



IM BLICKFELD

Covered Bonds: Ein gelungener Spagat

Die Brüsseler Mühlen mahlen bekanntlich langsam. Das Vorhaben zur Harmonisierung der Covered Bonds in der europäischen Union bildet diesbezüglich keine Ausnahme. Im Jahr 2012 nahm das Vorhaben als wichtiger Baustein zum Aufbau der europäischen Kapitalmarktunion seinen Anfang. Fast sechs Jahre sind seitdem vergangen, die geprägt waren von vielen Konsultationen, Berichten und Auswirkungsstudien. Zur Erinnerung noch einmal der Hintergrund des Projekts: Gedeckte Schuldverschreibungen hatten sich gerade zu Zeiten der Finanzkrise als sicheres und hochwertiges Produkt erwiesen. Infolgedessen wuchs (und wächst) die europäische Covered-Bond-Familie stetig weiter. Aufgrund fehlender einheitlicher Mindeststandards erfolgte diese Entwicklung jedoch sehr heterogen und vielleicht nicht immer mit den vom deutschen Pfandbriefgesetz gewohnten Qualitätsansprüchen, was weder den deutschen Emittenten und deren Lobbyisten noch den Transparenzsüchtigen Aufsehern gefallen konnte.

Insofern war und ist die Idee einer Harmonisierung grundsätzlich begrüßenswert – sofern die Ausgestaltung passt. Hier setzte sich der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) federführend für einen „prinzipienbasierten Ansatz“ ein. Nur dadurch, so die Argumentation, könne ein europäischer Rechtsrahmen für Covered Bonds geschaffen werden, der einerseits hinreichend detailliert ist, um die Assetklasse vor Missbrauch zu schützen und regulatorische Privilegien zu erhalten, und andererseits genügend Spielraum für die qualitative Weiterentwicklung nationaler Produkte wie dem Pfandbrief lässt. Die EU-Kommission ist diesem Wunsch mit ihrem am 12. März vorgestellten Gesetzspaket offensichtlich weitestgehend gefolgt. Denn vom vdp gab es sofort Lob für den aus einer Richtlinie und einer Verordnung bestehenden neuen Rechtsrahmen.

Positiv ist sicherlich zu werten, dass durch die Richtlinie erstmals überhaupt eine grundlegende Definition dafür geliefert wird, was eine gedeckte Schuldverschreibung ist und damit künftig sein muss. So definiert Artikel 3 – neben zahlreichen weiteren Begriffen – den Covered Bond als eine „Schuldverschreibung, die von einem Kreditinstitut begeben und durch einen Deckungspool von Vermögenswerten besichert wird, zu dem Anleger in gedeckte Schuldverschreibungen direkten Zugang als bevorrechtigte Gläubiger haben“. Das neue Label „European Covered Bond“ macht es sicherlich einfacher, Investorengruppen anzusprechen, die mit dieser Produktgattung bislang nicht vertraut sind. Ein zweifelsfreies Gütesiegel ist das Label aber nicht, denn die Nutzung ist freiwillig, weiterhin dürfen auch die bisherigen, etablierten Bezeichnungen getragen werden, was sicherlich gut für den Pfandbrief ist.

Auch an anderer Stelle ist es mit der Vergleichbarkeit nicht so weit her. Denn durch die langen Übergangsfristen für bereits emittierte Covered Bonds wird erst nach Endfälligkeit der unter der Übergangsregelung emittierten Bonds eine vollständige Vergleichbarkeit der am Markt befindlichen Emissionen möglich sein. Das kann sich noch mehr als ein Jahrzehnt hinziehen. Und auch die Anforderungen an die Deckungsfähigkeit von Aktiva hätten sicherlich etwas strikter ausfallen können. Lassen die in Artikel 6 etwas schwammig formulierten „High Quality Assets“

doch einigen Interpretationsspielraum, sodass neben Immobilien- und an die öffentliche Hand ausgegebenen Krediten auch Darlehen an KMU als deckungsfähig eingestuft werden könnten.

Zur Umsetzung: Was zunächst großen Aufwand für Emittenten und nationale Gesetzgeber vermuten lässt, erweist sich bei genauem Hinsehen als machbar. Gerade in Deutschland mit dem Pfandbriefgesetz, das die europäische Harmonisierung wesentlich inspiriert hat, dürfte der Anpassungsbedarf überschaubar sein. Die hiesigen Auflagen sind meist sogar noch weitaus strenger. Der vdp spricht folgerichtig von einer „weitgehenden Vereinbarkeit“ des EU-Paketes mit den bestehenden Standards des Pfandbriefgesetzes. Experteneinschätzungen zufolge sollte aber auch für die anderen Länder der Änderungsbedarf beherrschbar bleiben. Möglich machen dies auch die recht großzügigen Übergangsfristen: Wirklich bindend werden die neuen Vorgaben wohl nicht vor 2020. Wie intensiv dabei die bestehenden Freiräume für die Bewahrung nationaler Eigenheiten genutzt werden und wieviel European Covered Bond in den jeweiligen Papieren tatsächlich steckt, wird sich erst noch zeigen müssen. ph

Vonovia: Kirsten-Ausscheiden überschattet gute Zahlen

Mit zwei dicken personellen Überraschungen ging Deutschlands größter Wohnungskonzern Vonovia Anfang März an die Öffentlichkeit. Selbst enge Beobachter des Bochumer Unternehmens dürften überrascht gewesen sein. Der frühere Deutsche-Bank-Chef Jürgen Fitschen soll neuer Aufsichtsratschef werden. Er löst Interims-Chefkontrolleur Prof. Edgar Ernst ab, der den Vorsitz im September 2017 vom langjährigen Aufsichtsratsvorsitzenden und kurz darauf verstorbenen Dr. Wulf H. Bernotat bis zur diesjährigen Hauptversammlung übernommen hatte.

Während diese Personalie uneingeschränkt positiv aufgenommen wurde, schüttelten bei der zweiten dann doch einige den Kopf. Am gleichen Tag noch verkündete Vonovia, dass Finanzvorstand Dr. Stefan Kirsten das Unternehmen ebenfalls zur Hauptversammlung 2018 verlassen werde, gut zweieinhalb Jahre vor dem offiziellen Ende seines Vertrages am 31. Dezember 2020 und „auf eigenen Wunsch“, wie Vonovia ausdrücklich betont.

Ausgerechnet Kirsten möchte man sagen. Schließlich hat der frisch gekürte CFO des Jahres 2017 („Finance“) den rasanten Aufstieg Vonovias in den vergangenen Jahren maßgeblich mitgeprägt. Er trimmte den finanziell lange Zeit unsoliden Immobilienkonzern zielstrebig auf Börsenfähigkeit. Ein Verschuldungsgrad (LTV) von aktuell gerade einmal noch 39,8 Prozent spricht Bände. Auch die zahlreichen anspruchsvollen Unternehmensübernahmen vergangener Jahre, etwa der Gagfah (2014) oder jüngst von Conwert (2017), fädelt er geschickt ein.

CEO Rolf Buch würdigte Kirstens Schaffen gleich zu Beginn der Bilanzpressekonferenz: „Ich habe die Zusammenarbeit genossen.“ Und doch wird man den Eindruck nicht los, dass er damit nur die halbe Wahrheit sagt. Es ist ein offenes Geheimnis, dass Buch und Kirsten bei so mancher wegweisenden strategischen Entscheidung nicht immer einer Meinung waren. Dabei war es vermutlich

gerade diese Reibung der beiden Alphiere, die Vonovia in der jüngeren Vergangenheit so erfolgreich sein ließ.

Angesichts dieses kräftigen Stühlerückens verblassten die 2017er Zahlen ein wenig. Dabei konnten sich diese erneut sehen lassen. Steigende Mieteinnahmen (plus 8,4 Prozent auf 1,668 Milliarden Euro) und der Milliarden-Zukauf des österreichischen Konkurrenten Conwert bescherten Vonovia 2017 einen sprunghaften Anstieg des operativen Ergebnisses (FFO I) von 761 auf 921 Millionen Euro. Die Aktionäre sollen an dieser Entwicklung mit einer um 20 Cent höheren Dividende von 1,32 Euro je Aktie beteiligt werden. Dennoch reagierten sie unmittelbar im Anschluss an die Veranstaltung verschupft: Entgegen des Markttrends gab der Vonovia-Kurs deutlich nach, der Abgang von Stefan Kirsten stieß auch hier ganz offensichtlich auf Unverständnis.

Langfristig gesehen bleibt die Börsengeschichte Vonovias aber ein echter Erfolg. Allein im Jahr 2017 betrug der Kursanstieg des Papiers satte 34 Prozent. Der Dax stieg im selben Zeitraum „nur“ um 12,5 Prozent. Aber die Anleger brauchen bekanntlich fortlaufend eine Wachstumsstory. Wie diese bei Vonovia aussehen soll? Anorganisches Wachstum – künftig wohl auch im nicht-deutschsprachigen Ausland – wird vermutlich ein wichtiger Faktor bleiben, denn die Potenziale hinsichtlich Leerstandsabbau (aktuell bei 2,5 Prozent), Bestandsoptimierung, Kosteneffizienz, Refinanzierung und Mietsteigerungen erscheinen weitgehend ausgereizt. Mit der erfolgreichen Übernahme von Buwog sichert sich Vonovia neben rund 49.000 Wohnungen (davon 27.000 in Deutschland) interessanterweise auch große Expertise im Bereich der Projektentwicklung.

Rolf Buch will diese Chance nutzen, um den modularen Wohnungsbau mit anschließender Überführung in den eigenen Bestand deutlich auszubauen. Angesichts der schleppenden Baugenehmigungsverfahren in vielen deutschen Kommunen sind hier allerdings dicke Bretter zu bohren. Und Helene von Roeder, die ab Mitte des Jahres dem neuen Finanz- und Controllingressort vorsteht, wird versuchen müssen, die erfolgreiche Arbeit Kirstens so oder anders fortzuführen. ph

GroKo: Wird BIM jetzt zum Standard?

Die neue Bundesregierung will den Einsatz und die Verbreitung der digitalen Arbeitsmethode Building Information Modeling (BIM) weiter vorantreiben. Dies ist zu begrüßen, denn das digitale Planen, Bauen und Bewirtschaften von Gebäuden anhand eines Gebäudemodells verspricht eine digitale Revolution. BIM steht für Vorteile wie kürzere Bauzeiten, keine Kostenexplosionen, eine neue kooperative Kultur in der Projektentwicklung und deutliche Erleichterungen bei der Immobilienbewirtschaftung. Doch welche Impulse sind für BIM aus Berlin tatsächlich zu erwarten?

BIM wird im 177-seitigen Koalitionsvertrag an zwei Stellen relativ allgemein gehalten erwähnt. Die Digitalisierung soll in der gesamten Wertschöpfungskette Bau weiter vorangetrieben werden. Die BIM-Methodik soll für alle Planungs- und Baudisziplinen weiterentwickelt werden. BIM soll zudem bei allen neu zu planenden Verkehrsinfrastrukturprojekten angewendet und bei Baumaßnahmen

des Bundes verstärkt eingesetzt werden. Dass die Koalitionäre die BIM-Methodik auf ihre Agenda für die Legislaturperiode gesetzt haben, ist begrüßenswert. Im Koalitionsvertrag von 2013 tauchte BIM nicht auf.

Positiv zu bewerten ist zudem, dass die Digitalisierung ausdrücklich auf die gesamte Wertschöpfungskette sowie alle Planungs- und Baudisziplinen fokussiert wird. In einigen Disziplinen ist die Umsetzung von BIM bereits deutlich fortgeschritten, beispielsweise bei der Statikplanung und unmittelbar am BIM-Modell durchgeführten Clash-Detections, die Bauherren und Planern helfen, Planungsfehler verlässlicher und schneller aufzudecken (Beispiel: das berühmte Rohr durch die tragende Wand). In anderen Bereichen, allen voran bei der technischen Standardsetzung wie dem Industry Foundation Classes (IFC)-Format und der Definition von Modellinhalten bei BIM, besteht noch Entwicklungspotential. Dies gilt insbesondere für die Betriebsphase eines Gebäudes, in der sich die größten Kosten- und Effizienzgewinne generieren lassen.

Die Passagen im Koalitionsvertrag sind allerdings sehr zurückhaltend formuliert. Die Bundesregierung geht nicht so weit wie andere Länder, sich auf eine konkrete, zumindest partiell ausgestaltete Pflicht festzulegen, Projekte BIM-basiert abzuwickeln. Dies wäre im Sinne einer größtmöglichen Marktdurchdringung von BIM sicherlich wünschenswert. Im Ausland, beispielsweise in England, ist der Einsatz von BIM bei öffentlichen Bauten verbindlich vorgeschrieben. Auch in Nordrhein-Westfalen ist BIM ab 2020 bei öffentlichen Bauvorhaben Pflicht. Die fehlende bundesweite Pflicht eröffnet hierzulande auch Vorteile für Unternehmen. Durch das Anbieten einer BIM-gestützten Leistungserbringung können sie einen Wettbewerbsvorteil generieren.

Die Ankündigungen der Regierung gehen ferner zu weiten Teilen nicht über die bisherigen Initiativen der Bundesministerien hinaus. So sieht der Stufenplan des Bundesministeriums für Verkehr und digitale Infrastruktur (BMVI) vom 15. Dezember 2015 vor, dass ab dem Jahr 2020 Infrastrukturprojekte des BMVI mit BIM ausgeschrieben werden und die Methodik bis dahin in verschiedenen Projekten weiter erforscht wird. Nach dem Runderlass des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB) vom 16. Januar 2017 sind zudem die Bauverwaltungen verpflichtet, den Einsatz von BIM bei Bundeshochbauprojekten zu prüfen.

Aufgrund der klaren Zielsetzung im Koalitionsvertrag ist zu erwarten, dass BIM weiter gefördert wird und (öffentliche) Ausschreibungen mit BIM zunehmen werden. Die größten Effekte könnte die neue Verteilung der Ressorts haben: Die Zuständigkeit für den Hochbau lag bisher beim SPD-geführten BMUB. Sie geht nun auf das Bundesministerium für Inneres (BMI) unter CSU-Führung über. Das BMVI bleibt CSU-geführt. Dass BMUB und BMVI in der Vergangenheit nicht immer eins waren, ist ein offenes Geheimnis. Es ist zu hoffen, dass nun – da die für BIM relevanten Institutionen parteipolitisch unter einem Dach vereint sind – bei diesem zentralen Zukunftsthema an einem Strang gezogen wird und weitere konkrete Fördermaßnahmen angegangen werden.

Tino Beuthan, Rechtsanwalt, CMS Hasche Sigle Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB, Berlin