

Messeausgabe 2007

Moderne Finanzierungsinstrumente für Immobilieninvestoren

Bernd Knobloch

Noch stecken die Kapitalmärkte in einer Vertrauenskrise, doch ist sich der Autor sicher, dass diese schon bald überwunden sein wird. Denn zur Weiterentwicklung des Immobilien-Investmentbanking sieht er keine Alternative, weil Kunden, Banken und Investoren nur so mehr Handlungsspielraum gewinnen. Dabei lehrt die Krise, dass die Bindung zwischen Kunde und Bank durch eine Verbriefung der Kreditforderung nicht gestört werden darf. Denn war es nicht gerade dieser Mangel an gegenseitigem Verantwortungsgefühl, die massenhafte Subprime-Geschäft erst möglich machte? (Red.)

In der Immobilienwirtschaft hat sich in den vergangenen Jahren ein so umfassender Wandel vollzogen, wie in kaum einem anderen Wirtschaftsbereich. In das lange als Boring Business eingestufte Geschäft ist Bewegung gekommen. Vor Jahren noch unbekannte Begriffe wie aktive Exit-Strategien oder Auslandsdiversifikation haben mit großer Selbstverständlichkeit Einzug gehalten.

Immobilien – zwischen dauerhafter Anlage und Day-Trading

An die Seite des klassischen, über Pfandbriefe refinanzierten Festzinskredits mit langer Laufzeit sind finanzmarktorientierte Instrumente, wie zum Beispiel Syndizierungen, Verbriefungen, Collateralized Debt Obligations (CDOs), Mezzanine und Immobilienderivate getreten. Die Immobilie selbst hat sich vom unbeweglichen Anlagegut zu einer dynamischen Handelsware entwickelt. Sie bildet heute eine eigenständige Assetklasse, die zwischen der klassischen dauerhaften Anlage und dem Day-Trading steht.

Zu diesem Umdenken, auch der in der Immobilienfinanzierung engagierten Banken, hat vor allem die Globalisierung und damit das internationale Kapital auf der Suche nach weltumspannenden Anlagemöglichkeiten geführt. Dies gilt für die Strategie ganz allgemein, die angesprochene Erweiterung der viele Jahre mehr oder weniger unveränderten Produktpalette und nicht zuletzt für das Risikomanagement im Hinblick auf die Eigenkapitalrichtlinie Basel II.

Die in der Vergangenheit zu häufig volumetrierte Vergabepolitik der Banken

ist inzwischen weitgehend durch eine Geschäftspolitik abgelöst worden, bei der das Verhältnis von Ertrag und Risiko deutlicher im Vordergrund steht. In dem veränderten Marktumfeld haben moderne Immobilienbanken bereits früh die Möglichkeiten erkannt, die das Investmentbanking bietet, und sie nutzen diese inzwischen mit hoher Professionalität.

Gerade Basel II mit seiner starken Spreizung der Eigenkapitalerfordernisse verlangt eine neue Sicht der Banken auf ihre Kreditrisiken und deren adäquate Bepreisung. Die einstige Fokussierung auf den Zinsüberschuss ist dabei inzwischen vielfach zugunsten eines effizienteren Ressourceneinsatzes zurückgetreten. Dieser Schritt ist vor allem für die Immobilienbanken mit ihren traditionell großen Kreditbüchern notwendig. Ausmaß und Tempo der Entwicklung geben die Kapitalmärkte über eindeutige Renditen vor.

Aktives Portfolio- und Exit-Management ist für Immobilienbanken folglich von elementarer Bedeutung. An die Stelle der klassischen Buy-and-Hold-Strategie, die auf langfristiger, pfandbriefrefinanzierter Kreditvergabe basierte und mit hohen Risikoaktiva in der Bilanz und hohem Eigenkapitalaufwand verbunden war, ist der aktive Buy-and-Manage-Ansatz getreten. Dieser verknüpft Immobilien- und Kapitalmarkt und macht die Banken zunehmend zum Intermediär zwischen beiden Sphären.

Der Autor

Bernd Knobloch ist Vorsitzender des Vorstands der Eurohypo AG, Eschborn, und Mitglied des Vorstands der Commerzbank AG, Frankfurt am Main.

Die Eurohypo verfolgt den Buy-and-Manage-Ansatz bereits seit längerem und kombiniert dabei erfolgreich das jeweils Beste aus der „alten“ und der „neuen“ Welt der Immobilienfinanzierung. Indem sie kapitalmarktorientierte Finanzierungslösungen und klassische Festzinskredite anbietet, und damit also auch ihre Bilanz zur Verfügung stellt, unterscheidet sich die Eurohypo von angelsächsischen Investmentbanken. Die Bank bekennt sich auch weiterhin zur langfristigen Kreditvergabe, weil diese eine unverzichtbare Ertragsquelle ist. Zugleich nutzt sie aber die notwendigen Exit-Instrumente, die das Investmentbanking bietet, um Risikoaktiva abzubauen und Eigenkapital zu entlasten.

Der Buy-and-Manage-Ansatz

Bei den weit reichenden Veränderungen geht es also nicht darum, Bewährtes über Bord zu werfen und durch neue Lösungen zu ersetzen. Der klassische Festzinskredit behält seinen angestammten Platz in der Finanzierungslandschaft. Ziel ist es vielmehr, kapitalmarktorientierte Produkte als sinnvolle Ergänzung zur bestehenden Produktpalette zu etablieren, um einerseits die Position der Banken im globalen Wettbewerb zu stärken, andererseits vor allem aber auch, um ihren Kunden bei deren Finanzierungsvorhaben aus einem breiten Angebot jeweils die individuell beste Lösung anbieten zu können.

Richtig angewandt, helfen moderne Kapitalmarktprodukte mit, ein Finanzierungsumfeld zu schaffen, das Banken und Kunden gleichermaßen Vorteile bietet. Ein wesentliches Asset bildet dabei mehr und mehr die Beratungs- und die Strukturierungskompetenz des finanzierenden Instituts. Denn letztlich ist es der Kunde, der sich in Abwägung der Vor- und Nachteile für das für ihn am besten geeignete Finanzierungsmodell entscheidet.

Vorteile von Verbriefungen

Eine Schlüsselrolle unter den innovativen Finanzinstrumenten nehmen Syndizierungen und Verbriefungen ein. Über diese Instrumente kann ein großer Teil der Kreditneuzusagen einer Immobilienbank wieder an den Kapitalmarkt gegeben werden. Die Eurohypo hat als Marktführer in beiden Geschäftsfeldern bereits hohe Volumina verbucht. So lag die Syndizierungs- und Verbriefungsleistung der Bank 2006 bei insgesamt 16,3 Milliarden

Euro. Bei einem Neugeschäft von rund 36 Milliarden Euro entspricht dies einem Anteil von 46 Prozent. Der nicht mit Eigenkapital zu unterlegende, nicht zinsabhängige Ertrag der Bank machte dadurch bereits ein Fünftel des Gesamtertrags aus. Die Basis für diesen Erfolg bildet die eigene Verbriefungsplattform der Bank „Opera“.

Gerade Verbriefungen bieten aufgrund einer meist relativ großen, mit der Rating-Bestnote „AAA“ ausgestatteten Tranche deutliche Konditionenvorteile gegenüber konventionellen Finanzierungen, welche die verbriefende Bank an ihre Kunden weitergeben kann. Neben den Konditionenvorteilen ist die Bündelung einer Vielzahl von Einzelkrediten zu Verbriefungsportfolios, aber vor allem auch für kleinere und mittelgroße Unternehmen von Bedeutung, da sie ihnen – zumindest mittelbar – den Zugang zum Kapitalmarkt öffnet. Der Finanzierungsbedarf eines einzelnen Unternehmens ist in den meisten Fällen doch deutlich zu klein und der Aufwand zu hoch, um sich direkt über den Kapitalmarkt finanzieren zu können.

Erst gebündelt entsteht ein ausreichend hohes Volumen, um die Ansprüche von Kapitalmarktinvestoren hinsichtlich Volumen und Liquidität zufrieden zu stellen. Auch in Deutschland haben die Transaktionen inzwischen eine ausreichende Größenordnung und ein entsprechend hohes Maß an Standardisierung erreicht, sodass diese Produkte auch Immobilienkunden mit einem Finanzierungsbedarf von zehn bis 100 Millionen Euro zur Verfügung stehen.

Klassische Hausbankbeziehung bleibt intakt

Ein weiterer wesentlicher Aspekt bei Verbriefungstransaktionen ist die Tatsache, dass trotz der Kapitalmarktorientierung die klassische Kunde-Bank-Beziehung bestehen bleibt. Während der Laufzeit übernimmt die Bank unverändert die Administration. Die klassische Hausbankbeziehung, die das deutsche Bankwesen – ganz anders etwa als das amerikanische – über Jahrzehnte maßgeblich geprägt hat, bleibt intakt. Zudem lassen sich, was das Finanzierungsmodell betrifft, Verbriefung (Erstrang) und Bankkredit (Nachrang) auch miteinander kombinieren.

Neben Syndizierung und Verbriefung werden Immobilienderivate wie etwa Swappgeschäfte auf Grundlage eines

Immobilienpreisindexes ebenfalls als innovatives Instrument der Immobilienfinanzierung eingesetzt. Sie eignen sich für Investoren, die ein indirektes Engagement am Immobilienmarkt wünschen. Allerdings stellen Derivate hohe Anforderungen an die Transparenz, den Standardisierungsgrad und die Verlässlichkeit der verwendeten Daten. Diesen Anforderungen genügen die Datensätze in vielen Fällen derzeit noch nicht. Insgesamt muss dieser, derzeit vor allem auf Großbritannien beschränkte Markt noch an Tiefe und Liquidität gewinnen.

Commercial Real Estate Collateralized Debt Obligations (CRE CDOs) gehören ebenfalls in die Reihe von Finanzmarktprodukten, die am Immobilienmarkt inzwischen ihren Platz gefunden haben. Sie geben Anlegern aufgrund ihrer komplexen Struktur die Möglichkeit, ihre Investments maßzuschneidern. Mit der ersten europäischen CDO-Transaktion auf Basis von Gewerbeimmobilien im Volumen von 353 Millionen britischen Pfund war die Eurohypo einmal mehr Pionier.

Auch börsennotierte Real Estate Investment Trusts (REITs) erfüllen den Anspruch an ein modernes Investmentprodukt in optimaler Weise. Sie sind flexibel handelbar und unterliegen als Aktiengesellschaften den Transparenz- und Publizitätsstandards des Kapitalmarkts. Der gesetzlich vorgeschriebene Fokus auf das Bestandshaltergeschäft stellt sicher, dass REITs stabile Einnahmen erwirtschaften, die sich durch die hohe Ausschüttungsverpflichtung in berechenbare Erträge für die Anleger verwandeln.

Zusätzliche Fantasie kommt über den Hebel Bewertung ins Spiel, denn der Total Shareholder Return speist sich bei einem REIT nicht nur aus Dividenden, sondern auch aus Kurssteigerungen. REITs sind aus Investorensicht ideal für die indirekte Anlage in Immobilien geeignet. Mit ihrem spezifischen Rendite-Risikoprofil sowie der Abgrenzung gegenüber Immobilienfonds auf der einen und der klassischen Aktiengesellschaft auf der anderen Seite bereichern sie das Spektrum der indirekten Immobilien-Anlage in Deutschland.

Aufseiten der Immobilieneigner erfüllen REITs den Wunsch nach effizienter Kapitalallokation. Sie erleichtern Konzernen die Trennung vom Immobilienvermögen, insbesondere durch die damit verbundenen steuerlichen Regelungen. Dieses Feld ist gerade in Deutschland noch weit:

Alein das Immobilienvermögen der Dax-30-Unternehmen liegt bei schätzungsweise fast 170 Milliarden Euro. Rund 70 Prozent der deutschen Unternehmen besitzen die von ihnen genutzten Immobilien selbst. In Großbritannien liegt die Quote bei 54 Prozent, in den USA sogar nur bei 25 Prozent.

Unvernunft und mangelnde Krisenkommunikation

Die vielfältigen Instrumente des Immobilien-Investmentbanking ermöglichen es, in großem Stil brachliegende Immobilienpotenziale zu aktivieren und die Interessen unterschiedlichster Marktteilnehmer wie Entwickler, Investoren oder Verkäufer miteinander in Einklang zu bringen. Ihr Einsatz ist heute nicht länger eine Ausnahmeerscheinung, sondern spielt eine Schlüsselrolle in der Immobilienfinanzierung und bei der Weiterentwicklung des Marktes.

Zwar hat die Finanzkrise des Jahres 2007, ausgelöst durch das amerikanische Subprime-Debakel, weltweit zu Ernüchterung im Hinblick auf das Wachstum der Kapitalmärkte geführt. Jenseits einer notwendigen Krisenanalyse muss aber deutlich sein, dass Irrationalität als Ursache der jüngsten Verwerfungen eine wichtige Rolle gespielt hat. Diese Unvernunft spiegelte sich in allen Kennziffern der Märkte, in den niedrigen Margen ebenso wie an den hohen Beleihungsausläufen (Loan-to-Value-Ratios – LTV), wider. Eine adäquate Bepreisung des Risikos wurde unterlassen, der Marktzugang stand jedem offen, also auch opportunistischen Unternehmen ohne jede Erfolgs- und Erfahrungsgeschichte (Track Record). Wenig überrascht hat auch die mediale Übersteigerung der Realität und das Versagen von Banken und anderen Beteiligten in der Krisenkommunikation.

Aber auch wenn heute noch nicht alle strukturellen Auswirkungen der Finanzkrise überschaut werden können, der Aufstieg der Immobilie zu einer eigenen Assetklasse durch die Möglichkeiten, die das Immobilien-Investmentbanking bietet, scheint unumkehrbar zu sein. Backsteinportfolios gehören der Vergangenheit an, und die Entwicklung neuer Ansätze zur Finanzierung von Immobilien und der Vermarktung von Portfolios wird auch in Zukunft weitergehen. Moderne Finanzierer wie die Eurohypo werden diese Prozesse zum Nutzen aller am Markt beteiligten Akteure auch in Zukunft aktiv begleiten. ■