

Dr. Martin Braun
Frhr. v. Weichs und Partner GmbH, München

Hat die Verbriefung von Immobilienfinanzierung in Deutschland eine Zukunft ?

Der allgemeine Trend in der Bankenlandschaft weg vom klassischen Kreditgeschäft hin zum reinen Provisionsgeschäft geht auch am Bereich der Immobilienfinanzierung nicht vorbei. Aufgrund der historisch geringen Eigenkapitalrentabilität und der hohen Eigenkapitalbindung wird zunehmend versucht, Immobilienkredite zu bündeln und über eine Verbriefung an den Kapitalmarkt weiter zu reichen. Das so frei werdende Eigenkapital wird in vermeintlich rentablere Geschäftsbereiche investiert. Eine weitere Motivation für Banken zur Verbriefung von Immobilienkredit-Portfolios ist die Erzielung einer optimalen Risikostruktur. Durch die Berechnung risikoadjustierter Kennzahlen für Teilportfolios und das Gesamtportfolio wird versucht, einen optimalen Mix bzgl. Kreditnehmern und Standorten sowie Länderpräsenzen zu erreichen.

Die zunehmende Neigung zur Plazierung von Immobilienfinanzierungen am Kapitalmarkt zeigt sich nicht nur bei Banken, sondern auch bei Leasinggesellschaften. So ist zu erwarten, daß mit Basel II eine klassische Refinanzierungsform der Leasinggesellschaften über Hypothekenbanken zunehmend teurer wird und somit nach anderen Refinanzierungsmöglichkeiten gesucht werden muß. Hier bietet sich unter anderem die Plazierung am Kapitalmarkt über MBS-Strukturen an.

Der Markt für solche MBS-Transaktionen ist zur Zeit in Deutschland, im Gegensatz zu den USA oder Großbritannien, nicht sehr liquide. Dies liegt zum einen daran, daß Hypothekenbanken sich bislang über die in Deutschland einzigartigen Pfandbriefe sehr günstig refinanzieren können. Zum anderen werden sie erforderlichen Marktvolumina von etwa 1 Mrd. DM zur Zeit nur von wenigen Häusern erreicht, so daß für kleinere Häuser Kooperationen notwendig wären. Aufgrund von unterschiedlichen internen Abläufen, aber auch andersartiger geschäftspolitischer Interessen scheitern solche Kooperationen bislang. Aus o. g. Gründen wird sich jedoch in Zukunft die Notwendigkeit verstärken und somit zu einem Aufbrechen der alten Strukturen führen.

Für eine erfolgreiche MBS-Struktur fehlen jedoch vielerorts die Voraussetzungen. Zum einen ist eine dynamische und standardisierte Bewertung der Immobilie, die gleichzeitig der Cash-Flow-Lieferant und die Sicherheit ist, erforderlich. Dies bedeutet, daß z.B. anhand eines DCF-Verfahrens tagesaktuell eine Bewertung jeder im Bestand befindlichen Immobilie durchgeführt werden können muß. Darüber hinaus ist für eine Verbriefung Voraussetzung, alle relevanten Kosten auf Einzelengagement-Ebene zu kennen. Dies sind zum einen die Ingangsetzungskosten für die Finanzierung, die sich aus Akquisitionskosten, Bewertungskosten etc. zusammensetzen. Zum anderen müssen die laufenden Abwicklungskosten für die entsprechenden Finanzierungen im Einzelnen erfaßt werden, damit der Verwaltungsaufwand für die gesamte Vertragslaufzeit kalkuliert werden kann. Als letzter Kostenblock sind schließlich Liquidationskosten, sowohl interne als auch externe, für den Fall eines Ausfalls des Kreditnehmers zu bestimmen bzw. abzuschätzen. Um diese ist der anhand

einer DCF-Rechnung bestimmte Marktwert bei der Bewertung der Sicherheiten zu reduzieren.

Sind schließlich noch die Ausfallwahrscheinlichkeiten des Finanzierungspartners bekannt, können risikoadjustierte Bewertungen durchgeführt werden. Diese Methodik, die nicht auf Standard-Risiko-Kosten aufbaut, wird ebenfalls notwendige Voraussetzung nach Basel II werden und wird schon jetzt in vielen Banken als zentrale Steuerungsgröße verwendet.

Ist der Wert eines Einzelengagements bekannt, so kann eine Bewertung von Teilportfolios anhand von Korrelationen durchgeführt werden. Hierbei geht es insbesondere darum, Klumpenrisiken sowie Netting-Effekte zu ermitteln. Die Bestimmung des Wertes eines potenziell zu verkaufenden Portfolios für den Verkäufer wird demnach anhand des internen Modells und der internen Kosten „Mark-to-model“ ermittelt.

Der „Markt-to-market“ ermittelte Wert dieses Teilportfolios kann sich durchaus deutlich von dem „Mark-to-model“ ermittelten Wert unterscheiden. Die Gründe hierfür sind insbesondere eine vom Wettbewerbsdurchschnitt abweichende Kostenstruktur des Verkäufers sowie eine andere Risikostruktur bei Käufer und Verkäufer. Die Frage der Risikostruktur ist für den Käufer von essentieller Bedeutung, da sich der Wert des zu kaufenden Teilportfolios für ihn aus der Differenz aus dem Wert seines bisherigen Gesamtportfolios und dem Wert seines neuen Gesamtportfolios inklusive des neu zu erwerbenden Portfolios ermittelt.

Eine Preisfindung in einem illiquiden Markt wie dem Deutschen gestaltet sich somit überaus schwierig. Eine zunehmende Zahl von Transaktionen wird jedoch den Kostendruck auf unrentable Banken erhöhen und so zu einer Angleichung der internen Kosten führen. Mittelfristig wird hierdurch eine einheitliche Bewertungsgrundlage geschaffen. Mit der Zeit wird es aufgrund zunehmender Diversifizierung auch zu einer Angleichung der Risikostrukturen kommen, die die Preisabweichungen von „Mark-to-model“ zu „Mark-to-market“ weiter reduzieren wird.

Fazit: Die Verbriefung von Immobilienfinanzierungen und die Weiterreichung an den Kapitalmarkt wird in Deutschland mittelfristig deutlich zunehmen, jedoch sind noch zahlreiche Voraussetzungen in den Häusern zu erfüllen. Dem internationalen Trend der Bilanzentlastung und stärkeren Nutzung des Kapitalmarktes werden sich deutsche Banken nicht entziehen. Der Handlungszwang aufgrund von Basel II konnte diese Entwicklung noch beschleunigen.