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Pensionsfonds, Pensionskassen oder Versorgungswerke, haben sich mit Blick auf indirekte Immobilieninvestments bis Anfang des Jahres eher zurückgehalten – und auf die neue Anlageverordnung gewartet.

Seit Februar ist sie nun da, seit März muss sie angewendet werden. Planungssicherheit bringt sie aber dennoch nicht für alle, sondern nur für einen Teil der Unternehmen: für die kleineren Versicherungen und die anderen institutionellen Investoren. Für die großen Versicherungen hat die neue Verordnung bloß bis Ende des Jahres Gültigkeit. Dann wird sie von dem Solvency II Regelwerk abgelöst, womit wohl eine neue Phase des Abwartens und Experimentierens einsetzen wird – mit guten Chancen, dass Anleihen mit Immobilienhintergrund aus Sicht der großen Versicherer als Gewinner hervorgehen.

Denn: Immobilien werden durch Solvency II für Versicherungen eine Eigenkapitalunterlegung erfordern. Das ist bekannt. Die Unterlegung soll das Risiko der entsprechenden Investments widerspiegeln. Sie wird insbesondere bei indirekten Immobilienanlagen schmerzhaft hoch sein.

Die Rede ist nicht von den üblichen 25 Prozent im Rahmen der Standardformel, die bei direkten Immobilieninvestments greifen. Vielmehr gibt es Fälle – beispielsweise solche, wenn Unternehmen

Immobilien halten und sich außerhalb der Versicherungsgruppe fremdfinanzieren –, die nicht unter das sogenannte Immobilienrisiko, sondern unter das Aktienrisiko fallen.

In welchem Umfang eine Fremdfinanzierung hier in Anspruch genommen wird, ist unbeachtlich. Schon die geringste Fremdfinanzierungsquote führt zu einer entsprechenden Umqualifizierung. Hier von können neben den üblicherweise fremdfinanzierten Objektgesellschaften auch Immobilienfonds betroffen sein. Und: Bei einer Einstufung im Aktienrisikomodul kann eine Unterlegung erforderlich werden, die deutlich höher ist und sich der 60-Prozent-Marke zu nähern droht. Eine immense Quote für eine langfristige Sachwertanlage, die doch eigentlich ein attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweist.

Um dem zu entgehen, könnten Versicherer vermehrt Alternativen suchen. Statt direkter Beteiligungen an einem Immobilienfonds könnten Investitionen künftig mittels Fremdkapitalinstrumenten erfolgen, die ein entsprechendes Immobilieninvestment vermitteln. Denkbar: Eine indirekte Investition in Immobilienfonds über Anleihen. Sofern eine Einordnung als Anleihe für aufsichtsrechtliche Zwecke zulässig wäre, würde dies nach sich ziehen, dass die hier typischen Risiken (Spread, Zinsen, Währung und so weiter) zu berücksichtigen wären. Vor allem aber würde die Eigenkapitalunterlegung von der Bonität des Emittenten abhängen. Je nach Fall könnte die Investition für die Versicherer so zu geringeren Kapitalkosten führen.

Immobilienanleihen können bei Versicherern so einen Schub erfahren – allerdings nur, wenn dabei auch steuerliche Aspekte gewürdigt werden. Denn je nach Konstellation sind steuerliche Nachteile möglich, beispielsweise wenn per Doppelbesteuerungsabkommen eigentlich steuerfreie Immobilienerträge oder Dividenden in voll steuerpflichtige Erträge aus Fremdkapitalinstrumenten umqualifiziert werden. Sofern aber eine aufeinander abgestimmte aufsichts- und steuerrechtliche Strukturierung erfolgt, könnte die Anleihe ein gangbarer Weg unter Solvency II sein.

Jürgen Bauderer, Partner, und Patrick Faller, Senior Manager, beide Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München