

## Integration des Kapitalmarktes in die Immobilienfinanzierung

Bernd Knobloch

**In dem Maße wie sich die Immobilie zu einem mobilen Asset wandelt, werden große Kreditbücher zum Problem, weiß der Autor, weil die Bestände Risiken und Kapital binden. Die Lösung sieht er im Immobilien-Investmentbanking. Doch so ganz mag oder kann sich die Eurohypo nicht gegen Buy-and-Hold und für Buy-and-Sell entscheiden: Angesichts eines Kreditvolumens von knapp 100 Milliarden Euro definierte der Autor für sein Haus mit Buy-and-Manage einen Mittelweg. Demnach werden zwar Kredite verbrieft oder syndiziert, aber ein Teil soll als stetiger Ertragsbringer im Bestand bleiben. (Red.)**

Kapitalmarktorientierte Instrumente nehmen heute eine Schlüsselrolle in der Immobilienfinanzierung ein. Die Globalisierung und in der Folge die Konfrontation mit Anforderungen global agierender Investoren sowie Veränderungen im regulatorischen Umfeld haben zu nachhaltigen Anpassungen bei der Finanzierung von Immobilien geführt.

### Mobilisierung der Assetklasse Immobilien

Mit dem rapiden Anwachsen der Kapitalströme hat sich die Einstellung der Investoren zu Immobilien nachhaltig verändert: War die Immobilie in früheren Zeiten eine inflationsstabile Geldanlage für langfristig orientierte und auf Sicherheit bedachte Investoren, ist sie heute ein liquides Asset mit einer durchschnittlichen Haltezeit von nur noch drei bis fünf Jahren. Die Immobilie steht heute als gleichwertiges Anlageinstrument neben Wertpapieren (Bonds).

Damit hat sich auch die Zielrichtung von Immobilieninvestments verändert, hin zur Verwertung von Immobilienbeständen beziehungsweise -gesellschaften. Die Immobilie ist also quasi „mobil“ geworden. Die Finanzierung von Immobilien musste auf diese Entwicklung eine Antwort finden – die klassische Darlehensvergabe mit Festzins und möglichst langer Laufzeit ist hierfür nicht das richtige „Rezept“.

Ein anderer entscheidender Treiber für die Entwicklung des modernen Immobilienbanking waren die Veränderungen des regulatorischen Rahmens. Basel II mit seiner starken Risikogewichtung und der daraus folgenden Neuordnung der Ei-

genkapitalregeln für Kreditinstitute erfordert einen anderen Umgang mit Kreditrisiken, eine andere Fokussierung auf Eigenkapitaleinsatz und Kreditmarge. Auch dafür musste die Immobilienfinanzierung eine Lösung parat haben.

Die Globalisierung und Basel II mit der daraus folgenden Wandlung der Immobilie zu einem liquiden Asset und einer stärkeren Fokussierung auf die Ressource Eigenkapital und die Kreditmarge haben zwangsläufig die Rolle der großen, international agierenden Immobilienbanken verändert. Sie sind heute für die international aktiven Immobilieninvestoren der Mittler zum Kapitalmarkt. Ihre Aufgabe ist es, die Interessen des Investors mit denen des Kapitalmarktes zu verzahnen. Damit ist die Integration des Kapitalmarktes in die Immobilienfinanzierung vollzogen.

### Neue Finanzierungsstrukturen helfen Banken und Investoren

Eigen- und Fremdkapital im modernen Immobilienbanking sind nicht mehr voneinander getrennte Elemente einer Finanzierungsstruktur. Gerade in einer Zeit, in der sich Unternehmen zunehmend von ihrem nicht betriebsnotwendigen Immobilienbesitz trennen, um sich einen größeren finanziellen Spielraum zu verschaffen, ihre Liquiditätslage und

Bilanzstruktur zu verbessern und sich stärker auf ihre Kernkompetenzen zu konzentrieren, braucht es ein passendes Finanzierungsinstrumentarium. Hochspezialisierte Immobilienbanken setzen in diesem Umfeld kapitalmarktorientierte Finanzierungsinstrumente ein: Mit den Dienstleistungen des Real Estate Investmentbanking können Immobilieninvestoren ihre Projekte finanzieren und die Immobilienbanken ihren traditionellen Nachteil, ihr großes Kreditbuch, ausgleichen.

### Optimale Verbindung von Immobilien- und Investmentbanking

Real Estate Investmentbanking bildet die optimale Verbindung von professionellem Immobiliengeschäft und Investmentbanking, entlang der Wertschöpfungskette komplexer Immobilientransaktionen: Der Service reicht von Beratung über Strukturierung, Arrangierung von Immobilienkrediten bis zum Underwriting von Finanzierungen im Senior- und Mezzanine-Bereich sowie Syndizierung dieser Kredite.

Grundsätzlich ist das Investmentbanking ein eher dealorientiertes Geschäft. Immobilienbanken wie die Eurohypo führen aber den Beweis, dass sich mit dem Real Estate Investmentbanking vermeintlich einander ausschließende Ansätze miteinander in Einklang bringen lassen: das auf die langfristige Beziehung zwischen Kapitalgeber und -nehmer aufbauende Relationship-Banking und die kapitalmarktorientierte, kurzfristiger ausgerichtete Finanzierung.

In einem Umfeld, in dem höhere Risiken einen höheren Kapitaleinsatz erfordern und die Banken darauf achten müssen, dass nach Abzug adäquater Risikokosten ausreichend Ertrag vorhanden sein muss, müssen sich nicht nur die Finanzierungsusancen anpassen. Mehr denn je gelten heute hohe Anforderungen an die Portfoliosteuerung einer Immobilienbank. Aus dieser Falle müssen sie sich befreien, wollen sie weiter erfolgreich sein und ihren Kunden bei deren Projekten zur Seite stehen. Vor diesem Hintergrund ist ein aktives Portfolio- und Exit-Management gerade für eine kreditlastige Immobilienbank von elementarer Bedeutung – für die Risikosteuerung, die Kreditvergabepolitik, auch das Relationship-Management.

Das Portfoliomanagement lässt sich nach drei unterschiedlichen strategischen Ansätzen gliedern: In der alten Welt

### Der Autor

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

dominierte der Buy-and-Hold-Ansatz der klassischen Hypothekenbank, in der neuen Welt der Buy-and-Sell-Ansatz einer Investmentbank. Der Buy-and-Hold-Ansatz der Hypothekenbanken basierte auf langfristiger Kreditvergabe und zielte auf Refinanzierung durch Pfandbriefe. Damit verbunden waren hohe Risikoaktiva in der Bilanz und hoher Eigenkapitalverzehr.

Beides sind Positionen, die eine Investmentbank in ihrem Geschäftsansatz des Buy-and-Sell nur zeitlich begrenzt zur Verfügung stellen möchte. Deshalb wird bei dieser Bankengruppe die Immobilienfinanzierung strukturiert und zunächst auf das Buch genommen; Ziel schnellstmögliche Weitergabe an den Kapitalmarkt.

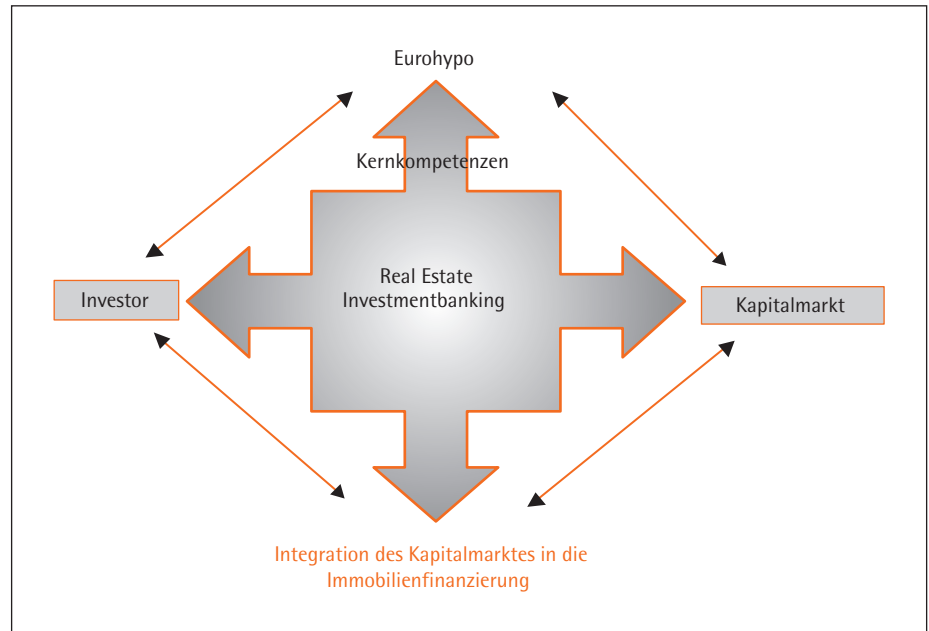
Die Eurohypo hat mit ihrem Buy-and-Manage-Ansatz einen Mittelweg eingeschlagen: Sie bekennt sich zur langfristigen Kreditvergabe als einer originären Ertragsquelle. Zugleich setzt sie (Exit-) Instrumente ein, um Risikoaktiva abzubauen und das Eigenkapital zu entlasten. Die Bank entspricht auf diese Weise dennoch dem Kundenwunsch nach einer „Hausbankfunktion“ für Immobilienfinanzierungen. Denn der Kunde hat dank Buy-and-Manage und der Tatsache, dass ein „Final Hold“ bei der Bank verbleibt, die Sicherheit, dass das Kreditinstitut – unabhängig davon, welcher Kapitalmarkt-Exit gewählt wird – während der gesamten Kreditlaufzeit sein Ansprechpartner bleibt.

Über den Einsatz von Kapitalmarktinstrumenten lassen sich nicht nur das Portfolio steuern und damit der Eigenkapitaleinsatz optimieren, sondern – auf Seiten der Bank – auch höhere Erträge generieren, die in der Regel nicht mit Eigenkapital zu unterlegen sind. Dazu zählen Provisionen für die Strukturierung von Finanzierungen oder aus Beratungen bei M&A-Prozessen.

### Strukturierte Finanzierungen für große Immobiliendarlehen

Die Nachfrage von Investoren, die Steuerung von Banken und Immobilienunternehmen nach Renditekennziffern und der große Einfluss des Risikomanagements auf die erforderliche Eigenkapitalunterlegung haben dazu geführt, dass großvolumige gewerbliche Immobiliendarlehen heute in der Regel strukturierte Finanzierungen sind. Die Strukturierung von Projekten erfolgt dabei unter gesellschaftsrechtlichen wie steu-

Abbildung 1: Real Estate Investmentbanking – Verzahnung von Immobilienfinanzierung und Kapitalmarkt

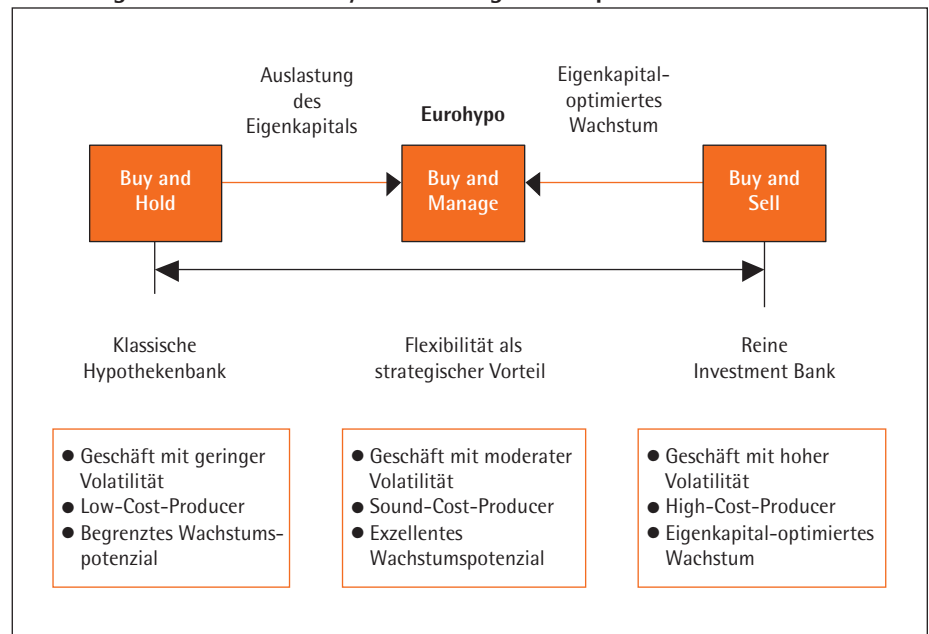


erlichen Aspekten, Off-Balance-Sheet-Konstruktionen werden dabei ebenso in Betracht gezogen wie das regulatorische Umfeld.

Die operative Begleitung von Vorhaben in jedem Stadium der Finanzierung, die Unterstützung bei der Vermarktung sind ebenfalls eingeschlossen. Underwriting und Arrangement sowie Platzierung von großen Immobiliendarlehen spielen bei Strukturierung ebenso eine Rolle wie Gliederung in Senior oder Mezzanine Loans, in Junior, B-Pieces und Equity.

● Die Syndizierung großvolumiger Immobilienfinanzierungen ist bei der Eurohypo integraler Bestandteil der Wholesale-Wertschöpfungskette (Arrangement, Underwriting, Syndication, Final Hold). Um die Risiken im Großkreditgeschäft auf die Schultern mehrerer Kreditinstitute zu verteilen und andererseits die Kapitalallokation zu fördern, pflegt die Bank ein umfangreiches Netzwerk von Bankpartnern und institutionellen Kapitalgebern im europäischen ebenso wie im US-Markt. Sie ist im Real Estate Business in Europa heute die führende Bank unter Mandated Arrangers.

Abbildung 2: Funktion des Buy-and-Manage-Konzepts



● Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), die den Risikotransfer vom Kredit- auf den Kapitalmarkt ermöglichen, sind für Immobilienbanken in Bezug auf die Interessen ihrer Kunden einerseits und die Entlastung von Risikoaktivitäten andererseits von herausragender Bedeutung. Verbriefungen unterstützen Banken dabei, von der Buy-and-Hold-Strategie auf die Buy-and-Sell- oder Buy-and-Manage-Strategie zu wechseln: Sie mindern ihr Finanzierungsrisiko, die Bilanz wird verkürzt, Eigenkapital und Liquidität freigesetzt und damit Spielräume für neue Kreditvergaben geschaffen.

Der Verbriefungsmarkt hat zwischenzeitlich auch in Deutschland eine ausreichende Größenordnung und ein hohes Maß an Standardisierung erreicht, so dass diese Produkte jetzt auch Immobilienkunden mit einem Finanzierungsbedarf von fünf bis 100 Millionen Euro zur Verfügung stehen. Die Bündelung derartiger Darlehen ermöglicht die Bildung eines ausreichend großen Emissionsvolumens, um die Liquiditätsbedürfnisse von Kapitalmarktinvestoren zu befriedigen. Damit wird mittelbar auch für kleinere oder mittlere Firmen der Weg an den Kapitalmarkt geöffnet, der ihnen andernfalls versperrt bliebe.

● Mezzanine-Finanzierungen, die zwischen Eigen- und Fremdkapital stehen,

sind eine attraktive Ergänzung für den Finanzierungsmix von Investoren und Projektentwicklern. Mezzanine-Darlehen finden heute bereits vielfach Anwendung in der Immobilienfinanzierung. Während sie bisher primär auf das Kreditbuch gingen, muss hier jetzt vor dem Hintergrund von Basel II ein Umdenken stattfinden. Die Eurohypo setzt deshalb auch hier auf den Kapitalmarkt und fügt diese Darlehen ebenfalls in ihr Opera-CMBS-Programm ein.

● Die Beratung im Bereich Mergers & Acquisitions ist das klassische Instrument des Investmentbanking. Advisory im Immobilienbanking umfasst Kapitalbeschaffung, strategische Beratung bei Erwerb und Veräußerung von Immobilienportfolios, Entwicklung und Prüfung großer Immobilienprojekte, Objektsuche für internationale Investoren, Kapitalbeschaffung für Fonds.

Diese Leistungen erstrecken sich bei der Eurohypo über alle Segmente des gewerblichen Immobilienmarktes. Auch die Beratung für öffentliche Stellen hinsichtlich ihrer allgemeinen Immobilienstrategie gehört zu den Dienstleistungen. Das ist neues wichtiges Betätigungsfeld für Immobilienbanken wie für Staatsfinanzierer – vor allem bei Public-Private-Partnership-Projekten kann eine Immobilienbank ihre Kernkompetenz gezielt in den Dienst von Kommunen oder Bundesländern stellen.

● Der Markt für Real Estate Investment Trusts (REITs) in Europa boomt. Die Bundesregierung hat mit dem jüngst vorgelegten Gesetzentwurf eine gute Vorlage gegeben, die dem deutschen Immobilienmarkt Anschluss an die großen internationalen Märkte und damit Wettbewerbsfähigkeit sichern wird. Die Einführung von REITs in Deutschland wird das Spektrum der Anlagemöglichkeiten am Immobilienmarkt um eine wichtige neue Anlegeklasse erweitern.

Investoren können auf diesem Wege in Immobilien investieren und verfügen gleichzeitig über eine Anlage, die an der Börse gehandelt wird. REITs liegen zwischen Aktien und Anleihen, sie verfügen über eine hohe Transparenz und die Anleger haben ständigen Zugriff auf ihr investiertes Kapital. Und auch hier geht es um ein Instrument für die Exitstrategie – Unternehmen können sich von Immobilienbesitz trennen, Immobilienbanken erbringen Dienstleistungen, die nicht ihr Kreditbuch belasten, sondern Eigenkapital schonend Provisionserträge bringen.

Dienstleistungen in Bezug auf REITs gehören ebenfalls zum Spektrum kapitalmarktorientierter Finanzprodukte bei der Eurohypo. Sie steht für Real Estate Investment Trusts als Finanzierungsgeber zur Verfügung, unterstützt bei Eigenkapitalbeschaffung, berät bei Börsengängen und bei der Überführung von Immobilienfonds in einen REIT.

### Kernkompetenz einer global agierenden Immobilienbank

Die Komplexität der Kapitalmarktinstrumente, aber auch der Anforderungen der Immobilieninvestoren und des Kapitalmarktes lassen erkennen, dass diese Dienstleistungen in der erforderlichen Qualität am besten von einer großen, global agierenden Immobilienbank dargestellt werden können: Die reine Immobilienfinanzierung mit ausgewiesenem Know-how der Märkte reicht ebenso wenig wie ein reines Investmentbanking ohne Immobilien-Know-how.

Das Real Estate Investmentbanking verbindet beide Seiten und ist gerade deshalb für eine global agierende Immobilienbank integraler Bestandteil ihres Geschäftsmodells. Die Eurohypo hat bewiesen, dass man mit der Fokussierung auf das Immobiliengeschäft weltweit Marktführer sein kann. Durch die Möglichkeiten, die sich mit diesen Instrumenten bieten, gelingt der Spagat zwischen Kundenanforderungen, Kapitalmarkt und den regulatorischen Erfordernissen.

Die Weiterentwicklung der Immobilienbanken mit neuem Rollenverständnis ist auch für den Immobilienmarkt Deutschland von großer Bedeutung, denn im deutschen Immobiliensektor schlummert ein großes Wachstumspotenzial: Allein die 65 größten börsennotierten Gesellschaften in Deutschland verfügen über stille Immobilienreserven im Volumen von schätzungsweise 80 Milliarden Euro.

Der Anteil des investierten institutionellen Immobilienbestands ist dabei mit knapp 36 Prozent im Vergleich zu anderen europäischen Staaten wie Großbritannien oder Schweden mit jeweils deutlich über 55 Prozent noch immer niedrig. Die Immobilienbanken stehen privaten Unternehmen und öffentlichen Stellen mit ihrem Instrumentarium zur Verfügung. Gemeinsam stärken sie die Wettbewerbsposition des deutschen Marktes und tragen gleichzeitig zur Weiterentwicklung der Märkte bei. ■