

# Aktuelle Trends bei der Verbriefung von Immobilienkrediten

Peter Rieck

**Nicht nur Zahl und Volumen der Verbriefungen steigen, auch deren Strukturen differenzieren sich, stellt der Autor fest. Dabei würden hiesige Banken inzwischen True Sales bevorzugen, weil sich damit Eigenkapital freisetzen lässt. Um die nicht unerheblichen Transaktionskosten zu senken, muss allerdings standardisiert werden. Für den Kunden soll der Kredit dadurch zinsgünstiger sein – vorausgesetzt er akzeptiert die geringere Flexibilität und die höheren Berichtsanforderungen. Zu bedenken ist außerdem, dass sich die Qualität der Kundenbeziehung ändert, sobald die Bank nicht mehr am Risiko teilhat. (Red.)**

Die Verbriefung von Immobilienkrediten bildet in einer Reihe von Ländern – vor allem in den USA und Großbritannien – bereits seit Jahren ein bedeutendes Segment des Kapitalmarktes. Wesentlicher Motor dieser Entwicklung war das Zusammenwachsen von Immobilien- und Kapitalmarkt. Im Vergleich dazu galt Deutschland lange Zeit als relativ wenig entwickelt.

Wenngleich hierzulande bereits 1995 eine erste Kreditverbriefung realisiert worden war, dauerte es noch bis zum Jahr 2000, ehe sich ein nennenswerter Verbriefungsmarkt herausgebildet hatte. Dieser erlebt seit 2005 – nach einer vorübergehenden Phase geringer Verbriefungsaktivitäten in den Jahren 2003 und 2004 – einen deutlichen Aufschwung.

Summierten sich die Kreditverbriefungen in Deutschland 2005 immerhin schon auf 35 Milliarden Euro, so entsprach dies noch immer einem vergleichsweise niedrigen Anteil am damaligen gesamteuropäischen Verbriefungsvolumen von rund 410 Milliarden Euro. In der Folge nahmen die Verbriefungsaktivitäten jedoch auch in Deutschland stark zu. 2006 wurde mit 66,7 Milliarden Euro bereits fast das Doppelte des Vorjahreswertes erreicht.

## Reifender Markt

Dabei ist eine zunehmende Differenzierung zu beobachten, die letztlich ein Indiz für das Herausbilden eines reiferen Marktes ist. Einerseits stammte beinahe die Hälfte des 2006 erreichten Verbriefungsvolumens aus acht sogenannten „Jumbo-Transaktionen“ mit sehr großen Volumina. Andererseits lag die Zahl der insgesamt durchgeführten

Transaktionen 2006 mit 54 gegenüber den 26 des Vorjahres mehr als doppelt so hoch. Dies ist darauf zurückzuführen, dass gleichzeitig mehr kleinere Abschlüsse als in den vorangegangenen Jahren zustande kamen. Auch die Zahl der Originatoren von Verbriefungstransaktionen nahm in den vergangenen Jahren immer weiter zu.

Bemerkenswert ist zudem, dass sich die Volumina der Verbriefungen generell in allen Assetklassen (CMBS, ABS, RMBS und CDO) erhöhten. Gemeinsam ist all diesen Transaktionen, dass ein Pool gleichartiger Kredite – beispielsweise Hypothekendarlehen oder Unternehmenskredite – in handelbare Wertpapiere umgewandelt und somit „verbrieft“ wird. Der Originator der Transaktion, häufig ein Kreditinstitut, verkauft dabei bestimmte Teile seines Forderungsbestandes an eine Zweckgesellschaft (SPV – Special Purpose Vehicle), die den Forderungserwerb durch Emission von Wertpapieren über den Kapitalmarkt finanziert.

Besonders dynamisch entwickelte sich das Segment der CMBS-Transaktionen, die 2006 mit 24,2 Milliarden Euro einen Anteil von 36 Prozent am gesamten Verbriefungsvolumen in Deutschland erreichten. An zweiter Stelle folgten ABS-Transaktionen (22 Milliarden Euro beziehungsweise 33 Prozent) vor RMBS-Transaktionen (11,4 Milliarden Euro re-

spektive 17 Prozent) und CDO-Transaktionen (9,1 Milliarden Euro entsprechen 14 Prozent).

Die vielfältigen Motive, die aus Sicht von Banken und ihren Kunden für Verbriefungen sprechen, werden besonders deutlich, wenn man unterschiedliche Transaktionsarten vergleichend betrachtet. Im Bereich der Immobilienfinanzierung sind hier vor allem Mortgage Backed Securities (MBS), Real Estate Securitisation sowie Conduit-Finanzierungen zu nennen.

## Spezielle Instrumente

Unter MBS werden im weitesten Sinne alle Verbriefungen verstanden, die durch Immobilien besichert sind. Je nachdem, ob es sich um Gewerbe- oder Wohnimmobilien handelt, wird zwischen Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) und Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) differenziert. Bei MBS-Transaktionen ist die Verbriefung der Darlehen nicht zwangsläufig schon zum Zeitpunkt der Ausreichung an die Kreditnehmer beabsichtigt. Vielmehr ist die Verbriefung in der Regel dadurch motiviert, dass Kreditinstitute eine Optimierung der Bilanzstruktur und die Entlastung ihres Eigenkapitals anstreben, um sich weitere Handlungsspielräume im Kredit-Neugeschäft zu erschließen. Möglich sind sowohl synthetische als auch True-Sale-Verbriefungen.

- Synthetische Verbriefungen sind vor allem in den kontinentaleuropäischen Ländern üblich und zeichnen sich dadurch aus, dass die zu verbriefenden Darlehen weiterhin in der Bankbilanz gehalten werden. Gegen Zahlung einer entsprechenden Prämie übernehmen die Investoren die Absicherung der Bank gegen die bestehenden Kreditausfallrisiken. Für den Kreditnehmer ist diese Form der Verbriefung mit keinerlei Veränderungen verbunden.

- Bei den sogenannten True-Sale-Transaktionen werden die zu verbriefenden Kredite in der Regel komplett an diejenige Gesellschaft veräußert, die die ABS-Anleihen am Kapitalmarkt emittiert. Da diese Gesellschaft zugleich an Stelle des ursprünglichen Darlehensgebers in die Vertragsbeziehung mit dem Kreditnehmer eintritt, setzt eine solche Transaktion die vorherige vertragliche Abstimmung mit dem Kreditnehmer voraus.

- Als besondere Form der MBS-Verbriefung gibt es die Real Estate Securitisation

## Der Autor

**Peter Rieck** ist stellvertretender Vorsitzender des Vorstands der HSH Nordbank AG, Hamburg/Kiel.

on. Hier geht zum einen die Initiative in der Regel nicht von einer finanzierenden Bank, sondern vom Eigentümer der betreffenden Objekte aus, der auf diesem Weg Zugang zu einer günstigeren Refinanzierung erhält. Zum anderen ist eine Real Estate Securitisation eine Transaktion exklusiv für einen Kunden, während bei normalen MBS mehrere Kredite verschiedener Kunden verbrieft werden.

● Eine weitere wichtige Form der Verbriefung im Bereich der Immobilienfinanzierung neben MBS und Real Estate Securitisation sind Conduit-Transaktionen. Hierbei werden Kredite auf der Basis von bereits vornherein definierten Auswahlkriterien und Covenants angekauft und typischerweise nur für kurze Zeit auf der Bankbilanz oder „off balance“ geparkt, um sie danach kurzfristig verbrieft zu können. Damit sind zugleich die Rahmenbedingungen für das Zielportfolio (Conduit) definiert. Die Konditionen, zu denen die Bank die einzelnen Kredite an Kreditnehmer vergibt, werden aus den erwarteten Platzierungsmöglichkeiten der ABS-Anleihen am Kapitalmarkt sowie den weiteren Kostenkomponenten abgeleitet.

### Effiziente Conduit-Konstruktionen

Für lange Zeit war die bei den MBS-Transaktionen bereits angesprochene Verbriefung ex post – das Zusammenstellen von Krediten aus dem Kreditportfolio der Bank nach dem Zufallsprinzip und deren Auslagerung an eine Zwischengesellschaft mit dem Ziel der Verbriefung – die vorherrschende Verfahrensweise. Inzwischen gewinnen Conduit-Transaktionen jedoch immer stärker an Bedeutung.

Für die Kreditnehmer sind sie vor allem wegen der im Vergleich zu herkömmlichen Darlehensfinanzierungen günstigeren Konditionen attraktiv, denen allerdings auch wesentlich strengere Auflagen gegenüberstehen, die in den sogenannten Covenants festgelegt sind. Kommt es zu Problemen oder Leistungsstörungen, besteht hier nur ein sehr geringer Spielraum für Verhandlungen mit der Bank; stattdessen kommen bei Verletzung der Covenants automatisch die vorab vertraglich festgeschriebenen Sanktionen zum Tragen.

Aus Sicht der Banken spricht vor allem die höhere Effizienz des gesamten Verbriefungsprozesses dafür, an Stelle von klassischen MBS zunehmend Conduit-Konstruktionen einzusetzen. Da die Kon-

ditionierung der Kredite und damit die Eckdaten der späteren ABS-Papiere bei Conduit-Transaktionen bereits von Anfang an feststehen, ergeben sich Zeit- und Kostenvorteile, insbesondere wenn Conduit-Verbriefungen regelmäßig und in größeren Volumina erfolgen sollen. Der Umstand, dass die Kredite nochmals durch die Rating-Agenturen bewertet werden, ist auch einer der wesentlichen Gründe dafür, dass ABS-Papiere von internationalen institutionellen Investoren besonders stark nachgefragt werden und dem Markt aus diesen Quellen eine erhebliche Liquidität zufließt.

### Verbriefung nachrangiger Tranchen

Auch nachrangige Tranchen werden zunehmend vor allem in den angelsächsischen Märkten gehandelt oder verbrieft. In den USA hat sich zum Beispiel in den letzten fünf Jahren mit den sogenannten Commercial Real Estate Collateralized Debt Obligations (CRE CDO) eine spezielle Verbriefungsklasse sehr dynamisch entwickelt. In ihnen können sowohl nachrangige Tranchen wie Mezzanine oder Junior Loans als auch Preferred Equity oder CMBS-Bonds verbrieft werden. Die Zeichner der Papiere sind in der Regel institutionelle Investoren.

In Europa sind im letzten Jahr erste CRE-CDO-Papiere erfolgreich am Markt platziert worden. In diesem Segment ist ein sehr dynamisches Wachstum zu erwarten. Diese Entwicklung eröffnet den Banken neue Möglichkeiten im Segment nachrangiger Immobilienfinanzierungen. Mit der Weiterplatzierung wird das dabei gebundene ökonomische Eigenkapital wieder freigesetzt und kann für weiteres Neugeschäft eingesetzt werden.

Der Hintergrund dieser Entwicklung liegt auf der Hand: Aus lokal orientierten Investoren sind heute vielfach global agierende Unternehmen geworden, die enorme Volumina an Immobilien verwalten. Die Bedürfnisse an eine moderne Finanzierung haben sich mit den sich wandelnden Immobilien-Investmentmärkten geändert. Um die Renditeerwartungen ihrer Anleger zu optimieren, suchen die Verwalter weltweit nach höheren Fremdkapitalquoten, als dies früher der Fall war.

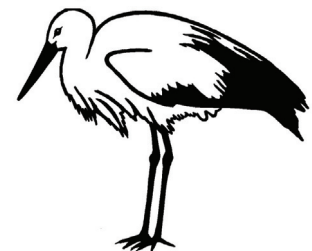
Die finanzierenden Banken müssen sich auf diese Bedürfnisse einstellen. Dies macht den Einsatz von nachrangig besicherten Junior- oder Mezzanine-Tranchen erforderlich, welche die Banken nur in wenigen Fällen wirklich auf der Bilanz

halten werden. Der Hauptgrund ist weniger das strukturell höhere Risiko der nachrangigen Tranchen, sondern vielmehr deren Behandlung nach Basel II. Danach ist eine deutlich höhere Unterlegung erforderlich, sodass sehr viel ökonomisches Kapital in diesen Tranchen gebunden wird.

Die HSH Nordbank stellt sich dieser Anforderung, indem sie einen europäischen Mezzanine Fonds auflegt und so ihre Angebotspalette für professionelle Immobilieninvestoren um eine weitere Finanzierungskomponente erweitert. Dieser Mezzanine Fonds wird später in eine CRE CDO überführt und am Kapitalmarkt platziert. Insbesondere wird damit das Bedürfnis von Investoren nach komplexen strukturierten Finanzierungen berücksichtigt, beispielsweise im Zusammenhang mit großvolumigen Einzel- und Portfoliotransaktionen, die auch künftig zu einem relativ hohen Teil fremdfinanziert werden dürften.

Die starke Nachfrage nach Verbriefungsprodukten wird von Bankenseite gern bedient, da Verbriefungen von Krediten – wie bereits dargestellt – einerseits den eigenen Spielraum im Finanzierungsgeschäft erweitern, andererseits aber der Bank eine Positionierung als Intermediär zwischen Anlegern und Schuldern ermöglichen. Es ist davon auszugehen, dass der Verbriefungsmarkt in Deutschland sich in den kommenden Jahren weiter ausdifferenzieren wird und dass die Transaktionsvolumina zunehmen. ■

*Eine Zukunft  
für den  
Weißstorch!*



Living Lakes schützt seinen Lebensraum.

**Helfen Sie! Fordern Sie unsere Informationen an.**



Global Nature Fund  
Fritz-Reichle-Ring 4  
78315 Radolfzell  
Tel.: 07732 9995-0  
info@globalnature.org