

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

„DER PFANDBRIEF WIRD IN DEN
UNTERSCHIEDLICHSTEN KONSTELLATIONEN
IMMER AUF INVESTORENINTERESSE STOSSEN“

INTERVIEW MIT DR. LOUIS HAGEN

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

„DER PFANDBRIEF WIRD IN DEN UNTERSCHIEDLICHSTEN KONSTELLATIONEN IMMER AUF INVESTORENINTERESSE STOSSEN“

Immobilienkreditdarlehen in Höhe von 162,3 Milliarden Euro haben die knapp 50 im Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) zusammengeschlossenen Kreditinstitute im großen Pandemiejahr 2020 ausgereicht. Das sind gerade einmal 3,6 Prozent weniger als 2019 und belegt eindrucksvoll, dass die Institute auch in schwierigen Zeiten zu ihren Kunden stehen und damit einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der Realwirtschaft leisten. Im Interview mit „Immobilien & Finanzierung“ diskutiert vdp-Präsident Louis Hagen unter anderem die (voraussichtlichen) Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Aktiv- und Passivseite der Pfandbriefbanken und zeigt sich dabei grundsätzlich optimistisch – nicht zuletzt deshalb, weil die Institute umsichtig agierten und sich durch Erhöhung der Risikovorsorge noch wetterfester gemacht hätten.

Red.

Herr Dr. Hagen, gemessen an den Risikoaufschlägen ist der Pfandbrief bislang sehr gut durch die Pandemie gekommen. Die Spreads sind fast wieder auf Vorkrisenniveau. Hätten Sie das vor gut einem Jahr für möglich gehalten?

Durchaus. Es war zu erwarten, dass der Pfandbrief als krisenerprobtes Wertpapier auch in der aktuellen Covid-19-Krise seine Resilienz einmal mehr beweisen wird. In einer Krise zeigt der Pfandbrief seine Qualitäten. Verglichen mit anderen Covered Bonds weist der Pfandbrief eine deutlich bessere Performance aus. Die Investorennachfrage ist auch abseits der Zentralbanken ungebrochen. Das alles zeigt: Der Pfandbrief ist und bleibt ein Stabilitätsanker der Refinanzierung seiner Emittenten.

Kleiner Wermutstropfen ist, dass sich die Rolle des Pfandbriefs in den vergangenen Monaten doch stark gewandelt hat: Er dient seinen Emittenten derzeit vor allem als Sicherheit für die günstigen TLTRO-Mittel der EZB. Öffentliche Platzierungen sind dadurch sehr knapp geworden.

ZUR PERSON

DR. LOUIS HAGEN

Präsident, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e.V., Berlin, und Vorsitzender des Vorstands, Münchener Hypothekenbank eG, München



Könnte das mit zunehmender Dauer zum Problem werden, gerade auch mit Blick auf die ohnehin schon seit Jahren nach mehr Angebot darbedenden, traditionellen Pfandbriefinvestoren?

Die Dominanz der EZB ist natürlich eine Herausforderung, weit über den Pfandbrief- und Covered-Bond-Markt hinaus. Sie führt zu einer künstlichen Verknappung im Markt und reduziert die Marktliquidität. Auch wenn das auf Dauer unschön ist, kann man sich aber aus Sicht der Emittenten glücklich schätzen, mittels des Pfandbriefs sehr effizient an die von der EZB günstig zur Verfügung gestellte Liquidität zu kommen.

Traditionelle Pfandbriefanleger wie Versicherungen und Pensionskassen stehen im anhaltenden Niedrigzinsumfeld leider bereits seit Jahren an der Seitenlinie, weil sie mit ihren traditionellen Anlagen, darunter dem Covered Bond, ihre eigenen Renditeanforderungen nicht erfüllen können. Das gilt nicht in gleicher Weise für Banken, die nach Anlagen für ihre regulatorischen Liquiditätspuffer suchen. Da sind Pfandbriefe verglichen mit Staatsanleihen weiterhin eine attraktive Alternative. Deshalb sind sie heute auch eine sehr bedeutende Investorengruppe. Ich bin überzeugt, dass der Pfandbrief in den unterschiedlichsten Marktconstellations immer auf Investoreninteresse stoßen wird.

Droht – zumindest aus deutscher Sicht – ähnlich wie bei den Covered-Bond-Anleihekäufen (CBPP1-3) die Gefahr, dass die EZB zu lange an ihren Hilfsmaßnahmen festhält und dadurch dem Pfandbriefmarkt letztlich mehr schadet als nützt?

Die Hilfsmaßnahmen der EZB verzerren nicht nur den Covered-Bond-Markt massiv – und das bereits spätestens seit der europäischen Staatsschuldenkrise. Das tut keinem Markt langfristig gut und die Zentralbank muss deshalb immer den Exit im Blick haben und diesen so früh wie möglich einleiten. Aber natürlich muss dabei auch das allgemeine Marktumfeld betrachtet werden. Und da muss man sich um den Pfandbrief und seine Emittenten wohl mit die geringsten Sorgen machen.

Denn die Erfahrung aus nunmehr 13 Jahren Krisenpolitik der EZB zeigt: Zieht sich die Zentralbank auch nur etwas zurück und leitet eine geldpolitische Normalisierung ein, die zu steigenden Renditen führt, kehren traditionelle Anleger in unseren Markt zurück. Das erlebten wir zuletzt im Herbst 2019, als die EZB erste Schritte in Richtung „tapering“ unternahm und bereits geringe Renditeänderungen „echte“ Investoren wieder in den Markt eintreten ließen.

Wann rechnen Sie – zumindest in Ansätzen – mit einer Rückkehr zur Normalität?

Das Nullzinsumfeld wird möglicherweise noch mehrere Jahre andauern. Für einen Kurswechsel der EZB sind sicherlich das Ende der Covid-19-Pandemie, die wirtschaftliche Erholung und der erfolgreiche Abbau notleidender Kredite bei den Banken der Eurozone notwendige Bedingungen.

Aber selbst dann kann man sich angesichts hoher Staatsschulden – erst recht nach der Pandemie – und einer sehr unterschiedlichen Betroffenheit der einzelnen EU-Staaten die Frage stellen, ob die Rückkehr zu geldpolitischer Normalität eine echte Option für die EZB ist. Der Liquiditätsentzug aus dem System ist auf jeden Fall eine Herkulesaufgabe und muss besonnen geschehen, wenn Risiken für die Realwirtschaft und Bondmärkte vermieden werden sollen.

Wie bewerten Sie die derzeitigen Rahmenbedingungen für das Aktivgeschäft der Pfandbriefbanken, insbesondere natürlich die Immobilienfinanzierung?

Die Nachfrage nach Wohnimmobilien ist ungebrochen hoch. Grundlage dafür ist der Bedeutungszuwachs der eigenen vier Wände als Rückzugsort und Arbeitsplatz und die Bedeutung als langjährig attraktive, weil wertstabile Assetklasse für Eigennutzer und Anleger. Begünstigt wird dies durch das niedrige Zinsumfeld, den daraus resultierenden günstigen Finanzierungsbedingungen, aber eben auch dem zinsbedingten Mangel an Anlagealternativen.

Entsprechend sind die Kreditzusagen selbst im Pandemiejahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr um 8 Prozent gestiegen. Und für 2021 ist ein Ende der Aufwärtsbewegung auf dem Wohnimmobilienmarkt nicht abzusehen. Das gewerbliche Immobiliengeschäft hingegen zeigt einen zyklischeren Verlauf und reagiert unmittelbarer auf die Folgen der Pandemie und die politischen Maßnahmen zu ihrer Eindämmung.

Wie beurteilen Sie die Entwicklung in den einzelnen Gewerbe-Assetklassen?

Der Logistikmarkt in Deutschland entwickelt sich seit Ausbruch der Pandemie sowohl auf der Nutzer- als auch auf der Anbieterseite sehr dynamisch. Das Finanzierungsgeschäft in diesem Segment ist von der Rezession nicht beeinflusst. Angesichts des nochmals beschleunigten Bedeutungszuwachses des Onlinehandels in der Pandemie verwundert das nicht.

Büroimmobilien haben sich 2020 zwar erneut als die mit Abstand bedeutendste Assetklasse präsentiert, aber zugleich ist eine gewisse Zurückhaltung bei Nutzern, Projektentwicklern und Investoren angesichts der anhaltenden Unsicherheit im Zuge der Pandemie zu spüren. Dies hat sich im Laufe des vergangenen Jahres in einer rückläufigen Kreditnachfrage widerspiegelt und setzt sich angesichts des weiter bestehenden Lockdowns derzeit fort. Anders als bei der Büroflächennachfrage präsentieren sich die Büroimmobilienpreise allerdings stabil – hier ist derzeit eine Seitwärtsbewegung auszumachen.

Weniger positiv sieht es sicher bei Einzelhandel und Hotels aus?

Das ist richtig. Im Einzelhandel hat sich die schon deutlich vor Covid-19 eingetretene Zunahme des Onlinehandels pandemiebedingt weiter verstärkt, wobei der stationäre Handel nach wie vor klar dominiert. Dies ist eine Entwicklung, auf die Banken auch schon vor Covid-19 reagiert haben. So sind

in diesem Marktsegment bereits seit mehreren Jahren rückläufige Darlehenszusagen zu beobachten. Die Nahversorger zählen allerdings zu den Gewinnern der Covid-19-Krise. Der stationäre Einzelhandel befindet sich somit in einer strukturellen Anpassungsphase.

Noch stärker als der Einzelhandel sind aktuell Hotels von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen. Das ist der Grund, warum zahlreiche Hotelprojekte im Jahr 2020 auf unbestimmte Zeit zurückgestellt wurden – verbunden mit nahezu einer Halbierung der Darlehenszusagen. Beim Ausblick ist allerdings eine Differenzierung wichtig: Während die Erholung bei Businesshotels aufgrund nur verzögert wieder anspringender Geschäftsreisen und Messen etwas länger dauern dürfte, kann die Ferienhotellerie auch kurzfristig von Öffnungen profitieren, wie zum Beispiel der vergangene Sommer gezeigt hat.

Mit zunehmender Erholung der Wirtschaft und damit einhergehender Belegung der Nutzernachfrage wird die Nachfrage nach Gewerbeflächen und entsprechenden Darlehen wieder anziehen. Das Tempo der Erholung wird allerdings unterschiedlich sein.

Der vdp hat Anfang März für eine zeitnahe Öffnung des Einzelhandels plädiert. Könnte das Thema in der zweiten Jahreshälfte noch zu einem echten Stresstest für die Kreditbücher von so manchem gewerblichen Immobilienfinanzierer werden?

Die Immobilienfinanzierer agieren auch in dieser Krise umsichtig und risikoorientiert und haben sich durch die in den letzten Monaten vorgenommenen Erhöhungen der Risikovorsorge noch wetterfester gemacht für eine nicht auszuschließende Verschlechterung der allgemeinen Wirtschaftslage. Aktuell deuten unsere Branchendaten, aber auch die Entwicklung am Immobilienmarkt in keiner Weise darauf hin, dass es für Immobilienfinanzierer zu dem von Ihnen vermuteten Stresstest kommen könnte.

Unser Appell im März erfolgte daher auch nicht aus Sorge um die Kreditinstitute, sondern sollte verdeutlichen, dass insgesamt eine Öffnungsperspektive notwendig ist, um noch größeren Schaden von der Volkswirtschaft insgesamt abzuwenden.

Ist die zu Beginn der Pandemie vielzitierte Trendwende bei den Margen in der gewerblichen Immobilienfinanzierung mittlerweile Realität?

Die Margen verzeichneten zu Beginn der Pandemie einen leichten Anstieg, in der zweiten Jahreshälfte 2020 war im Durchschnitt dann wieder eine Seitwärtsbewegung festzustellen, in Teilsegmenten engten sie sich auch schon wieder ein. Eine echte Trendwende ist für uns nicht zu erkennen, wobei sicherlich deutlich zwischen Objektarten zu differenzieren ist.

Viel ist derzeit auch die Rede vom steigenden Einfluss alternativer Fremdkapitalgeber wie Real Estate Debt Fonds – einerseits als Folge der Corona-Krise, andererseits aufgrund von steigenden regulatorischen Anforderungen durch Basel IV. Wächst den Pfandbriefbanken hier ernstzunehmende Konkurrenz – selbst im konservativen Bereich Senior Debt – heran?

Die rechtlichen Grundlagen für Immobilienkreditfonds wurden erst 2015 für Deutschland geschaffen. Nach anfänglicher kritischer Betrachtung haben Real Estate Debt Fonds auf dem Gewerbefinanzierungsmarkt nun etwas stärker Fuß gefasst. Im Vergleich zu den USA beziehungsweise Großbritannien wird deren Anteil hierzulande nach unserer Einschätzung jedoch vergleichsweise gering bleiben. Die mit Abstand wichtigste Anbietergruppe für Gewerbeimmobilienfinanzierungen in Deutschland werden auch zukünftig die vdp-Mitgliedsinstitute sein.

Es ist allerdings wenig verwunderlich, dass solche alternativen und weniger regulierten Anbieter zunehmend im klassischen Bankgeschäft Fuß fassen. Grund ist die Regulierung der vergangenen 13 Jahre, die bekanntlich im Wesentlichen Banken betraf. Sie hat zu massiven Kostensteigerungen im Bankensektor und in der Konsequenz zu einer Verlagerung mancher risikoarmer und deshalb wenig ertragreicher Geschäftsfelder in weniger regulierte Bereiche geführt. Ich lasse dahingestellt, ob das – nicht zuletzt im Interesse der Finanzstabilität – sinnvoll ist.

Sie spielen auf Basel IV an?

Ja. Aktuell stehen wir wieder an einer entscheidenden regulatorischen Weggabelung: Sollen wir Basel IV in Europa umsetzen, wie es in Basel beschlossen wurde – oder wählen wir die von der EBA vorgeschlagene Übererfüllung? Dann würde Regulierung abermals den Boden für die weitere Stärkung solcher alternativen Finanzierungslösungen bereiten. Mit entsprechend negativen Folgen: Die Verlagerung von Finanz-

geschäften aus dem Bankensektor in teilweise noch völlig unregulierte Bereiche würde weiter befördert werden.

Auch Banken müssten darauf reagieren, zum Beispiel indem sie nach amerikanischem Vorbild Kredite aus der Bilanz auslagern. Angesichts dessen, wo die Finanzkrise 2008 ihren Ausgang nahm, meinen wir, dass das keine wünschenswerte Entwicklung ist und vermieden werden muss.

Stichwort Regulatorik: Wie bewerten Sie die Pläne des BMF zur Neuaufstellung der BaFin?

Wir begrüßen die Neuaufstellung der BaFin, sie trägt maßgeblich dazu bei, das Vertrauen in die Finanzaufsicht zu stärken. Das ist wichtig, denn wir brauchen in Deutschland eine anerkannte und durchsetzungsstarke Aufsicht. Sie ist ein Aushängeschild eines Finanzplatzes.

Allerdings sollte klar sein, dass die Kreditwirtschaft nicht die Ursache der jüngsten Turbulenzen bei der BaFin und ihrer nun erforderlichen Umstrukturierung war und deshalb auch nicht die Kosten einer Neuaufstellung zu tragen hat.

Sind die Bestrebungen des vdp für eine Novellierung der BelWertV, unter anderem mit dem Ziel der Absenkung der Mindestkapitalisierungszinssätze, infolge der Corona-Krise eigentlich auf Eis gelegt worden?

Nein, denn eine Novellierung der BelWertV ist nach wie vor von größter Bedeutung. Darin besteht Einigkeit zwischen BaFin und

den Pfandbriefbanken. Die Preisentwicklung am Immobilienmarkt und das Auseinanderlaufen von Markt- und Beleihungswert sind unverändert. Häufig machen Beleihungswerte nicht einmal 50 Prozent der Marktwerte aus.

Aus Sicht der Pfandbriefbanken darf auch nicht außer Acht bleiben, dass vom Beleihungswert nur 60 Prozent für die Pfandbriefdeckung herangezogen werden dürfen. Da sind die derzeitigen Abstände zwischen Markt- und Beleihungswert dann erst recht mit Sicherheits- und Nachhaltigkeitsabwägungen nicht mehr zu rechtfertigen. Der Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument droht hierdurch, langfristig an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren.

Daran kann der Aufsicht angesichts der stabilisierenden Wirkung des Pfandbriefs als langfristiger Liquiditätsanker nicht gelegen sein. Von daher ist eine Anpassung der Kapitalisierungssätze der BelWertV, die übrigens seit den sechziger Jahren weitgehend unverändert sind, an das langfristig und nachhaltig veränderte Zinsumfeld weiterhin dringend geboten.

Jenseits von Covid-19 erfreut sich der grüne Pfandbrief weiter steigender Beliebtheit. Wie genau begleitet beziehungsweise fördert der vdp dieses Marktsegment?

Die im vdp organisierten Pfandbriefbanken haben 2019 Mindeststandards erarbeitet, die Pfandbriefbanken erfüllen müssen, wenn sie einen grünen Hypothekendarlehen emittieren und diesen auch so nennen wollen. Sie bieten neuen Emittenten und Investoren damit einen etablierten

Rahmen und sollen dem Markt für Grüne Pfandbriefe so weiteren Schub verleihen.

Die Standards für grüne Hypothekendarlehen berücksichtigen dabei auch die Überlegungen auf EU-Ebene zur Einführung einer Taxonomie für nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten und eines EU-Green-Bond-Standards und sind in ständiger Weiterentwicklung. Der vdp vertritt die Interessen der Immobilienfinanzierer in den relevanten Abstimmungsprozessen auf europäischer und nationaler Ebene.

Neben den Kriterien für den grünen Pfandbrief hat der vdp jüngst auch Mindeststandards für soziale Pfandbriefe veröffentlicht. Potenziellen Emittenten steht damit nun auch in diesem Nachhaltigkeitssegment ein Regelwerk zur Verfügung.

Besteht die Gefahr, dass die EU-Taxonomie mit ihren strengen Vorgaben an den Gebäudesektor dieses zarte Pflänzchen am Ende erstickt?

Ja, diese Sorge teilen wir. Leider scheinen sich im Entwurf des überarbeiteten „Delegierten Rechtsakts zur Festlegung technischer Screening-Kriterien für die ersten beiden Umweltziele der EU-Taxonomieverordnung“ jenseits des schieren Volumens der vorgeschlagenen Regelungen weiterhin Inkonsistenzen und praxisferne Vorgaben zu befinden.

Der vdp setzt sich dafür ein, dass dieser delegierte Rechtsakt im weiteren politischen Prozess praxiskonform ausgestaltet wird. Denn eine überambitionierte Taxonomie, die von niemandem eingehalten werden kann, wird am Ende ihr Ziel verfehlen. ■