

# Immobilienfinanzierung im Ausland aus Sicht der Passivsteuerung

Paul Eisele

**Seit ein paar Jahren intensivieren die Immobilienfinanzierer ihr Geschäft im Ausland, weil dort das Ausfallrisiko ungleich geringer sei. Letzteres mag auch damit zusammenhängen, dass die Kredite vornehmlich in angelsächsischen Märkten nach kurzer Frist durch neue Darlehen abgelöst werden. Entsprechend intensiv ist der Konditionenwettbewerb. Um aber präzise Preise zu bilden, die auch gegenüber den eigenen Investoren gewährleistet werden können, sind komplexe Instrumente der Cash-Flow-Steuerung auf Aktiv- und Passivseite sowie Transparenz seitens der Objektbetreiber nötig, betont der Autor. (Red.)**

Die internationalen Immobilienmärkte und mit ihnen das Marktsegment der Immobilienfinanzierung entwickelten sich in den vergangenen Jahren zunehmend zu einem hochkompetitiven Umfeld. Ausgangspunkt dieser Entwicklung waren die siebziger und achtziger Jahre, gekennzeichnet durch hohe Margen und eine relativ stetige wirtschaftliche Entwicklung. Hohe Akquisitionsvolumina waren dabei das wichtigste Erfolgskriterium einer Immobilienbank.

## Entwicklung der Passivseite im Immobilienbanking

Nachdem aber diverse Crashes an Immobilien- und Finanzmärkten Ende der achtziger und in den neunziger Jahren (Japan, Ostdeutschland, USA) die latenten Defizite der bis dato noch relativ unkritischen Steuerung der Aktivseite im Immobiliengeschäft offenbarten, setzte bei vielen Instituten ein Umdenken ein. Die heutige Wettbewerbssituation der Banken im Immobiliengeschäft kennzeichnet deshalb insbesondere die Frage, welches Institut die individuellen Bedürfnisse der Kunden am besten und günstigsten bedienen kann. Dies bedingt auch den Wettbewerb auf der Refinanzierungsseite.

Gleichzeitig war die internationale Bankenlandschaft in dieser Phase gekennzeichnet vom Expansionsdrang der großen Finanzinstitute, vom Einsatz neuer Finanzinnovationen, von der zunehmenden Internationalisierung der Investorenbasis und von der Liberalisierung beziehungsweise Vereinheitlichung der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen. Die aktuellen Endpunkte dieser Entwicklung bilden Basel II

und für den Immobilienbereich die Ablösung des Hypothekbankgesetzes durch das Pfandbriefgesetz. Immobilienfinanzierungen waren bis in die neunziger Jahre hinein hauptsächlich eine Angelegenheit nationaler und in der Regel sehr lange etablierter Finanzinstitute. Das „Cross border“-Geschäft von Banken und Investoren spielte nur eine untergeordnete Rolle.

In Deutschland führte das im Jahr 1899 in Kraft getretene Hypothekbankgesetz (HBG) über das Spezialbankprinzip zu einer Segmentierung der Immobilienfinanzierung, indem zwischen risikoarmen (deckungsfähigem) und risikoreichen Finanzierungsteilen unterschieden wurde, die in der Folge auch unterschiedlich refinanziert wurden. Für die risikoarmen Krediteile entstand das Marktsegment der Hypothekbanken, denen für die in Kauf genommene Beschränkung ihrer Geschäftsmöglichkeiten das Privileg der Refinanzierung über Hypothekpfandbriefe eingeräumt wurde.

Während das deutsche, aber auch die kontinentaleuropäischen volkswirtschaftlichen Finanzierungssysteme traditionell von Bankintermediären geprägt waren, zeichnen sich die angelsächsischen Länder und hier vor allem die USA durch eine starke und historisch gewachsene Kapitalmarktorientierung aus.

## Der Autor

**Dr. Paul Eisele** ist Sprecher des Vorstands der Hypo Real Estate Bank International AG, Stuttgart, und Mitglied des Vorstands der Hypo Real Estate Holding AG, München.

Staatliche Eingriffe im Marktsegment der US-amerikanischen (Wohn-)Immobilienfinanzierung führten bereits früh dazu, dass der Großteil der Immobilienfinanzierungen über die internationalen Kapitalmärkte refinanziert wurde.

Zu diesem Zweck wurden staatlich alimentierte Sekundärmarktinstitutionen geschaffen, die zum Teil explizit, vor allem aber implizit über Garantien der US-Regierung verfügen. Eine dieser Institutionen, die staatliche Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), setzte im Jahr 1979 erstmalig das Refinanzierungsinstrument der Mortgage Backed Securities (MBS) ein.

## Internationalisierung der Refinanzierungsinstrumente

In den neunziger Jahren begannen die großen Finanzinstitute den Einstieg in andere geographische Märkte zu suchen. Viele internationale Investoren versuchten, in deutsche Immobilienengagements einzusteigen, aber auch die deutschen Institute drängten massiv in neue Immobilienmärkte. Alimientiert wurde dieser Prozess durch einen weltweit gestiegenen Anlagebedarf und eine internationale Ausweitung der Investorenbasis, die zunehmend mit den Anlageklassen Covered Bond (Pfandbrief) und Verbriefung (MBS) vertraut wurde und somit die weltweite Etablierung dieser Refinanzierungsinstrumente ermöglichte.

Die im vergangenen Jahr erfolgte Neuregelung der Pfandbriefgesetzgebung unterstützt diese Entwicklung. Das am 19. Juli 2005 in Kraft getretene Pfandbriefgesetz (PfandBG) beendete das Spezialbankprinzip, durch das die unterschiedlichen Risikoarten in verschiedenen Kreditinstituten angesiedelt wurden. Es erweitert so die Angebotspalette der ehemaligen Hypothekbanken und öffnet den Geschäftsbanken den Zugang zur Pfandbriefrefinanzierung. Gleichzeitig erweitert es die Berichtspflichten bezüglich der Pfandbriefrefinanzierung in Anlehnung an andere Wertpapiere, wie Commercial Papers, CLN oder MBS, was aus Investorensicht die Vergleichbarkeit dieser Instrumente verbessert.

Durch das PfandBG ist es möglich, die Instrumente der Refinanzierung internationaler Immobilienfinanzierungen nebeneinander einzusetzen. Je nach Risiko und Liquiditätsanforderungen können nun die Immobilienbanken, die Investoren und die Immobilienbetreiber und -entwickler aus einem Set von Refinan-

zierungsmöglichkeiten wählen und ihren Bedürfnissen anpassen. Durch die Vergleichbarkeit konzentrieren sich die Investoren zunehmend auf die jeweilige Risikostruktur, was mehr und mehr zu einer transparenten Risikosicht führt. Dies stellt jedoch erhöhte Anforderungen an die Steuerung dieser Refinanzierungen in der Immobilienbank.

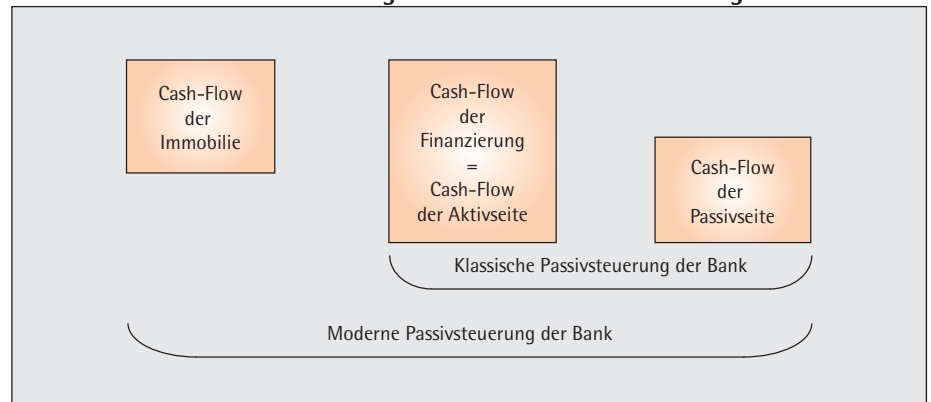
Eine moderne Refinanzierung deckt alle Kombinationen internationaler Investitionsvarianten ab. Gleichzeitig ermöglicht sie, dass die Refinanzierungsprodukte der Institute in neuen Paketen weiter strukturiert werden können. Damit erfüllt sie die Anforderungen der modernen Kapitalmärkte. Ein Institut, das die Vorteile dieser Refinanzierung nutzen will, benötigt umfangreiches Wissen über die Risikostruktur der einzelnen Produkte.

Das Hauptproblem der Mischung internationaler Assets auf der Aktivseite ist jedoch die Abbildung der unterschiedlichen Währungen, in denen die Assets denominated sind. Es ist möglich, dass in einer Finanzierung die Währungen von Sicherheiten, Kredit und Passivseite unterschiedlich sind. Die Flexibilität der Refinanzierung benötigt deshalb ein präzises Management der Währungsrisiken, da die Refinanzierungsmittel durchaus aus unterschiedlichen Währungen stammen können, je nach Zinssatz, Risikostruktur und Laufzeit.

Die einzelnen Instrumente der Passivseite müssen sehr flexibel gehandhabt werden können, sowohl was das Volumen als auch ihre Laufzeit anbelangt. Gleichzeitig ist es erforderlich, die unterschiedlichen „Ramp-up“-Perioden der einzelnen Instrumente mit anderen Refinanzierungsinstrumenten zu überbrücken. Dies erfordert eine sehr flexible, sehr präzise Steuerung, um die angestrebten Ertragsvorteile auch zu realisieren und nicht durch Unschärfen zu verspielen.

Schließlich dienen die Instrumente der Passivseite auch dazu, die Risiken, die ein Finanzinstitut auf der Aktivseite eingegangen ist, auf der Passivseite zielgerichtet an Investoren weiterzugeben. Dazu gehören die regional unterschiedlichen Marktrisiken, die durch unterschiedliche Bewertung der finanzierten Assets hervorgerufen werden. Diesen Risiken kann entweder durch regional fokussierte Wertpapiere entsprochen werden. Oder man versucht unterschiedliche Märkte in einem Produkt abzubilden. Gleichzeitig können die unterschiedlichen Risiken in speziellen Swaps abgebildet werden. Dabei übernehmen die Swappartner

### Dreifache Cash-Flow-Betrachtung in der Immobilienfinanzierung



anstelle der Investoren einzelne Risiken. In der Kombination von Investorenmarge und Swapgebühr sind diese Pakete oft günstiger als einfache Refinanzierungsinstrumente.

Im Ergebnis ermöglicht diese Erweiterung der Refinanzierungsinstrumente einen enormen Ausbau der Möglichkeiten in der Passivsteuerung. Insbesondere können nun die einzelnen Cash-Flows der jeweiligen Finanzierungsstufen miteinander in Beziehung gesetzt werden. In diesem Konstrukt werden alle Risiken und Margen transparent und können flexibel gehandhabt werden. Der Vergleich der Immobilien- mit den Refinanzierungs-Cash-Flows erfordert jedoch deutlich weitergehende Anforderungen an Akquisition und Servicing der Immobilienfinanzierungen. Das Wissen über die Zahlungsströme der Immobilien muss konsequent auf einem hohen Niveau sein, damit eine präzise Steuerung der Passivseite möglich wird.

#### Enge Kooperation mit dem Kreditkunden nötig

Die Anforderungen der Passivsteuerung nach den erweiterten Refinanzierungsmöglichkeiten des Pfandbriefgesetzes verbinden die unterschiedlichen Risiken aus Immobilienbetrieb mit der Passivseite der finanzierenden Bank. Ein zentraler Aspekt der Passivsteuerung sind deshalb die Informationen des Immobilienbetriebs, was eine enge Zusammenarbeit mit den Kreditkunden bereits bei der Akquisition erfordert.

Eine moderne Bank kann nur dann erfolgreich im Markt bestehen, wenn sie den Immobilienbetreiber professionell in die Pflicht nehmen kann und gleichzeitig aus diesem Zusammenspiel Margenvorteile für sich und für den Immobilienbetreiber erwirtschaftet. Insbesondere

erzeugt dieses Zusammenspiel, dass komplexere Optionsrechte das gesamte Finanzierungskonstrukt durchziehen.

Diese Anforderungen erfordern mehr und mehr die exakte Abbildung der Ertragsituation der Immobilien und ihrer Risiken. Des Weiteren erfordern sie die taggenaue Darstellung der Finanzierungs-Cash-Flows. Diese Zahlungsströme werden als Cash-Flows der Aktivseite der Bank den Cash-Flows der Passivseite gegenübergestellt und täglich abgeglichen. Auf dieser Basis kann eine punktgenaue Abstimmung der Passivsteuerung erfolgen, mit allen Optionen und Risiken der Immobilie und ihrer Finanzierung.

Diese Optionen können nun bewertet und mittels Kapitalmarktinstrumenten, also Hedges und Swaps abgesichert werden. Erst diese Absicherung am Kapitalmarkt wiederum ermöglicht eine präzise Preisfindung und eine Gegenüberstellung mit globalen Steuerungsmodellen, wie sie eine Bank mit hoch entwickelter Passivsteuerung anbieten kann.

Die internationale Immobilienfinanzierung benötigt aus Sicht der Passivsteuerung hoch entwickelte Instrumente, um ein präzises Pricing zu ermöglichen und diese dann auch gegenüber den eigenen Investoren zu gewährleisten. Diese neuen Anforderungen verlangen viel Transparenz seitens der Immobilienbetreiber, aber insbesondere auch den sicheren Umgang mit allen Möglichkeiten der Cash-Flow-Steuerung auf Aktiv- und Passivseite. Dabei entstehen neue Margenerwartungen, die nur durch eine umfassende Passivsteuerung nachgehalten werden können, welche die Risiken der Immobilienfinanzierung in adäquaten Instrumenten abbildet. Dies wiederum erfordert eine Steuerung, die alle Opportunitäten und Optionen berücksichtigt, die in einem modernen Finanzierungsinstitut möglich sind. ■