

Gewerbliche Immobilienfinanzierung in Russland: ein schmaler Grat

Tim Lassen und Markus J. Leininger

Derzeit weckt kaum ein Markt den Entdeckerdrang der Immobilienbanken so sehr wie Russland. Denn die durch explodierende Rohstoffpreise angeheizte Konjunktur führt auch zu einem gewaltigen Nachfrageüberhang nach modernen Gewerbeflächen. Noch bestehen zwar erhebliche Unsicherheiten hinsichtlich des Rechtsrahmens und der politischen Stabilität, doch können die Autoren nachweisen, dass sich diese Risiken spürbar verringert haben und weiter abnehmen werden. Trotzdem sind die Banken nach wie vor auf lokale Partner angewiesen, die Markt, Akteure und spezielle Usancen kennen. (Red.)

Seit dem Ende der Sowjetunion im Dezember 1991 fand in Russland eine breite Privatisierung von Immobilien statt; zunächst nur von Wohnungen und Gebäuden, seit dem Inkrafttreten des neuen Bodengesetzbuches im Jahre 2002 auch von Grundstücken.¹⁾ Die Herausbildung eines Systems der Immobilienfinanzierung hat jedoch erst lange nach der Finanz- und Währungskrise von 1998 begonnen.

Entwicklung nach der Krise

Unmittelbare Folge dieser Krise war zunächst, dass sich internationale Anleger und Banken vom russischen Markt zurückzogen. Erst mit der gesamtwirtschaftlichen und politischen Stabilisierung ab dem Jahr 2000 trat die Frage der (langfristigen) Finanzierung von Immobilien wieder in den Vordergrund. Dieser Prozess begann mit der Kreditierung von Wohnungen durch einheimische Banken. Gewerbliche Finanzierungen von Bürogebäuden, Einkaufszentren, Hotels und Logistikimmobilien wurden, wenn sie überhaupt erfolgten, nach dem Beispiel klassischer Projektfinanzierungen strukturiert; das heißt, dass ausschließlich auf den Cash-Flow aus der Immobilie abgestellt wurde.

Diese Finanzierungen waren durch extrem kurze Laufzeiten sowie hohen Eigenkapitaleinsatz gekennzeichnet, was durch hohe Mieteinnahmen ermöglicht wurde. Zudem wurde bei der Absicherung nicht auf die Immobilie abgestellt, da die rechtlichen Grundlagen, vor allem das Grundbuchgesetz²⁾ und das Hypothekengesetz³⁾, zwar 1997/1998 in Kraft getreten, aber in der Praxis noch nicht umgesetzt waren. Schließlich fehlten

auch die Instrumente zu einer langfristig orientierten Bewertung der Immobilie.⁴⁾ Überspitzt gesagt, wurden dabei eine Hotelimmobilie am Roten Platz und eine Kläranlage am Stadtrand gleich behandelt. Durchgeführt wurden solche Projekte von lokalen Entwicklern und Banken, die zudem häufig derselben Unternehmensgruppe angehörten.

Seit Ende 2002 ist allerdings eine starke Zunahme von langfristigen Gewerbeimmobilienfinanzierungen zu beobachten. Dies geht sowohl von lokalen⁵⁾ wie international operierenden Immobilieninvestoren aus. Diese Investoren benötigen für ihre Aktivitäten langfristige Finanzmittel. Nachdem zunächst nur sogenannte opportunistische Investoren, die vorwiegend an einer kurzfristig erzielbaren hohen Rendite interessiert sind, tätig wurden, treten inzwischen auch langfristig orientierte Investoren in den russischen Markt ein. Diesen Investoren folgten spezialisierte internationale Immobilienfinanzierer, zunächst österreichische, später auch deutsche Institute.

Gründe für den Markteintritt der ausländischen Investoren sind weltweit sinkende Renditen, erhebliche Verbesserungen des rechtlichen und politischen Umfeldes in Russland, die weltweit vorhandene und weiter steigende Liquidität sowie das gewaltige Potential des stark unterentwi-

ckelten Moskauer und russischen Marktes. Moskau ist die nach Einwohnern größte Stadt Europas (noch vor London); daneben gibt es im europäischen Teil Russlands noch 33 weitere Städte mit einer Einwohnerzahl von über 500 000.

Marktstrukturen im Wohnungsbau

Jeder Immobilienmarkt muss unterteilt werden in einen wohnwirtschaftlichen und einen gewerblichen Teil. Der wohnwirtschaftliche Bereich umfasst den Wohnungsgeschossbau (für Miet- oder Eigentumswohnungen) sowie den Eigenheimbau. Dem gewerblichen Bereich gehören neben Büro-, Einzelhandels-, Logistik- und Hotelimmobilien noch sogenannte Spezialimmobilien wie Fabrikgebäude und Infrastrukturprojekte an.

Vom Wohnungsbau ging ab 2000/2002 die Entwicklung des russischen Immobilienfinanzierungssystems aus. Dieser Markt ist in Russland dadurch geprägt, dass auch große Wohnanlagen mit dem Ziel der späteren Aufteilung in Eigentumswohnungen errichtet werden. Der Bau von Mietobjekten durch einen Entwickler beziehungsweise Eigentümer ist in Russland bisher nicht üblich.

In diesem Bereich sind fast ausschließlich russische Banken aktiv. Eine Begleitung von Wohnungsbauprojekten durch ausländische Banken mit grenzüberschreitenden Finanzierungen ist aufgrund der damit verbundenen Schwierigkeiten eine Ausnahme. Problematisch sind vor allem die oft geringen Volumina solcher Projekte sowie mögliche Probleme in der Zwangsvollstreckung, da in diesem Fall in den meisten europäischen Ländern zusätzliche gesetzliche Schutzmechanismen für den privaten Kreditnehmer existieren.

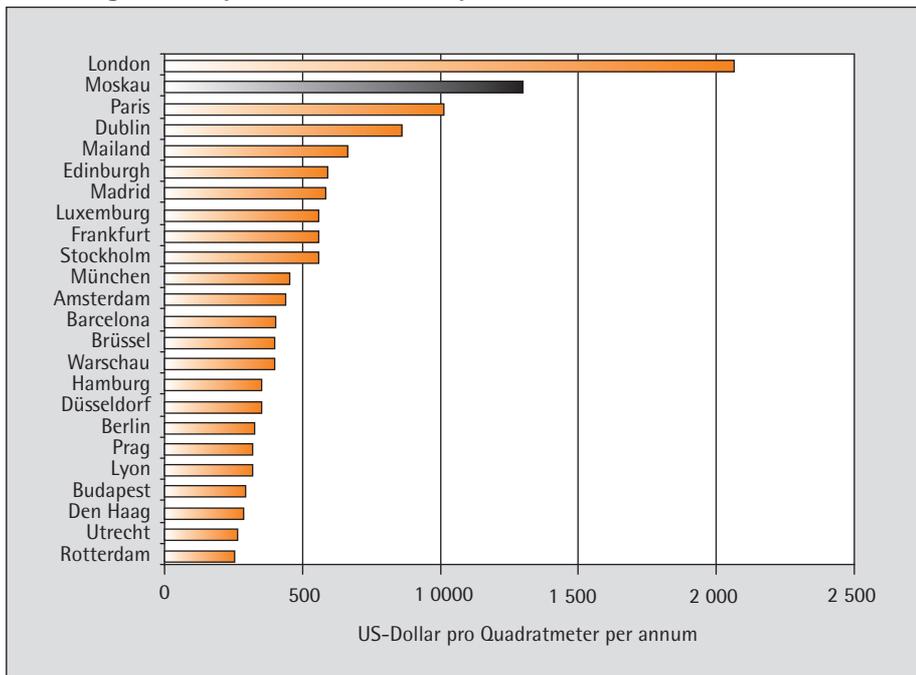
Allerdings ist die Entwicklung im Wohnungsbau für internationale Banken von Bedeutung, da dieser Bereich naturgemäß besonderes politisches Interesse genießt. Auslöser für Reformen im Immobilienrecht – wie zum Beispiel die Reformen vom Dezember 2004, die unter anderem die Wiedereinführung des guten Glaubens für das Immobilienregister brachten⁶⁾ – erfolgen regelmäßig zur Verbesserung des Wohnungsbaus, haben jedoch auch unmittelbare Auswirkungen auf die Finanzierung von Gewerbeimmobilien.

Der Markt für langfristige gewerbliche Immobilienfinanzierungen hat sich in

Die Autoren

Markus J. Leininger ist Leiter Corporate Banking Zentral- und Osteuropa und arbeitet mit **Tim Lassen** in der Moskauer Niederlassung der Eurohypo AG, Eschborn.

Abbildung 1: Bürospitzenmieten in europäischen Städten Q1 2007



Quelle: Jones Lang Lasalle: Moscow City Profile

Stand: 31.03.2007

Russland erst in den letzten Jahren entwickelt und wird – wie der Wohnungsbau – von russischen Investoren beherrscht. Diese leiten seit einigen Jahren freie Liquidität aus anderen Geschäftszweigen – vorwiegend dem Öl- und Gasgeschäft⁷⁾ – sowie neuerdings auch Fremdkapital von Banken in diesen Bereich. Hierin liegt einer der wesentlichen Unterschiede zu den mitteleuropäischen Reformländern Polen, Tschechien und Ungarn in den neunziger Jahren. In diesen Ländern bestand ein großer Mangel an Liquidität, der erst durch das Engagement westlicher Investoren und Banken beendet wurde.⁸⁾ Der heute auch in Russland zu beobach-

tende Trend zur Nutzung von Fremdkapital hat verschiedene Gründe. Dazu gehört zum einen die Verfügbarkeit langfristiger Gelder zu attraktiven Konditionen⁹⁾ sowie die inzwischen erreichte Größe vieler Projekte, die eine Finanzierung nur aus Eigenkapital erschweren. In der Vergangenheit orientierten sich lokale Investoren vorwiegend daran, die rasch wachsende Nachfrage kurzfristig zu bedienen. Sie stellten dabei weniger auf die Nachhaltigkeit der Erträge und die Qualität der Immobilien ab.

Büroimmobilien: Somit erreichten Büromieten in Moskau – bei noch relativ

moderaten Baupreisen – ein Niveau, das mit den Preisen in Paris oder London vergleichbar ist. Dieses Knappheitsphänomen wurde durch ausländische Direktinvestitionen und Unternehmensansiedlungen noch verstärkt. Hinzu kommt die Problematik der Bodenprivatisierung beziehungsweise -verpachtung sowie der langwierige Baugenehmigungsprozess. Nach Einschätzung von Experten werden diese Gründe auch noch in den nächsten Jahren verhindern, dass sich zwischen Angebot und Nachfrage ein Gleichgewicht entwickelt.

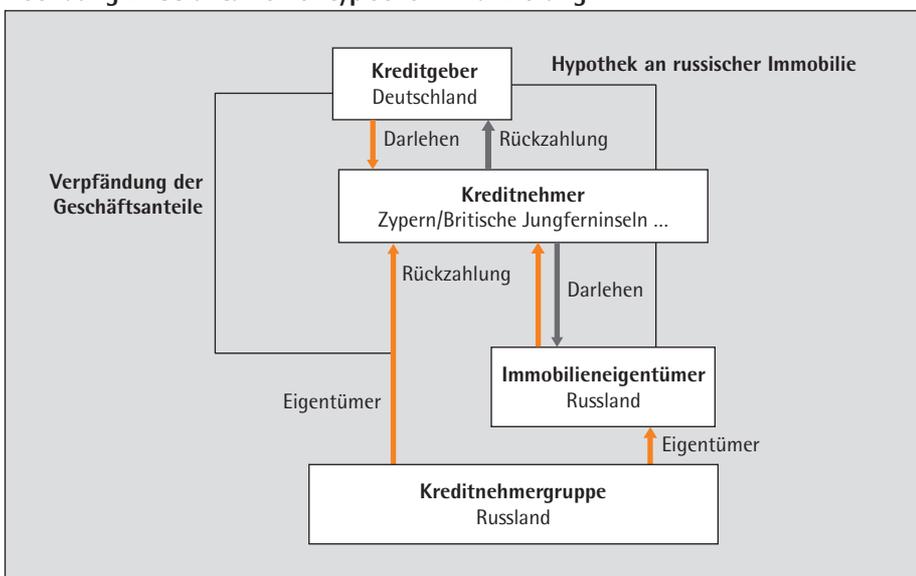
Einzelhandelsimmobilien: Ähnliches gilt auch für den Markt der Einzelhandelsimmobilien. Bisher konzentrieren sich Entwickler und Investoren hier fast ausschließlich auf den Moskauer Markt. Allerdings liegt das eigentliche Potenzial in diesem Bereich in den Regionalstädten, ungeachtet der im Vergleich zu Moskau noch niedrigen Kaufkraft. Städte über 500 000 Einwohnern bieten derzeit kein oder nur ein geringes Angebot an modernen Einzelhandelsflächen.

Nach der Studie von A. T. Kearney ist Russland heute nach Indien weltweit der attraktivste Markt für Investitionen in den Einzelhandel.¹⁰⁾ Inzwischen expandieren Einzelhandelsinvestoren, nach dem Markteintritt in Moskau, in die Regionalstädte. Andere Einzelhändler konzentrieren sich ausschließlich auf diese „Tier 2-Städte“.

Logistikimmobilien: Die Situation im Einzelhandelsimmobilienmarkt hat unmittelbar Auswirkungen auf den Logistikmarkt: Die Einzelhändler und ihre Zulieferer benötigen ein ausreichendes Netz an Logistikzentren. Dabei sind in Russland noch die gewaltigen Entfernungen zu berücksichtigen, die die Nutzung eines zentralen Logistikzentrums für mehrere Regionen erschweren. Daher kann für diesen Bereich in den nächsten Jahren ein starkes Wachstum erwartet werden – in Moskau, aber auch und vor allem in den Regionalstädten.

Hotels: Hotelinvestitionen konzentrieren sich heute fast ausschließlich auf Moskau und zum Teil St. Petersburg. Mit dem Einstieg internationaler Hotelketten sowie der starken Unterversorgung mit Mittelklassehotels ist in diesem Bereich in den nächsten Jahren mit einem starken Anstieg zu rechnen. Bereits heute erkennbar ist das Interesse russischer Investoren an den regionalen Hotelmärkten. Diese errichten regelmäßig die Immobilie, der Betrieb erfolgt dann durch einen internationalen Hotelbetreiber für eine

Abbildung 2: Struktur einer typischen Finanzierung



ausländische Hotelmarke. Als Finanziere von Immobilieninvestitionen sind heute russische Banken sowie zunehmend spezialisierte ausländische – vor allem deutsche und österreichische – Institute tätig. Aktiv in der Immobilienfinanzierung – auch in der Finanzierung von Gewerbeimmobilien – sind die staatlichen Banken Sberbank und Vneshtorgbank. Diese beiden Banken finanzieren sich im Wesentlichen über ihre Einlagen. Dabei nehmen sie die Risiken aus der Fristentransformation¹¹⁾ in Kauf. Neben diesen agieren noch Töchter ausländischer Institute¹²⁾, so auch die Töchter der deutschen Großbanken.

Typischerweise betrachten diese beiden Gruppen Immobilieninvestitionen bislang als reine Projektfinanzierungen. Deren Charakteristika sind unter anderem kurze Kreditlaufzeiten, Fokussierung auf den Cash-Flow und darauf abgestellte Sicherheiten. Diese orientieren sich nicht an der Nutzung der Immobilie als Sicherheit für den Kredit. Solche Strukturen sind nutzbar während der Bauphase eines Objekts, für Kreditlaufzeiten von über fünf Jahren sind sie jedoch zu teuer.

Einige Institute konzentrieren sich auf die Finanzierung des Wohnungsbaus.¹³⁾ Dazu gehören die Gorodskoi Hypothekbank¹⁴⁾, Deltacredit Hypothekbank¹⁵⁾ und die Moskauer Hypothekagentur¹⁶⁾ (First Home Loan Bank). Eine weitere wichtige Rolle in der Wohnungsfinanzierung spielt die staatliche „Agentur für den Wohnungshypothekenkredit“¹⁷⁾. Hinzu kommt noch die zur österreichischen Raiffeisen-Gruppe gehörende russische Raiffeisenbank.¹⁸⁾

Schwierige Refinanzierung

Jedoch ist die Refinanzierung von Hypothekenkrediten nach wie vor schwierig. Zwar trat im Jahre 2004 das Gesetz „Über Hypothekensicherungspapiere“ in Kraft, wodurch drei verschiedene hypothekenkreditgedeckte Wertpapiere eingeführt wurden.¹⁹⁾ Eines ist dem deutschen Pfandbrief, ein anderes angelsächsischen MBS und das dritte einem Investmentanteil ähnlich. Dieses Gesetz wird aber aufgrund der vorgesehenen komplizierten Strukturen bis heute praktisch nicht genutzt. Russische Banken haben inzwischen mit der Emission von MBS begonnen, bedienen sich dabei aber ausländischer Zweckgesellschaften.²⁰⁾

Daneben hat sich seit 2004/2005 ein Markt für langfristige Finanzierungen gewerblicher Immobilien durch auslän-

dische Banken entwickelt. Führend in diesem Bereich sind deutsche Immobilienfinanzierer wie die Eurohypo AG, die im Jahre 2006 eine Repräsentanz in Russland eröffnet hat, die Hypo Real Estate Bank International AG und die Aareal Bank AG. Auch andere Institute überlegen inzwischen, im russischen Markt aktiv zu werden.

Im Unterschied zu den russischen Instituten konzentrieren sich diese spezialisierten Finanziere ausschließlich auf die Immobilie als Sicherheit. Dabei werden internationale Standards in Bewertung, Finanzierung und Strukturierung angewandt. Durch diese Intermediäre gewinnen russische Investoren zur Finanzierung ihrer Projekte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten.

Kreditabwicklung

Regelmäßig erfolgen Finanzierungen heute aus steuerlichen Gründen über sogenannte Off-Shore-Gesellschaften mit Sitz meist auf Zypern oder den Britischen Jungferninseln (BVI). Solche Gesellschaften agieren regelmäßig als Kreditnehmer, zum Teil auch als Eigentümer der Immobilie. Neben steuerlichen Gründen kann über Strukturen mit Einschaltung von Einzweckgesellschaften (Special Purpose Vehicle) auch eine bessere Risikoabschirmung erreicht werden. Dies gilt vor allem für die Immobiliengesellschaft, da dadurch im Falle der Insolvenz vorgehende Rechte, zum Beispiel Arbeitnehmerforderungen, nicht entstehen können.

Weiterer Vorteil dieser Strukturen ist, soweit das SPV in einer Common-Law-Jurisdiktion seinen Sitz hat, die Verpfändung der Geschäftsanteile mit späterem Eintrittsrecht des Kreditgebers. Das heißt, die Anteile müssen in der Vollstreckung nicht veräußert werden, sondern die kreditgebende Bank kann selber die Kontrolle über die Gesellschaft übernehmen.²¹⁾

Zudem wird heute regelmäßig englisches Kreditrecht angewendet.²²⁾ Dabei handelt es sich um die für Russland adaptierten Standardverträge der Loan Market Association (London)²³⁾, den sogenannten „LMA Standard“. Hilfreich bei der Durchsetzung dieses Standards auch in Mittel- und Osteuropa ist die Tatsache, dass auf dem Markt der internationalen Anwaltskanzleien angelsächsische Kanzleien führend sind.

Neben diese englischrechtlichen Strukturen tritt die nach dem Grundsatz „lex

rei sitae“ dem russischen Recht unterworfenen Hypothek als Sicherheit direkt an der Immobilie. Die strenge Akzessorietät der russischen Hypothek sowie die Notwendigkeit der staatlichen Registrierung von Veränderungen in der Hypothek oder im Kreditvertrag haben zur Folge, dass Syndizierungen in der Praxis heute regelmäßig nur als Risikounterbeitungen²⁴⁾ erfolgen.

Bereits heute zeichnet sich eine Tendenz zur verstärkten Nutzung von On-Shore-Strukturen ab, also Modellen mit einem geringeren Anteil ausländischer SPV. So ist häufig lediglich der Kreditnehmer noch außerhalb Russlands angesiedelt, die Immobilieneigentümerstrukturen hingegen sind bereits komplett in Russland errichtet. Hintergrund ist der aufgrund der niedrigen russischen Steuersätze geringere Anreiz zur Erzielung von Steuervorteilen. Zudem lassen sich auf diese Weise Transaktionskosten²⁵⁾ und Transaktionsrisiken²⁶⁾ senken.

Entsprechend den Erfahrungen in den mitteleuropäischen Ländern Polen, Tschechien und Ungarn ist auch in Russland in wenigen Jahren damit zu rechnen, dass das angelsächsische Kreditrecht durch russisches Recht ersetzt werden wird. Vorteile des nationalen Rechts sind, dass dies den lokalen Gerichten und Behörden sowie den einheimischen Kunden bekannt ist. Durch die Verbindung von russischen Sicherheiten (Hypothek, Verpfändung russischer Geschäftsanteile) mit einer Forderung, die russischem Recht unterliegt, lassen sich zudem Rechtsrisiken senken. Das russische Recht mit seinem klar gegliederten Zivilgesetzbuch bietet sich mittelfristig – bei weiterer Verfestigung der Rechtsprechung – hierfür an.

Problematischer Punkt ist allerdings auch hier die Syndizierbarkeit.²⁷⁾ Zudem entfällt der Vorteil des Eintrittsrechts der Bank in verpfändete Off-Shore-Geschäftsanteile.

Besonderheiten

Im russischen Markt (wie auch im ukrainischen) wiederholen sich mit einer Zeitverschiebung von einigen Jahren die Entwicklungen, die in Polen, Tschechien oder Ungarn bereits in den neunziger Jahren erfolgt sind. Neben dem sich abzeichnenden stärkeren Engagement internationaler Investoren und Finanziere gehören dazu auch viele strukturelle Merkmale.

Dies betrifft vor allem den Rechtsrahmen, der trotz aller Fortschritte der letzten zwei bis drei Jahre noch nicht das Niveau der mitteleuropäischen Länder wie Polen und Ungarn²⁸⁾ erreicht hat. Exemplarisch ist hier das Vollstreckungsrecht zu nennen, das lediglich eine Verwertung der verpfändeten Immobilie zulässt, nicht aber eine Zwangsverwaltung.

Auch die russische Hypothek hat als streng akzessorisches Instrument bisher noch keine Flexibilität entwickelt.²⁹⁾ Ein bedeutendes praktisches Problem bei der Rechtsanwendung sind die schwerfällig und bürokratisch arbeitenden Grundbuchämter, denen es noch an Erfahrung mit den Anforderungen eines modernen Immobilienfinanzierungssystems mangelt.

Ein bedeutender Unterschied, und dies macht eine Besonderheit des russischen Marktes gegenüber den mitteleuropäischen Ländern und auch der Ukraine aus, ist die hohe Liquidität in Russland. Durch die Einnahmen aus dem Rohstoffhandel genießt der russische Markt eine große Unabhängigkeit von ausländischen Investoren. So wird auch der derzeitige Boom im Immobilienbereich bisher fast ausschließlich von russischen Investoren getragen.

Aktuelle Trends

Gegenwärtig zeichnen sich verschiedene Trends ab, die in den nächsten Jahren Auswirkungen auf das gewerbliche Immobilienfinanzierungsgeschäft in Russland haben werden.

Immobiliengeschäft: Traditionell beginnt ein Ausländer seine geschäftlichen Aktivitäten in einem anderen Land in dessen wirtschaftlichem und kulturellem Zentrum. Dies gilt auch für Russland, wo sich bisher die meisten internationalen Immobilieninvestoren auf die beiden Hauptstädte Moskau und St. Petersburg konzentrieren. Allerdings besteht auf den regionalen Immobilienmärkten keine oder nur ein unzureichendes Angebot aller Arten von Gewerbeimmobilien.

Ver mehrt wird daher auch von ausländischen Investoren das Potenzial in den Regionen erkannt, bisher schwerpunktmäßig im europäischen Teil Russlands. Dazu gehört das Moskauer Umland, aber auch die vielen Millionenstädte wie Nizhny Novgorod, Samara, Kazan oder Rostov am Don. Hinzu kommen zahlrei-

che weitere Städte im Bereich zwischen 500 000 und einer Million Einwohner.

Aber auch in Sibirien und dem Fernen Osten mit ihren Millionenstädten (Jekaterinenburg, Tschljabinsk, Novosibirsk, Omsk) und weiteren Großstädten (Vladivostok, Irkutsk, Krasnojarsk und andere) ist ein wachsendes Interesse an Immobilieninvestitionen – auch durch Ausländer – festzustellen.

Erste Anzeichen dieser Regionalisierung sind die Investitionen von Handelsketten wie Ikea oder Metro, die alleine oder gemeinsam mit lokalen und ausländischen Partnern Projekte außerhalb der Hauptstädte verwirklichen.

Finanzierung: Ein gleicher Trend – mit einer gewissen Zeitverschiebung – ist auch bei den immobilienfinanzierenden Banken festzustellen. Russische Institute sind bereits seit längerem auch in den Regionalstädten aktiv und bieten ihre Dienstleistungen an. Ausländische Finanzierer ziehen inzwischen vermehrt nach und folgen ihren Kunden in die Regionen.

Kreditkonditionen: Die Verbesserung des Länderratings der Russischen Föderation sowie die steigende Konkurrenz werden dazu führen, dass sich die Konditionen für Hypothekenkredite nach und nach an das westliche Niveau anpassen. Das verbesserte Rating erlaubt auch den größeren russischen Instituten eine verbesserte Refinanzierung, so dass diesen zunehmend ermöglicht werden wird, mit ausländischen Banken zu konkurrieren. Experten gehen daher davon aus, dass trotz des Nachfrageüberhangs nach Flächen und des Anlagedrucks der Investoren die Finanzierungskosten weiter sinken werden.

Da der Preis Ausdruck des Risikos ist, ist die Schlussfolgerung aus dieser Entwicklung, dass das Risiko – und damit auch die Ertragschancen – sinken.³⁰⁾ Insgesamt ist auf den internationalen Immobilienmärkten ein Sinken der Renditen im Zeitablauf zu beobachten.

Dieses Phänomen trifft besonders auf die Märkte in Südost- und Osteuropa zu (die Entwicklung in Russland und Rumänien, ähnliches ist auch in der Ukraine zu erwarten).

Veränderte Finanzierungsstrukturen: In vielen Märkten sehen Handelsketten keine Notwendigkeit mehr, selbst Eigentümer der von ihnen genutzten Immobilien zu sein. Dadurch eröffnen sich für

Immobilieninvestitionen weitere Möglichkeiten, Beispiele sind Sale-and-Lease-back-Transaktionen von Obi und Metro in Polen.³¹⁾ Ein vergleichbarer Trend zeichnet sich in Russland ab.

Rechtsrahmen: Mit fortschreitender Entwicklung des Immobiliensektors wird die Rechtssicherheit steigen. Dieser Trend, der den Erfordernissen des Marktes, also den Investoren und ihrer Finanzierer folgt, lässt sich generell aus den Erfahrungen der Reformländer ableiten. Auch in Russland wird kontinuierlich an der Verbesserung des Rechtsrahmens gearbeitet. Zuletzt sind zur Jahreswende 2004/2005 zahlreiche Änderungen im Immobilienrecht in Kraft getreten, die für die finanzierenden Banken zu Verbesserungen geführt haben.³²⁾

Inzwischen hat auch der „Rat für Kodifizierung und Vervollkommnung der Zivilrechtsgesetzgebung beim Präsidenten der Russischen Föderation“ umfangreiche Vorschläge zur weiteren Reform des Immobilienrechts vorgelegt.³³⁾ Nachdem im Jahre 2006 die Erarbeitung des vierten Teils des Zivilgesetzbuches über das geistige Eigentum im Vordergrund stand – dies ist eine Voraussetzung für den Beitritt zur WTO –, besteht die Aussicht, dass nunmehr den immobilienrechtlichen Fragen wieder verstärkte Aufmerksamkeit geschenkt wird.

Fußnoten

¹⁾ Eine Ausnahme bei der Privatisierung von Grundstücken ist die Stadt Moskau. Dort wird Boden nach wie vor lediglich für maximal 49 Jahre verpachtet.

²⁾ Föderales Gesetz „Über die Registrierung von Rechten an Immobilien und Rechtsgeschäften mit ihnen“ vom 21. Juli 1997.

³⁾ Föderales Gesetz „Über die Hypothek (das Immobilienpfand)“ vom 16. Juli 1998.

⁴⁾ Analyse von Lage und Qualität des Objekts, der Mieter und des Betreibers beziehungsweise Eigentümers.

⁵⁾ Lokale Investoren sind neben russischen Unternehmen auch kasachische, die in Russland sehr aktiv sind.

⁶⁾ Siehe Jahresbericht des Verbandes deutscher Hypothekenbanken 2005, S. 91.

⁷⁾ Die Einnahmen aus dem Rohstoffhandel haben auch zur Folge, dass die russische Wirtschaft heute weitgehend „dollarisiert“ ist.

⁸⁾ Zur Entwicklung in diesen Ländern: Leininger, M./Stöcker, O.: Immobilienfinanzierungen in Mittel- und Osteuropa: Ein Markt entwickelt sich, Die Bank 05/2003, S. 294 ff., passim.

⁹⁾ Der inzwischen erreichte Investmentgrade im Länderrating Russlands ermöglicht es ausländischen Banken, diese günstigen Konditionen auch für russische Projekte weiterzugeben.

¹⁰⁾ A. T. Kearney: Emerging Markets Priorities for Global Retailers – The 2006 Global Retail Development Index, 2006.

¹¹⁾ Weltweit drittattraktivster Markt ist nach dieser Studie die Ukraine.

¹¹⁾ Das Risiko besteht darin, dass langfristige Kredite mit kurzfristigen, schnell abziehbaren Einlagen refinanziert werden.

¹²⁾ Bislang ist es ausländischen Banken verboten, in Russland Niederlassungen zu eröffnen. Möglich ist lediglich die Eröffnung von Repräsentanzen oder von Tochterbanken. Soweit bekannt, ist es Russland gelungen, auch in den WTO-Beitrittsverhandlungen zu verhindern, dass die Eröffnung von Niederlassungen zugelassen werden muss.

¹³⁾ Vergleiche dazu: UNECE: Country Profiles on the Housing Sector – Russian Federation, New York – Genf 2004.

¹⁴⁾ www.gorodskoi.ru. Eigentümer dieser Bank ist die größte russische Versicherung Rosgosstrakh. Die Bank firmiert regelmäßig unter dem Namen „City Mortgage Bank“.

¹⁵⁾ www.deltacredit.ru. Diese Bank wurde ursprünglich von einem Fonds des US-Kongresses (TUSRIF) gegründet, gehört aber inzwischen zur Société-Générale-Gruppe.

¹⁶⁾ www.mia.ru. Eigentümerin dieser Bank ist die Stadt Moskau.

¹⁷⁾ www.ahml.ru. Dieses Institut – das über keine Banklizenz verfügt – gehört der föderalen Regierung. Aufgabe der mit einer Staatsgarantie ausgestatteten Einrichtung ist die Refinanzierung regionaler Hypothekenagenturen. Sie orientiert sich am Vorbild der amerikanischen Fannie Mae.

¹⁸⁾ www.raiffeisen.ru.

¹⁹⁾ Lassen, Tim: Wiedereinführung Pfandbrief-ähnlicher Wertpapiere in Russland; Immobilien & Finanzierung 2004, Seite 120–124.

²⁰⁾ So die Vneshtorgbank über eine luxemburgische Zweckgesellschaft, siehe Moody's Investors Service: Russian Mortgage Backed Securities 2006–1 S. A., 8. Juni 2006 und FitchRatings – Structured Finance Presale Report: Russian Mortgage backed Securities 2006–1 S. A., 8. Juni 2006. Siehe dazu insgesamt: DZ Bank: Securitisation in Russland, Special 21. April 2006.

²¹⁾ Das russische Recht sieht in diesem Fall – wie das deutsche – lediglich die Verwertung der Geschäftsanteile durch Verkauf vor.

²²⁾ Bei grenzüberschreitenden Finanzierungen ist auch bei einer rein russischen Struktur nach dem Prinzip der freien Rechtswahl (Parteiautonomie) grundsätzlich englisches Recht für den Kreditvertrag vereinbar. Siehe zu diesem Prinzip im russischen Recht: Boguslavskij, Mark M.: *Meždunarodnoje častnoje pravo*, Moskau 2005, Seite 267–272.

²³⁾ Die „Loan Market Association“ (www.loan-market-assoc.com) wurde im Dezember 1998 von ursprünglich sieben Mitgliedern gegründet. Heute hat die LMA über 250 Mitglieder aus dem gesamten Finanzmarkt (Banken, Anwaltskanzleien, System- und Informationsanbieter sowie andere Marktteilnehmer). Ziel der LMA ist die Förderung eines Sekundär- und Syndizierungsmarktes für Darlehen und Kredite in Europa. Voraussetzung dafür ist eine größere Effizienz und Liquidität des Primärmarktes durch eine vereinheitlichte Dokumentation und die Einführung von weithin akzeptierten Marktstandards. Im Ergebnis wurde der auf dem Common Law aufbauende „LMA-Standard“ für den Kreditvertrag und englischrechtliche Sicherheiten entwickelt. Allgemein zum englischen Kreditvertragsrecht, auch im grenzüberschreitenden Geschäft: Harris, Anthony: *Loan Contracts*, passim; in: Verband deutscher Pfandbriefbanken: *Rechtsfragen der Immobilienfinanzierung in England und Wales*, Berlin 2006, Seiten 67–82 (Band 25 der Schriftenreihe des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken).

²⁴⁾ Bei der Risikounterbeteiligung erwirbt der Konsortie lediglich einen Forderung gegen die konsortialführende Bank, die auch den Kredit vergeben hat. Es erfolgt keine auch nur teilweise Abtretung der Forderung, zudem hat der Konsortie keinen Zugriff

auf die Hypothek oder andere Sicherheiten.

²⁵⁾ Bei der Einbringung einer Immobilie als Sacheinlage von einer russischen Gesellschaft in eine andere Gesellschaft kann dies oft zum Buchwert geschehen, bei der Einbringung in eine ausländische Gesellschaft ist die Differenz zwischen Buch- und Marktwert zu versteuern.

²⁶⁾ So kann zum Beispiel das Risiko gemindert werden, dass ein russisches Gericht die angelsächsischen Rechtsinstitute nicht oder nicht richtig anwendet.

²⁷⁾ Eine effiziente nachträgliche Syndizierung – und dies ist das Hauptinteresse, da wohl nur in wenigen Fällen ein Konsortium bereits im Moment der Kreditauszahlung besteht und über die ganze Laufzeit unverändert bleibt – ist allerdings nur in wenigen europäischen Ländern möglich. Genannt seien hier Deutschland und die Schweiz mit ihren nicht-akzessorischen Grundpfandrechten Grundschuld und Schuldbrief. Die Probleme in Russland sind also nichts Spezifisches, sondern in vielen Rechtsordnungen anzutreffen. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken untersucht diese Frage seit vielen Jahren in seinen Auslandsgremien. Siehe Stöcker, Otmar M.: *Flexibilität der Grundpfandrechte in Europa – Band I*, Berlin 2006, Seite 15 f. (Band 23 der Schriftenreihe des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken).

²⁸⁾ Für das hohe Niveau in Rechtssetzung und -anwendung in Polen und Ungarn sind vor allem die spezialisierten Interessenvertretungen verantwortlich. In Polen ist dies die Stiftung für den Hypothekarkredit (www.ehipoteka.pl), in Ungarn der Verband ungarischer Hypothekenbanken (www.mortgagebanks.hu). Diese Institutionen werden seit Jahren vom Verband deutscher Pfandbriefbanken (ehemals Verband deutscher Hypothekenbanken, www.pfandbrief.de) unterstützt, wodurch ein Wissenstransfer stattfindet, der sich zum Vorteil sowohl der lokalen wie der ausländischen Banken auswirkt.

²⁹⁾ Zur Bedeutung flexibler Grundpfandrechte für moderne Immobilienfinanzierungssysteme und grenzüberschreitende Immobilienfinanzierungen: Stöcker, Otmar M.: *Flexibilität der Grundpfandrechte in Europa – Band I*, Berlin 2006, Seite 11–23 (Schriftenreihe des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken, Band 23).

³⁰⁾ Dies ist auch daran erkennbar, dass nach den opportunistischen Investoren, die sich durch große Risikobereitschaft auszeichnen, nunmehr die eher risikoavers orientierten Langfristinvestoren den russischen Markt betreten.

³¹⁾ Zu den Anforderungen solcher Portfoliofinanzierungen an das Hypothekenrecht: Stöcker, Otmar M.: *Die grundpfandrechtliche Sicherung grenzüberschreitender Immobilienfinanzierungen – Die Eurohypothek – ein Sicherungsinstrument mit Realisierungschancen –*, WM 2006, Seite 1941 ff. (1944).

³²⁾ Siehe Verband deutscher Hypothekenbanken, *Jahresbericht 2005*, Seite 91–93, Berlin 2005.

³³⁾ Der Rat hat die Aufgabe, dem Präsidenten Vorschläge für die staatliche Politik im Bereich der Zivilrechtsgesetzgebung zu unterbreiten. Auf Vorschlag des Forschungsinstituts für Privatrecht (www.privlaw.ru) berief der Kodifizierungsrat eine Arbeitsgruppe mit Experten des Obersten Gerichts, des Höchsten Arbitragegerichts, der Registrierungsorgane, des Notariats und der Wissenschaft zur Erarbeitung „komplexer Lösungen, gerichtet auf die Beseitigung von Widersprüchen in verschiedenen Gesetzgebungsakten über Immobilien und zur Vervollkommnung der rechtlichen Regulierungen des Immobilienverkehrs“ ein. Die Vorschläge des Kodifizierungsrates wurden inzwischen veröffentlicht (Vitřanskij, Vasilij V./Kozyr', Oksana M./Makovskaja, Aleksandra A.: *Konceptija razvitiija graždanskogo zakonodatel'stva o nedvizimom imuščestve*, Moskau 2004).