

MIPIM-Special

Pfandbrieffähigkeit als Vorteil in der Immobilienfinanzierung

Ralf Woitschig

Besser als viele andere Kapitalmarktinstrumente hat der Pfandbrief die Finanzmarktkrise überstanden. Die Spreads sind sogar auf ein Vorkrisenniveau zurückgekehrt, freut sich der Autor. Dadurch sei es den Pfandbriefbanken möglich, eher als so mancher Wettbewerber Neugeschäft zu schreiben. Allerdings müssen die Kreditqualitäten weitgehend den strengen Refinanzierungsvorgaben entsprechen. Doch obwohl heute wieder konservativer finanziert wird, müsse mitunter außerhalb des Deckungsstocks beliehen werden. Aber auch damit scheinen die Institute weniger Probleme zu haben als andere. (Red.)

Auch wenn die im Zuge der Finanzmarktkrise aufgetretenen Probleme an den Kapitalmärkten nicht spurlos am Pfandbrief vorbeigingen, ist unbestritten, dass der Pfandbrief durch diese Krise vergleichsweise gut durchgekommen ist. Rückblickend lässt sich sagen, dass der Pfandbrief als eines der letzten Kapitalmarktinstrumente von der Krise erfasst wurde und als eines der ersten zur Normalität zurückkehrte.

Relativ gut durch die Krise

Hilfreich war hierbei, dass die bekanntlich hohe systemische Unterstützung des Pfandbriefs im Zuge der Krisenverschärfung im Herbst 2009 von Seiten der Bundesregierung durch ein klares Bekenntnis zu einem jederzeit funktionsfähigen Pfandbriefmarkt öffentlich erneuert wurde. Daher konnten Pfandbriefe ihren Refinanzierungsvorteil gegenüber unbesicherten Bankanleihen erheblich ausbauen. Selbst gegenüber staatsgarantierten Bankanleihen waren Pfandbriefe nach einiger Zeit im Vorteil, rechnet man die von den Banken zu zahlende Garantiegeldgebühr mit hinzu.

Im Zuge der Verwerfungen an den Kapitalmärkten stieg folgerichtig nicht nur das Interesse deutscher Banken an einer Pfandbrief-Lizenz. Auch der in den USA zu Tage getretene Wunsch nach einem Covered-Bond-System, das das Risiko auf der Bankbilanz belässt, ist ein Votum für die Prinzipien des Pfandbriefs.

Auch wenn sich die Pfandbrief-Idee vom Grundsatz her recht einfach darstellt, ist es natürlich nicht so, dass eine Pfandbrief-Lizenz quasi aus dem Stand heraus

und zum Spar- oder gar zum Nulltarif zu bekommen wäre. Es müssen nicht unerhebliche organisatorische Voraussetzungen zum Führen einer jederzeit separierfähigen Deckungsmasse erfüllt werden. Ebenso müssen die für die Deckungsmasse vorgesehenen Darlehen deckungsfähig sein, das heißt, sie müssen den Anforderungen des Pfandbriefgesetzes und seiner zugehörigen Vorschriften wie zum Beispiel der Beleihungswertermittlungsverordnung entsprechen.

Deren Einhaltung ist die größte Herausforderung, wenn Immobiliendarlehenbestände von Nicht-Pfandbriefbanken entweder im Rahmen der Beantragung einer Pfandbrief-Lizenz oder im Zuge der Einbringung in ein Refinanzierungsregister in eine Pfandbrief-Deckungsmasse eingebracht werden sollen. Explizit erwähnt sei auch die erforderliche Einhaltung umfangreicher Vorschriften zur Risikosteuerung der Deckungsmassen entsprechend der Paragraphen 4 und 27 des PfandBG.

Beleihungswert als Fundament des Pfandbriefsystems

Dreh- und Angelpunkt für die Qualität des Pfandbriefs ist neben der Durchsetzbarkeit des Insolvenzvorrechtes der Pfandbriefgläubiger die nachhaltige Werthaltigkeit der Deckungswerte. Damit ein Hypothekendarlehen in die

Der Autor

Ralf Woitschig ist Mitglied des Vorstands der Eurohypo AG, Eschborn.

Pfandbriefdeckung genommen werden kann, müssen gemäß PfandBG §12 ff im Wesentlichen folgende Voraussetzungen erfüllt sein:

- Die Hypothek wird nur auf Basis der Regelungen der neuen Beleihungswertermittlungsverordnung in Deckung genommen.
- Hypotheken dürfen nur bis zur Höhe der ersten 60 Prozent des von einem unabhängigen Gutachter ermittelten Beleihungswertes refinanziert werden.
- Die belasteten Grundstücke müssen in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union, in einem Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, in der Schweiz, in den USA, in Kanada oder in Japan liegen.
- Der Gesamtbetrag von Beleihungen in Staaten außerhalb der EU, in denen das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger bei einer Immobilienverwertung nicht zweifelsfrei sicher gestellt ist, darf zehn Prozent der Beleihungen mit sicherem Vorrecht nicht überschreiten.
- Die auf dem beliehenen Grundstück stehenden Gebäude müssen ausreichend versichert sein.

Mehr als in dieser gerafften Darstellung merkt man beim Lesen der einschlägigen Paragraphen im Pfandbriefgesetz, dass der Ermittlung eines nachhaltigen Beleihungswertes die entscheidende Bedeutung zukommt. Immobilien sind in der Regel Unikate, weshalb die Meinungen bei der Ermittlung ihres Wertes im Gegensatz zu anderen Gütern sehr weit auseinandergehen können.

Weitgehende Unabhängigkeit des Pfandbriefs vom Emittenten

Grundsätzlich ist es eine Frage der Risikopolitik der einzelnen Banken und Sparkassen, wie der Marktwert einer Immobilie angesetzt und in welchem Ausmaß er beliehen wird. Erst wenn sich das Kreditinstitut einer Pfandbriefrefinanzierung bedienen möchte, macht es klare Vorgaben durch die Beleihungswertermittlungsverordnung.

Ziel ist, dass Pfandbriefe weitgehend unabhängig vom Emittenten hinsichtlich der ihnen zugrunde liegenden Sicherheiten gleichwertig sind. Erst dadurch entsteht ein homogener Pfandbriefmarkt in einer Größenordnung, die wiederum Refinanzierungsvorteile für

die Emittenten mit sich bringt. Davon profitieren wiederum auch pfandbriefdeckungsfähige Immobilienfinanzierungen.

Nur 51 Prozent der Marktwerte in Pfandbriefdeckung

Mit der Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV) ist für die Bewertung von Pfandbriefdeckungsdarlehen eine einheitliche und anerkannte Basis geschaffen worden. Sie stellt auf konservative Standards ab, lässt den Pfandbriefbanken aber auch Ertragschancen. Denn so wie zu hohe Beleihungswerte die Qualität der Pfandbriefe gefährden, würden zu niedrige Beleihungswerte das Potenzial an Geschäftsmöglichkeiten beschränken und damit im Extremfall das Geschäftsmodell der Pfandbriefbanken unmöglich machen. Ermittelt wird auf diese Weise ein nachhaltig erzielbarer Beleihungswert, von dem nur 60 Prozent zur Pfandbriefdeckung infrage kommen.

Bezogen auf den im Marktzyklus schwankenden, aber durchweg über dem Beleihungswert liegenden Marktwert einer Immobilie bedeutet dies nach Erhebungen des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken, dass in Deutschland liegende Immobilien mit durchschnittlich nur 51 Prozent ihres Marktwertes in die Pfandbriefdeckung gehen. Bei Auslandsimmobilien liegt der Wert sogar bei nur 42 Prozent ihres Marktwertes.

Selbst die Rating-Agentur Fitch bestätigte kürzlich, dass die Beleihungswertermittlung gemäß Pfandbriefgesetz und die Einhaltung der 60-Prozent-Grenze selbst bei schärferen Stress-Szenarien einen ausreichenden Schutz gegen Verluste bieten. Es ist natürlich nicht so, dass der Gesetzgeber den Pfandbriefbanken nur erschwerende Bedingungen für ihr Immobilienfinanzierungsgeschäft auferlegt.

Wer die Bedingungen der für sie geltenden Gesetze und Verordnungen erfüllt, kommt auch in den Genuss von Erleichterungen. Bei Darlehen, die als Deckungswerte infrage kommen, kann in Übereinstimmung mit dem Kreditwesengesetz der Kreditvergabeprozess und das Meldewesen schlanker und kostengünstiger gestaltet werden.

Die Risiken derartiger Darlehen kommen in den Genuss von Anrechnungserleichterungen im Rahmen der Eigenkapitalunterlegung. Diese Privilegierung

bei der Eigenkapitalanrechnung erlaubt bei gleicher Eigenkapitalausstattung im Vergleich zu nicht BelWertV-konformen Beleihungen die Finanzierung vergleichsweise größerer Abschnitte. Die Differenz zwischen bilanziellem Buchwert und Beleihungswert kann teilweise als Ergänzungskapital aus Neubewertungsreserven genutzt werden.

Insgesamt ergeben sich daraus gegenüber einer nicht an der Beleihungswertermittlungsverordnung orientierten Bewertung von Immobiliensicherheiten ertragswirksame Kostenvorteile.

Der Vorteil durch die Pfandbriefrefinanzierung

Der unbedingte Qualitätsanspruch in der Hypothekendarlehenpfandbriefdeckung wird an den Kapitalmärkten auf zweierlei Weise honoriert.

- Zum einen konnten selbst im Höhepunkt der Krise an den Finanzmärkten bei den Investoren jederzeit Pfandbriefe abgesetzt werden.
- Zum anderen stiegen die Aufschläge gegenüber dem als Referenzgröße geltenden Mid-Swap im Krisenverlauf erheblich schwächer. Während unbesicherte Bankanleihen phasenweise im Durchschnitt rund 250 Basispunkte über Mid-Swap lagen, beschränkte sich der Anstieg bei Pfandbriefen auf durchschnittlich 75 Basispunkte über Mid-Swap (siehe Abbildung 1).

Diese Entwicklung hat ihre Ursache in einer gestiegenen Sicherheitsorientierung der Anleger und einer damit einhergehenden Spreaddifferenzierung. Wenn es positive Folgen der Finanzmarktkrise gibt, dann gehört die in dieser Hinsicht beobachtbare neue Rationalität sicherlich dazu. Die Pfandbriefemittenten gehen davon aus, dass diese Spreaddifferenzierung auch nach Überwindung der Krise anhalten wird. So profitierten Pfandbriefe überproportional von der im April 2009 eingetretenen Wende bei der Spreadentwicklung, die sich am Pfandbrief-Markt nach der Ankündigung des Kaufprogramms der EZB Anfang Mai 2009 zu einem stabilen Trend entwickelte.

Heute liegen Pfandbriefe mit ihren Spreadaufschlägen in etwa wieder auf dem Niveau zum Zeitpunkt der Lehman-Insolvenz. Unbesicherte Bankanleihen und andere Covered Bonds sind von diesem Punkt noch einiges entfernt. Die



100% FM | Messe
Kongress
Karriere
Networking

www.fm-messe.de

In Kooperation mit:



Unterstützt von:

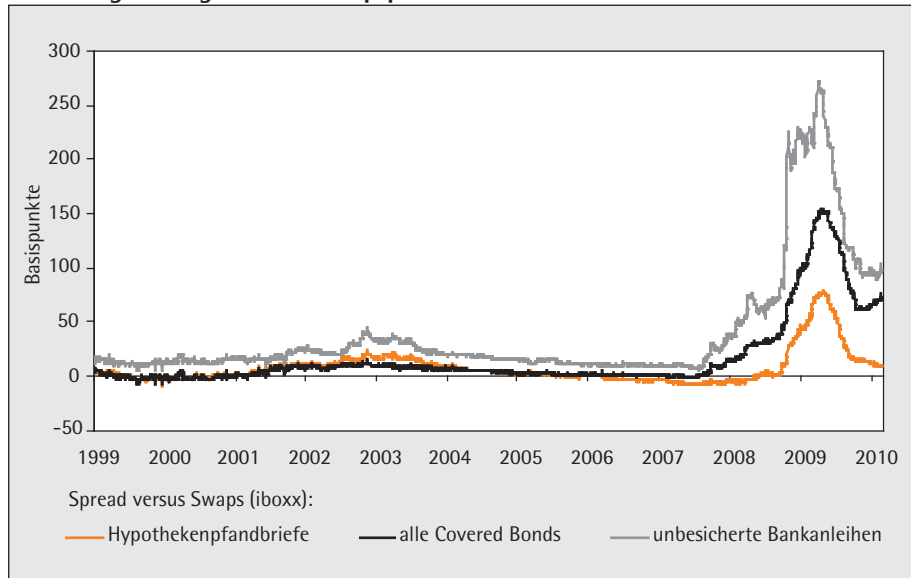


Medienkooperation:



Veranstalter:
Mesago Messe Frankfurt GmbH,
Tel. +49 711 61946-30,
fm@mesago.com, www.fm-messe.de

Abbildung 1: Vergleich der Swapsreads



Quelle: Covered Bond Research Commerzbank AG

Refinanzierung über den Pfandbrief bietet damit trotz der höheren Anforderungen an den Bankbetrieb einen Vorteil.

Lösungen für den unbesicherten Bereich

Wie das tagesaktuell über die Laufzeiten von ein bis 15 Jahren aussieht, zeigt die von Reuters in Zusammenarbeit mit dem Verband deutscher Pfandbriefbanken ermittelte vdp-Kurve für Hypothekendarlehen (siehe Abbildung 2).

Die vdp-Pfandbriefkurve (Hypothekendarlehen) bietet einen täglich aktualisierten

Überblick über die Refinanzierungsbedingungen der Pfandbriefbanken für deckungsfähige Immobilienkredite am Kapitalmarkt. Dadurch lässt sich die Höhe der individuell vereinbarten Kreditkonditionen besser nachvollziehen. Zudem eignet sich die vdp-Pfandbriefkurve auch als Referenzgröße für variabel verzinsliche Darlehen.

Mehr Eigenkapital gefragt

Auch wenn die Anforderungen an das Eigenkapital bei Immobilienfinanzierungen angesichts der allgemein gestiegenen Risikosensitivität der Banken höher geworden sind, bieten Pfand-

briefbanken ihren Kunden auch jenseits des pfandbriefdeckungs-fähigen Teils einer Immobilienfinanzierung Lösungen an.

Grundsätzlich gilt die Regel, je spekulativer ein Vorhaben ist, desto höher muss der Eigenkapitaleinsatz sein. Je nach Risikoeinschätzung kann sich der geforderte Eigenkapitaleinsatz auf durchaus 20 bis 30 Prozent und mehr belaufen. Im Umkehrschluss heißt dies, dass Fremdfinanzierungen um 70 Prozent derzeit darstellbar sind.

Es bleibt die Frage, wie die Lücke zwischen dem pfandbriefrefinanzierten Teil und dem Eigenkapital geschlossen wird. Wie der höhere Eigenkapitaleinsatz stellt insbesondere der Außerdeckungsteil einer Immobilienfinanzierung heute erheblich höhere Anforderungen an die Finanzierungstragfähigkeit einer Immobilieninvestition. Auch wenn unbesicherte Bankanleihen heute erheblich teurer sind, kommen diese ebenso als Refinanzierungsmittel in Betracht wie die Nutzung verbund- oder konzerninterner Refinanzierungsquellen.

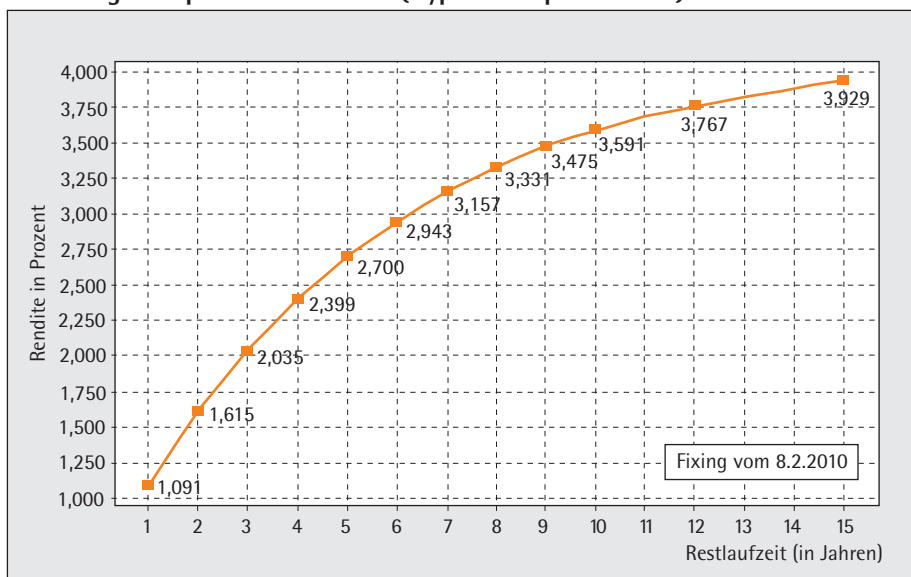
Rückkehr der Verbriefungen

Die Pfandbriefbanken und damit auch ihre Kunden profitieren in einem ganz erheblichen Maß von der nachhaltig gepflegten Qualität des Pfandbriefs. Die Krise macht zwar in Teilen eine Neuadjustierung ihrer Geschäftsmodelle notwendig. Der Anspruch, professionellen Immobilieninvestoren mit einer adäquaten Leistungspalette eine ebenso professionelle Finanzierungslösung zu bieten, bleibt davon jedoch unberührt.

Nicht zuletzt kann davon ausgegangen werden, dass Exit-Strategien über Syndizierungen oder Verbriefungen in Zukunft wieder an Bedeutung gewinnen werden. Auch die Bundesregierung hat ein Interesse daran, dass den derzeit wirkenden Eigenkapitalrestriktionen bei den Banken dadurch die Schärfe genommen wird.

Auch wenn die Welt der Immobilienfinanzierung nach der Krise nicht mehr so aussieht wie vor der Krise, stehen damit die Chancen gut, dass die Pfandbriefbanken aufbauend auf den Vorteilen der Pfandbriefrefinanzierung ihre Rolle als spezialisierte Immobilienfinanzierer auch in Zukunft ausbauen können.

Abbildung 2: vdp-Pfandbriefkurve (Hypothekendarlehen)



© Copyright 2005 Reuters AG; Quelle: http://www.hypverband.de/cms/_internet.nsf/index/de_812.htm