

**Die Antwort der Immobilienfinanziers auf Basel II: Strukturierte Finanzierung**

**1. Ziele und Wirkungen Basel II**

Die neuen Solvabilitätskennziffern nach Basel II sind keine Erfindung der Banken zur Gängelung Ihrer Kunden, auch dienen sie nicht zur Gewinnmaximierung der Banken im frühkapitalistischen Sinne, noch sind es ordnungspolitisch fragwürdige Vorschriften der Gesetzgeber zur weiteren Marktregulierung, schließlich sind es auch keine Regelungen zur Diskreditierung und Diskriminierung des Mittelstandes. Im Gegenteil soll Basel II bewirken:

- eine langfristige Stabilisierung und Sicherung des internationalen Banken- und Kapitalmarktsystems sowie der von diesem System abhängigen Volkswirtschaften. Ein zweites Japan oder auch nur einen zweiten Fall Bankgesellschaft Berlin etc können wir uns nicht leisten!
  - ähnliche/ gleiche nationale und internationale Wettbewerbsregeln bezüglich der Eigenkapitalunterlegung der Kreditwirtschaft für Risikoaktiva. Staatlich oder kommunal subventionierte oder garantierte Kredite sind weder wettbewerbsrechtlich, noch ordnungspolitisch, noch volkswirtschaftlich sinnvoll, weil die Gewinne privatisiert und die Kreditausfälle sozialisiert werden (vergl. die Beispiel Japan und Berlin).
  - Eine Überprüfung der Regeleinhaltung durch die Bankaufsichtsbehörden der am Basel II- Akkord beteiligten Industrieländer.
  - Eine Preisbildung über den Kapitalmarkt für die Verzinsung Unterschiedlicher Kapitalmarktprodukte in Abhängigkeit vom Risiko.
  - Transparenz und Meßbarkeit/Einschätzbarkeit der Kreditnehmer, der Sicherheiten und der Kreditportfolios durch interne und externe Ratings.
  - Eine deutliche Zunahme von strukturierten Off-Balance-Produkten zu r signifikanten Risikoentlastung des Eigenkapitals.
  - Ein risikoadjustiertes Pricing für Kredite, Kreditportfolios und Kapitalmarktrisiken, bei dem das bessere Risiko und die bessere Bonität belohnt werden.
- Zwar tritt Basel II erst 2005 in Kraft, aber um zu diesem Zeitpunkt entsprechende Bilanzstrukturen vorweisen zu können, ist es längst überfällig, solche Strukturen aufzubauen.

**2. Margenoptimierung im Wettbewerb**

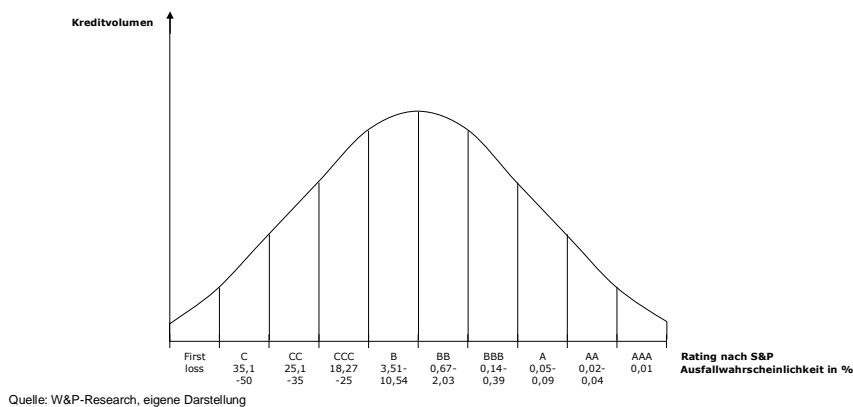
Typischerweise finanzieren Kreditinstitute unter i.d.R. starkem Wettbewerb im Immobilienmarkt und refinanzieren sich unter ebenfalls starkem Wettbewerb am Kapitalmarkt. Aus der Differenz von Marktsatz und Refisatz entsteht die Marge. Ihre Bestandteile sind zum einen Kosten für Akquisition, Vergabe, Bestandsverwaltung, Gemeinkosten etc, die sich aus dem Rechnungswesen und der Produkt- und Kundenkalkulation ableiten lassen sollten. Zum anderen müssen spätestens mit Basel II die Kosten des im Risiko befindlichen Eigenkapitals und die Risikokosten selbst in die Marge einkalkuliert werden. Die Kalkulation und die Wirkung letzterer beiden Margenbestandteile sind also des Pudels Kern einer meistens mit wenig Sachverstand geführten großen öffentlichen Diskussion.

**3. Eigenkapitalkosten**

Das bei Einzelkrediten und Kreditportfolios jeweils im Risiko befindliche Eigenkapital läßt sich in Abhängigkeit von gewichteter Bonität der Kreditnehmer und Nutzer / Mieter in einem sog. internen oder externen Rating von Kreditnehmern und Objekt statistisch erfassen. nach dem Gesetz der großen Zahl entsteht daraus eine klassische Häufigkeitsverteilung, die sich in einzelne Ratingklassen mit unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten aufteilen läßt. Vergleiche hierzu Abb. 1

WEICHS & PARTNER  
**Die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Immobilienkrediten lassen sich in Abhängigkeit von Schuldnerbonität der Kreditnehmer und Nutzer/ Mieter in einem Rating von Kreditnehmer und Objekt erfassen**

**Prinzipdarstellung Rating und Ausfallwahrscheinlichkeit**



**Die Übernahme von unterschiedlichen Kreditrisiken wird zukünftig differenziert bepreist**

Abb.1

Je höher also das Ausfallrisiko eines Kreditnehmers bzw. eines zur Kreditsicherung dienenden Objektes ist, um so mehr Eigenkapital muß das Kreditinstitut einsetzen. Die Auswirkungen von unterschiedlichen Kreditratings auf das Pricing zeigt vereinfacht Abbildung 2. Es wird deutlich, daß weniger risikoreiche Kredite im Preis begünstigt werden und Subventionseffekte weitgehend entfallen. Allerdings ermöglicht eine solche Kalkulationbasis auch die transparente Bepreisung und Vergabe von Krediten, die man unter bisherigen Bewertungsansätzen entweder gar nicht oder mit falscher Margenkalkulation vergeben hat.

WEICHS & PARTNER

## Eine risikoadjustierte Eigenkapitalunterlegung orientiert sich an den Ergebnissen des internen / externen Ratings des Kreditnehmers / der Risikoaktiva

### Prinzipbeispiel für Basel II

Kredit	Kreditnehmer	Rating-Klasse nach S&P	Richtgröße EK-Unterlegung	Risikogewicht je Rating-Klasse	Eigenkapitalunterlegung der Bank	Pricing des Eigenkapitals* in BPs
1 Mio €	Unternehmen private Kreditinstitute	AAA bis AA-	8% des Kreditvolumens	20%	16.000 €	2,6
		A+ bis A-		50%	40.000 €	6,4
		BBB bis B-		100%	80.000 €	12,8
		B- bis C-		150%	120.000 €	19,2

Quelle: W&P-Darstellung

\* Annahme: 16% Basiszinssatz, vereinfachte Berechnung

**Um ihren Eigenkapitaleinsatz zu optimieren, werden die Kreditinstitute verstärkt strukturierte Kreditformen und Off-Balance-Techniken einsetzen**

5

### Abb.2

Um die auf diese Weise kalkulierten Eigenkapitalmargen auch im Sinne des Kunden hinsichtlich besserer Konditionen zu optimieren, lassen sich einerseits sog. Portfoliotechniken anwenden, mit denen statt der Summe der Einzelrisiken das in der Regel kleinere Portfolio-Gesamt-Risiko berechnet wird und somit wegen eines geringeren "Equity at Risk" weniger Eigenkapitalkosten entstehen; andererseits lassen sich Kredite auch so strukturieren oder in andere Finanzprodukte "verpacken", daß nur ein Teil der gesuchten Gesamtfinanzierung als klassischer Kredit in die Bücher genommen wird und man für andere Finanzierungsteile andere Finanzierungsformen sucht.

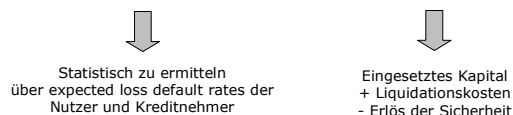
### 4. Risikokosten

Unter Risiko verstehen die Statistik und auch die Regeln von Basel II den Erwartungswert des Eintritts bestimmter risikobehafteter Ereignisse. Solche Ereignisse können sein die Genehmigung, Altlasten, Vermietbarkeit, Verkäuflichkeit zum geplanten Zeitpunkt und Preis, Zinsänderungen etc. Letztendlich handelt es sich um sehr stark Cashflow orientierte Ereignisse auf der Zeitreihe. Der Erwartungswert muß deswegen marktnah und dynamisch berechnet und auf den aktuellen Kreditauslauf bezogen werden, wie es in Abb. 3 dargestellt ist.

WEICHS & PARTNER

### Die Risikoermittlung der einzelnen Immobilienkredite sollte möglichst mark to market erfolgen

$$(\text{Einzel-})\text{Risiko} = \text{Ausfallwahrscheinlichkeit (PD)} \times \text{Ausfallintensität (LGD)} \times \text{Kreditauslauf}$$



**Bei Immobilienkrediten ist in diesem Zusammenhang die marktnah dynamische Bewertung der Sicherheit von herausragender Bedeutung**

\* vom VDH erwerbbar (berücksichtigt als Quote auch den Liquidationserlös der Sicherheit), alternativ wäre dies separat im Einzelfall zu bestimmen

### Abb.3

6

Von besonderer Bedeutung sind dabei die Begriffe PD und LGD. Die Probability of Default lässt sich durch interne Analyse langer Ausfallzeitreihen in jedem Kreditinstitut ermitteln mit dem Nachteil einer gewissen fehlenden Objektivität und zu kleinen statistischen Grundmasse oder durch die Zusammenarbeit mehrerer Kreditinstitute /-institutsverbände mit entsprechenden Vorteilen. Beide Wege werden derzeit in Deutschland beschritten. Die optimale Lösung der Zusammenarbeit aller großen Institutsgruppen an einer gemeinsamen Lösung scheidert bedauerlicherweise bisher an Interessenskonflikten und sicherlich auch an viel Inkompetenz und immer noch fehlendem Leidensdruck.

Weit fortgeschrittener ist man bei der LGD = Loss-given-default-Rate (Ausfallintensität). Hier haben die Hypothekenbanken in den letzten zwei Jahren gute und ganze Arbeit gemacht und stellen dem gesamten deutschen Kredit-Markt auf Basis einer von uns erarbeiteten Businessstrategie ab 2003 statistisch abgesicherte, vom BAFIN genehmigte und relativ aktuelle Ausfallintensitäten differenziert nach Regionen, Größenordnungen, Alter, Nutzungsart etc. zur Verfügung. Die LGD gibt an, wieviel % des Kreditausfalls bei Eintritt des Kreditrisikos wertberichtigt werden müssen. Die Berechnung des LGD erfolgt nach äußerst komplizierten Zeitreihen- und Korrelationsanalysen unter Einbezug von eingesetztem Kapital, den Liquidationskosten im Verwertungsfall und des Erlöses der Sicherheit, d.h. des mit einem dynamischen Verfahren berechneten Verkehrswert der Immobilie (Sicherheit).Vergleiche dazu Abb.4

WEICHS & PARTNER

**Zielgröße der Kreditbepreisung sollte eine risikoadjustierte Eigenkapitalrendite (RAROC) von ca. 16% p.a. für alle Kredittranchen sein**

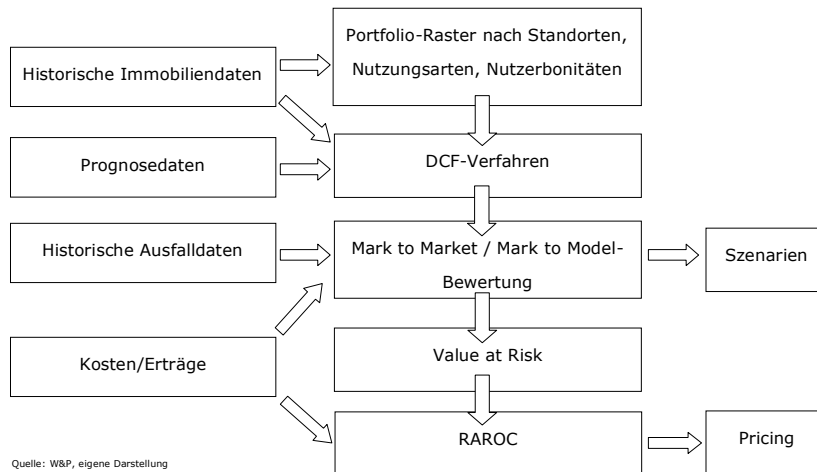


Abb.4

9

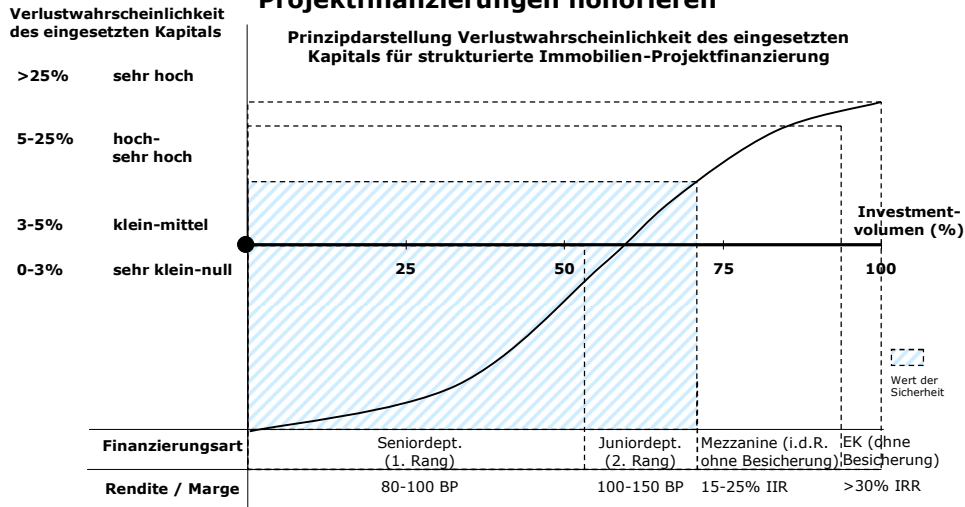
Aus der Multiplikation von  $PD \times LGD \times \text{Kreditauslauf}$  berechnet sich der Erwartungswert des Risikos, beispielsweise 10.000 EUR für einen 1 Mio- EUR-Kredit. Dieser Wert des Risikos wird dann über die Kreditlaufzeit verteilt und in % der Gesamtmarge als Risikokosten in der Margenkalkulation verwendet.

## 5.Strukturierte Finanzierungen

Die unterschiedlichen Risikoklassen werden nicht mehr mit einem pauschalen Kreditprodukt abgedeckt werden, sondern je nach Risikofreudigkeit des Kreditgebers werden unterschiedliche Kreditarten vergeben und bepreist. Vergleiche dazu Abb.5

WEICHS & PARTNER

**Je nach Höhe des akzeptierten Risikos lassen sich die Finanziers ihr Investment bei strukturierten Projektfinanzierungen honorieren**



**Aufgabe von Finanzierungs- und Immobilienexperten ist die objektgerechte Risikoeinschätzung, die risikogerechte Finanzierungsstrukturierung sowie das marktgerechte Pricing.**

Abb.5

10

Das „Endprodukt“ ist also eine intelligente Produktkombination aus mehreren Eigenkapital und Fremdkapitalprodukten und –Gebern.

Auf der Eigenkapital- und Eigenkapitalersatzseite wird zukünftig besonders Private Equity eine große Rolle spielen, damit die häufig hohen EK-Anteile gemäß den Anforderungen von Basel II erfüllt werden. Vergleich dazu Abb.6

WEICHS & PARTNER

**Als eigenkapitalersetzende Mittel für Projektfinanzierung bieten sich Private Equity Konzepte als Risikoeigenkapital an**

	Direktbeteiligung am Unternehmen	Stille Beteiligung am Unternehmen	Mezzanine-Projekt Finanzierung (EK-ähnlich)	EK-Projekt-Finanzierung
Voraussetzungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mindestumsatz 100 Mio €</li> <li>guter zukunftssträchtiger Projekt-Flow</li> <li>langjährige Top-Performance</li> <li>klare Formulierung Strategie</li> <li>Rendite &gt; 20% IRR</li> <li>Vision eines Exits</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine spez. Grenzen</li> <li>Renditen &gt; 10%</li> <li>guter Track-Record</li> <li>überschaubare Projekte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>überdurchschnittlich gutes Projekt</li> <li>bester Track-Record</li> <li>Vor- oder Teilvermietung</li> <li>Rendite 15-25% IRR</li> <li>Objektgröße &gt; 20 Mio €</li> <li>Erkennbarer Exit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>wie Mezzanine</li> <li>Rendite &gt; 30% IRR</li> </ul>
Einsatzbereich	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wachstumsstarke größere Developer</li> <li>herausragende Marktstellung</li> <li>Top Management mit Leistungsorientierung</li> <li>Vorstufe für Nachfolge- oder Wachstumskonzepte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wachstumsfinanzierung</li> <li>Vorstufe Nachfolgeregelung</li> <li>Vorstufe Unternehmensverkauf oder Merger</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einzelprojekte oder Projekt-Portfolien</li> <li>i. d. R. keine dauerhafte Kooperation</li> <li>→ Rosinenpicker</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einzelprojekt oder Projekt Portfolien</li> <li>i. d. R. keine dauerhafte Kooperation</li> </ul>
Bonitätsverbesserung	Ja, durch Ausweitung der Haftungsmasse und i. d. R. Verbesserung Kapitaldienstfähigkeit	Ja, durch Ausweitung der Haftungsmasse und i. d. R. Verbesserung Kapitaldienstfähigkeit	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verbesserung Objektbonität</li> <li>Reduzierung FK-Anteil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verbesserung Objektbonität</li> <li>Reduzierung FK-Anteil</li> </ul>
Relevanz von externem Unternehmensrating	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informationsinstrument für Investor und finanzierende Banken</li> <li>Verbesserung der Zins-/ Risikokosten möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informationsinstrument für Investor und finanzierende Banken</li> <li>Verbesserung der Zins-/ Risikokosten möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informationsinstrument für Investor und finanzierende Banken</li> <li>Verbesserung der Zins-/ Risikokosten möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informationsinstrument für Investor und finanzierende Banken</li> <li>Verbesserung der Zins-/ Risikokosten möglich</li> </ul>

Quelle: W&P, Systematik nach IWK

Abb.6

11

Auf der Fremdkapitalseite macht es viel Sinn, neben den reinen Fremdfinanzierungsprodukten auch FK-Substitute ins Kalkül einzubeziehen wie Leasing, Factoring oder gar ABS. Diese FK-Substitute bieten sich vor allem bei mittel- und langfristig angelegten Finanzierungen unter Beachtung von Liquiditäts- und Steuereffekten bzw. Erfordernissen an. Vergleiche hierzu Abb.7.

## Klassische Darlehen lassen sich durch Kreditsubstitute ersetzen

	Kreditsubstitute		
	Leasing	Factoring	Asset Backed Securities
<b>Voraussetzungen</b>	Objektgröße > 10 Mio €	Mindestumsatz ca. 1,5 Mio € Anforderungen an Qualität und Struktur des Forderungsbestandes	Mindestgröße Portfolio ca. 1 Mrd. € Hohe Anforderungen an Qualität und Struktur des Forderungspools
<b>Einsatzbereich</b>	Für Objektfinanzierungen bei bonitätsmäßig guten Unternehmen für betriebsnotwendige Investitionen zur Optimierung von Bilanz und / oder Steuern sowie zur Vermeidung von Abschlägen auf den NAV	Insbesondere für expandierende Unternehmen mit wachsenden Außenständen geeignet	Ab Forderungsvolumen von 20 Mio € günstige, kapitalmarktnahe Alternative zum Factoring
<b>Bonitätsverbesserung?</b>	Nein, da im Rahmen der Bilanzanalyse wie Kreditfinanzierung behandelt	Ja, durch Vermögensumschichtung, Schuldenabbau und Liquiditätszufluß	Ja, durch Vermögensumschichtung, Schuldenabbau und Liquiditätszufluß
<b>Relevanz von externem Unternehmensrating</b>	Wichtiges Informationsinstrument für Leasinggeber und seinen Refinanzier über Schuldnerbonität sowie mitentscheidend für Konditionenpricing	Nur indirekte Bedeutung, da Forderungsbestand relevant ist	Geringe Bedeutung im Einzelfall; Forderungspool muß gerated werden

Quelle: nach IWK mit Ergänzungen W&P

Abb.7