

Messeausgabe 2009

Fünf Thesen zur Zukunft der Immobilie und ihrer Finanzierer

Frank Pörschke

In das mediale Wehklagen zur Zukunft der Immobilie und ihrer Finanzierer will der Autor nicht einstimmen, sondern nach vorne blicken. Fünf Thesen formuliert er: Erstens – ein späterer Krisenausbruch wäre verheerender gewesen. Zweitens – Immobilienrisiken werden jetzt richtig bepreist. Drittens – Spezialbanken sind die Immobilienfinanzierer der Zukunft. Viertens – die Immobilie bewährt sich als wertstabilisierende Asset-Klasse. Und fünftens – nur sinnvolle (Re-) Finanzierungsformen überleben. Nicht allen wird im Markt ungeteilt zugestimmt. Ein Richtungsweiser sind die Thesen dennoch. (Red.)

Der Immobilienmarkt – ein Fass ohne Boden: „Die Immobilienfinanzierer – nicht zukunftsfähig“. „Pfandbriefe – Massenabstufungen vor der Tür“. „Der Verbriefungsmarkt – lauter Giftmüll, für den verzweifelt ein Endlager gesucht wird“. Ein Blick in die Wirtschafts- und Finanzpresse dieser Tage genügt, um einen Eindruck zu gewinnen, welche schwere Aufbauarbeit vor den Akteuren an den Immobilienmärkten und ihren Finanzierern liegt. Das Vertrauen ist größtenteils aufgebraucht und mit ihm sind die Investoren verschwunden. Die Medien üben sich in Endzeitstimmung und scheren alles, wo Immobilie drauf steht, über einen Kamm.

Doch wer nach dem ersten Eindruck vorschnell „no future!“ rufen will, sollte stattdessen besser einen zweiten, differenzierteren Blick wagen. Dann wächst die Überzeugung, dass sich einige Immobilienmärkte ihrer Bodenbildung nähern, einige Immobilienfinanzierer sogar gestärkt aus der Krise hervorgehen werden, der Pfandbrief weiter an Bedeutung gewinnen wird – und dass selbst strukturierte Kapitalmarktprodukte, wenn richtig konstruiert, mittelfristig in der Exit-Strategie der Banken wieder eine relevante Rolle spielen werden.

Fünf zentrale Thesen über die Immobilie und ihre Finanzierung sollen illustrieren, dass die Zukunft alles andere als düster aussieht, wenn nur aus den Marktturnbulenzen der zurückliegenden Monate und Jahre die richtigen Lehren gezogen werden. Es wächst allgemein die Einsicht, dass ein „weiter so“ nach vorübergehendem Kopfducken nicht die angemessene Strategie ist. Zentrale Anbieter, darunter auch die Eurohypo, haben ihre

Geschäftsmodelle überdacht und neu ausgerichtet.

These 1

Hätte die Finanz- und Wirtschaftskrise später eingesetzt, wären die Folgen der äußerst schmerzhaften Korrektur noch schlimmer ausgefallen.

Dies ist eine These, mit der man sich derzeit sicher wenig Freunde macht – denn es ist schwer, einer Situation, die durch anziehende Renditen, nachgebende Marktwerte und hohe Unsicherheit auf den Vermietungsmärkten geprägt ist, irgendetwas Gutes abzugewinnen. In der Tat hat die Finanz- und Wirtschaftskrise die Immobilienmärkte im Vergleich zum Kapitalmarkt mit zeitlicher Verzögerung und dafür umso härter getroffen. Entsprechend werden bis ins Jahr 2010 hinein die negativen Vorzeichen überwiegen: steigende Leerstände und fallende Mieten bei Gewerbeimmobilien und ein weiterhin verhaltenes Investitionsvolumen.

In fast allen regionalen Märkten setzen Konjunktur und Arbeitsmarkt einer möglichen Erholung enge Grenzen. Allerdings befinden sich einige Märkte, in denen die Korrektur besonders deutlich ausfiel – wie etwa London, Tokio oder Madrid – bereits wieder in einer Phase der Boden-

Der Autor

Dr. Frank Pörschke ist Sprecher des Vorstands der Eurohypo AG, Eschborn.

bildung, und eigenkapitalstarke, langfristig orientierte Investoren sondieren die zuvor geprägten Märkte wieder auf Investmentgelegenheiten hin. Für diese Investoren haben sich die Rahmenbedingungen durch die Krise ohne Frage verbessert, denn die spekulativ orientierten Finanzinvestoren sind in Ermangelung günstiger Fremdfinanzierung weitgehend vom Markt verschwunden.

Auf absehbare Zeit werden sich die Immobilienmärkte daher stark an Fundamentaldaten orientieren und, anders als vor wenigen Jahren, nicht durch Übertreibungen geprägt sein. Besondere Chancen werden langfristig vermietete Objekte mit starker Substanz haben, die stabile Erträge bei vergleichsweise geringem Risiko versprechen.

These 2

Die Zeiten, in denen Immobilienrisiken nicht angemessen bepreist wurden, sind vorbei.

Die Fehlentwicklungen der zurückliegenden Jahre sind schnell zusammengefasst: Die hohe, durch Ratingagenturen beförderte Akzeptanz von Verbriefungs- und synthetischen Produkten hat die Finanzinstitute glauben lassen, ihre Risiken auf unzählige Investorenschultern verteilen zu können. Folge war ein strukturelles Überangebot an Finanzierung, das in einen ungesunden Wettbewerb um Kreditassets mündete. Risikofaktoren blieben dabei vielfach außer Acht, da nach dem amerikanisch geprägten Grundsatz „originate to distribute“ ohnehin nur ein Bruchteil im eigenen Buch landete.

Vergegenwärtigt man sich, dass meist 100 oder mehr Immobilienkredite in Mortgage Backed Securities gebündelt und nach Ratingklassen tranchiert wurden, diese MBS wiederum zu hunderten in Collateralized Mortgage (CMO) oder Debt Obligations (CDO) landeten, die ihrerseits mitunter in großer Zahl zu einem CDO2 kombiniert wurden, dann erschrickt man vor dem großen Rad, das gedreht wurde, erkennt die Unmöglichkeit, die verschachtelten Strukturen mit Millionen von Einzelkrediten noch angemessen zu bewerten und bekommt eine Ahnung von den Aufräumarbeiten, die noch vor uns liegen.

Die gute Nachricht ist, dass solche Strukturen in der Immobilienfinanzierung nicht mehr zum Einsatz kommen werden

und – mehr noch – auch der Ansatz, die Bankbücher von Risiken freizuhalten, vollständig gescheitert ist. Die Vergabe von Immobiliendarlehen erfordert die Unterlegung mit Eigenkapital, mit der logischen Folge, dass Banken eine grundlegende Neubewertung der Risiken vollzogen haben und Darlehen signifikant teurer wurden. Hinzu kommt: Der Ausbau des Geschäfts ist wesentlich stärker als früher durch das Eigenkapital limitiert; dies wird ebenfalls den Wildwuchs der Märkte vorerst sehr wirksam unterbinden.

These 3

Die Zukunft der Immobilienfinanzierung gehört den Spezialbanken.

Der von liquiden Verbriefungsmärkten abhängige Ansatz der Investmentbanken ist gescheitert. Für breit aufgestellte Universalbanken ist die Immobilienfinanzierung ein mögliches Geschäftsfeld unter vielen; für sie wird es sich in aller Regel nicht lohnen, eigene Kompetenzteams zu etablieren. So bleiben die Spezialisten mit ihrem starken und auf Dauer

angelegten Engagement in der Immobilienbranche. Sie versorgen den überaus wichtigen volkswirtschaftlichen Sektor mit seinem Lebenselixier: Liquidität.

Immobilienfinanzierer haben sich über Jahrzehnte eine besondere Expertise darin erworben, Immobilienprojekte, die damit verbundenen Chancen und Risiken sowie die daraus zu generierenden Cash-Flows zu bewerten. Sie können auf ihre tiefe Kenntnis der sehr unterschiedlichen regionalen Immobilienmärkte und partnerschaftliche Beziehungen zu den wesentlichen Akteuren bauen: Projektentwicklern, Bestandshaltern, Händlern, Investoren. Nur deshalb sind sie in der Lage, ins Risiko zu gehen und ebenso maßgeschneiderte wie flexible Finanzierungen anzubieten. Dieses Relationship Banking war immer das Kerngeschäft der Immobilienfinanzierer, und das wird es bleiben.

Selbst unter den derzeit widrigen Marktbedingungen halten die Immobilienfinanzierer diese lebenswichtige Funktion aufrecht. Wo die Risiken einer großvolumigen Finanzierung angesichts knappen Eigenkapitals und größerer Ausfallwahr-

scheinlichkeiten für einzelne Banken nicht zu verantworten sind, finden Konsortialfinanzierungen über Club-Deals statt. Und es bestehen berechnete Hoffnungen, dass der Syndizierungsmarkt ebenfalls langsam aus seiner Starre erwacht. Eine Kreditklemme, die den Immobiliensektor und damit die globale Volkswirtschaft gefährdet, darf und wird es nicht geben. Allerdings werden Kredite teurer und es ist auch mehr Eigenkapital aufzubringen, als es in den vergangenen Jahren üblich war.

These 4

Die Immobilie bleibt eine attraktive und wertstabilisierende Asset-Klasse.

Auch wenn der Markt derzeit durch Attentismus und Vorsicht geprägt ist, wird die Immobilie ihren Rang als begehrte und wertstabilisierende Asset-Klasse für Investoren behalten, und kapitalmarktorientierte Vehikel wie der REIT oder immobilienbesicherte Wertpapiere werden ihre Bedeutung zurückerlangen. Schließlich hat sich an der Grundkons-

tellation des Marktes trotz der Turbulenzen in den zurückliegenden zwei Jahren nichts Wesentliches geändert: Weiterhin ist das umfangreiche institutionelle Kapital in Pensionsfonds oder Versicherungen auf der Suche nach renditestarken und risikoarmen Anlageformen.

Hierzu zählt ohne Zweifel der Deutsche Pfandbrief, mit seinen hohen Qualitätsstandards und hervorragenden Ratings weiterhin die Benchmark für den liquiden Covered-Bond-Markt. Er zählte selbst in der Hochphase der Krise zu den Konstanten im Markt; im heißen Herbst 2008 wurden Pfandbriefe mit einem Volumen von annähernd zehn Milliarden Euro emittiert. Die Pfandbriefgesetznovelle im März dieses Jahres hat die hohe Qualität des Instruments unter anderem durch die Anforderung einer Liquiditätsreserve von 180 Tagen und verfeinerte Laufzeitstrukturen nochmals verbessert. Selbst im Wettbewerb mit staatsbesicherten Bankschuldverschreibungen ist der Pfandbrief erste Wahl für sicherheitsorientierte Investoren. Die starke systemische Unterstützung des Pfand-

briefs wird selbst nach einer stärkeren Einbeziehung von Emittentenrisiken zu exzellenten Bonitätsnoten führen.

Immobilienfinanzierer sind natürlich nicht die einzigen, aber besonders erfahrene Emittenten in diesem Markt und mit einer entsprechend großen Platzierungskraft ausgestattet. So emittierte die Euroyho im ersten Halbjahr 2009 drei Jumbo-Pfandbriefe im Gesamtvolumen von 4,5 Milliarden Euro. Die Orderbücher waren, wie bei den Emissionen anderer Häuser, schnell und problemlos zu füllen.

These 5

Von den kapitalmarktorientierten (Re-)Finanzierungsformen werden die sinnvollen überleben.

Auch wenn es derzeit nicht so scheinen mag: Mit der Erholung der Immobilienmärkte, wachsendem Finanzierungsbedarf und der Rückkehr größerer Deals werden Komplexität und Variantenreich-

tum in die Immobilienfinanzierung zurückkehren. Zu groß sind die Vorteile, die aus einer flexiblen Strukturierung großer Finanzierungsvorhaben und der angemessenen Handhabung der echten Verbriefung für Darlehensnehmer und -geber resultieren. Der CMBS-Markt in den USA hat sich bereits gegenüber dem Jahresende 2008 deutlich entspannt, abzulesen an reduzierten Risikoprämien.

Doch gilt es bereits jetzt, für die Zeit nach Abflauen der umfassenden staatlichen Interventionen neues Vertrauen aufzubauen. Hierzu sollte sich die Verbriefungsindustrie am Erfolgsprodukt Pfandbrief orientieren und sich selbst hohe, transparente und eindeutige Standards verordnen, die sich auch auf die erforderliche Überdeckung, auf Tilgungen und die Mindesthöhe von Anfangsraten erstrecken. Ausschlaggebend müssen stets die Substanz und der Cash-Flow des Objekts sein. Manche Wahrheiten sind eben schlicht: Wenn die Werthaltigkeit stimmt, dann lässt sich auch eine geeignete Finanzierung darauf bauen. ■