

Studie des iddiw – Institut der deutschen Immobilienwirtschaft e. V.
durchgeführt durch das EBS Real Estate Management Institute

**Management der Finanzmarktkrise –
eine immobilienwirtschaftliche Perspektive**

Durchführung der Studie durch das EBS Real Estate Management Institute

European  Business School
International University · Schloss Reichartshausen

REMI
REAL ESTATE MANAGEMENT INSTITUTE

Management der Finanzmarktkrise – eine immobilienwirtschaftliche Perspektive

Prof. Dr. Nico B. Rottke MRICS, European Business School
Dipl.-Kfm. Henrik Medla, European Business School

Unter Mitarbeit von:

Prof. Dr. Björn-Martin Kurzrock, TU Kaiserslautern
Dipl.-Kfm. Nicolai Striewe, European Business School
Dipl.-Kfm. Alexander Reichardt, European Business School
Dipl.-Kffr. Anna Stelte, European Business School

Im Auftrag des

iddiw
INSTITUT DER DEUTSCHEN
IMMOBILIENWIRTSCHAFT

iddiw Institut der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V.

im | immobilien
managerverLAG
entscheidend für entscheidende

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89984-223-4

© Immobilien Manager Verlag
IMV GmbH & Co. KG, Köln 2009
Ein Unternehmen der Gruppe Rudolf Müller

Alle Rechte vorbehalten

Umschlaggestaltung: corporate design cologne gmbh & co. kg., Köln
Satz: text grafik konzeption, Sylvia Wienpahl, Köln
Druck: Media-Print Informationstechnologie GmbH, Paderborn
Printed in Germany.

Das vorliegende Buch wurde auf umweltfreundlichem Papier aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff gedruckt.

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	I
Inhaltsverzeichnis	II
Abkürzungsverzeichnis	V
Kurzübersicht über die zentralen Handlungsfelder in 15 Appellen	1
Executive Summary – Übersicht über zentrale Studienergebnisse	3
1 Herleitung	15
1.1 Zielsetzung der Studie	16
1.2 Aufbau der Studie	17
1.3 Hergang der Finanzmarktkrise	19
1.4 Ungewisse Zukunft des Finanzsystems	35
1.5 Folgen der Finanzmarktkrise	36
2 Handlungsoptionen – Änderungsmaßnahmen	38
2.1 Regulatorische Änderungsmaßnahmen	38
2.2 Optimierung der Anreizstrukturen	58
2.3 Risikomanagement und Frühwarnsysteme	70
2.4 Immobilienfinanzierung und Refinanzierung der Zukunft	87
3 Auswirkungen auf die deutschen Immobilienmärkte	134
3.1 Deutsche Immobilienwirtschaft in der Doppelzange	134
3.2 Büroimmobilienmärkte	136
3.3 Wohnimmobilienmarkt	145
3.4 Markt für Einzelhandelsimmobilien	150
3.5 Markt für indirekte Immobilienanlagen	152
3.6 Auswirkungen auf die Realwirtschaft	154
3.7 Ausblick und Handlungsempfehlungen	158
Hintergrundgespräche	161
Literaturverzeichnis	162
Zitierte Literatur	162
Weiterführende Literatur	170

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	I
Inhaltsverzeichnis	II
Abkürzungsverzeichnis	V
Kurzübersicht über die zentralen Handlungsfelder in 15 Appellen	1
Executive Summary – Übersicht über zentrale Studienergebnisse	3
1 Herleitung	15
1.1 Zielsetzung der Studie	16
1.2 Aufbau der Studie	17
1.3 Hergang der Finanzmarktkrise	19
1.3.1 US-Markt für Eigenheimfinanzierungen	19
1.3.2 Preissteigerungen von US-Wohnimmobilien	20
1.3.3 Politik des günstigen Geldes	21
1.3.4 US-Wohnimmobilien als Scheinsicherheiten und Spekulationsobjekte	22
1.3.5 Vorgehen bei der Vergabe von Hypotheken	23
1.3.6 Deregulierung und Wohneigentum für „Jedermann“	25
1.3.7 Verbriefung und Kreditrisikotransfer	26
1.3.7.1 Überblick	26
1.3.7.2 Mangelhafte Anreizstrukturen und Informationsdefizite	27
1.3.7.3 Intransparenz und erhöhte Risikobereitschaft	28
1.3.8 Platzen der Preisblase auf dem US-Immobilienmarkt	29
1.3.9 Von der Subprime- zur Liquiditäts- und Finanzmarktkrise	31
1.3.10 Liquiditätskrise und Kreditklemme	31
1.3.11 Zusammenbruch der Lehman Brothers Bank und Vertrauenskrise	33
1.4 Ungewisse Zukunft des Finanzsystems	35
1.5 Folgen der Finanzmarktkrise	36
2 Handlungsoptionen – Änderungsmaßnahmen	38
2.1 Regulatorische Änderungsmaßnahmen	38
2.1.1 Ratingagenturen	38
2.1.1.1 Überblick	38
2.1.1.2 Rolle in der Finanzmarktkrise	39
2.1.1.3 Wertung diskutierter Kritikpunkte	40
2.1.1.4 Handlungsoptionen in der Übersicht	48
2.1.2 Staatliche Aufsicht	49
2.1.2.1 Bewertung der Deregulierung der Finanzmärkte aus heutiger Sicht	49
2.1.2.2 Erhöhte Regulierung und Staatskontrolle zum Schutz vor neuen Krisen?	51
2.1.2.3 Finanzmarktaufsicht	52
2.1.2.4 Bilanzierung von Finanzinstrumenten	57
2.2 Optimierung der Anreizstrukturen	58
2.2.1 Überblick	58
2.2.2 Bonussysteme	60
2.2.2.1 Systembeschreibung	60
2.2.2.2 Handlungsoptionen	62
2.2.3 Gebührenstrukturen	64
2.2.3.1 Systembeschreibung	64

2.2.3.2	Handlungsoptionen	65
2.2.4	Haftung	66
2.2.4.1	Systembeschreibung	66
2.2.4.2	Handlungsoptionen	67
2.2.5	Zusammenfassung	68
2.3	Risikomanagement und Frühwarnsysteme	70
2.3.1	Lehren aus der Krise für das Risikomanagement	70
2.3.1.1	Aufarbeitung der Fehler im Risikomanagement	70
2.3.1.2	Exogene Schocks und Multiplikatoreffekte	71
2.3.1.3	Sinnvolle Modifikation von Risikoinstrumenten	72
2.3.1.4	Begrenzte Messbarkeit von Risiken	73
2.3.1.5	Marktanomalien	73
2.3.1.6	Pervertierte Geschäftsmodelle	73
2.3.1.7	Probleme der Standardisierung und Simplifizierung	73
2.3.1.8	Verantwortung und Anerkennung von unkalkulierbarem Risiko	74
2.3.1.9	Zusammenfassung der Handlungsempfehlungen	74
2.3.2	Unternehmensinternes Risikomanagement	75
2.3.2.1	Regulation	75
2.3.2.2	Prozess des Risikomanagements	75
2.3.2.3	Formulierung der Risikostrategie	75
2.3.2.4	Risikoidentifikation	77
2.3.2.5	Risikoanalyse	77
2.3.2.6	Risikobewertung	78
2.3.2.7	Risikosteuerung und -kontrolle	79
2.3.2.8	Dokumentation und Berichterstattung	79
2.3.2.9	Unternehmerisches Eigeninteresse am Risikomanagement	79
2.3.2.10	Zusammenfassung der Handlungsempfehlungen	80
2.3.3	Frühwarnsysteme zur Krisenprävention	80
2.3.3.1	Ausgangslage	80
2.3.3.2	Vernetzung der Finanzmärkte	81
2.3.3.3	Früherkennung	81
2.3.3.4	Politische Stimmen	81
2.3.3.5	Befugnis und Ressourcen	82
2.3.3.6	Kommunikationsstrategie	83
2.3.3.7	Financial Sector Assessment Program (FSAP)	83
2.3.3.8	Transparenz des Frühwarnsystems	83
2.3.3.9	Zusammenfassung der Handlungsempfehlungen	86
2.4.	Immobilienfinanzierung und Refinanzierung der Zukunft	87
2.4.1.	Immobilienfinanzierung	87
2.4.1.1	Eigenheimfinanzierung	87
2.4.1.2	Finanzierung von Gewerbeimmobilien	90
2.4.1.2.1	Entwicklung der gewerblichen Immobilienfinanzierung in Deutschland	90
2.4.1.2.2	Status quo und Zukunft der Finanzierung von Gewerbeimmobilien in Deutschland	92
2.4.2	Refinanzierung	93
2.4.2.1	Entwicklung und Bedeutung des Verbriefungsmarktes	93
2.4.2.2	Kritische Betrachtung der Entwicklungen auf den Verbriefungsmärkten	97
2.4.2.2.1	Überblick	97
2.4.2.2.2	Tiefe der Tranchierung	98

2.4.2.2.3	Fehlende Risikobeteiligung originärer Kreditgeber	99
2.4.2.2.4	Komplexe Strukturen durch Mehrfachverbriefungen	103
2.4.2.2.5	Arbitrage-Conduits	107
2.4.2.2.6	Verbriefung diverser unterschiedlicher Basiswerte	110
2.4.2.2.7	Intransparenz auf den Verbriefungsmärkten	111
2.4.2.3	Aktueller Zustand der Verbriefungsmärkte	112
2.4.2.4	Agency-RMBS in den USA	113
2.4.2.5	EZB-Verbriefungen in Europa	114
2.4.2.6	Alternative Refinanzierung in Gegenwart und Zukunft	116
2.4.2.6.1	Pfandbrief als historische und gegenwärtige Refinanzierungsart	117
2.4.2.6.2	Refinanzierung mit staatsgarantierten Anleihen	120
2.4.2.6.3	Zukünftige Refinanzierung mit Pfandbriefen	122
2.4.3	Maßnahmen zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes	126
2.4.3.1	Überblick	126
2.4.3.2	Verbesserung der Anreizstrukturen bzw. Haftung der Emittenten	127
2.4.3.2.1	Einordnung	127
2.4.3.2.2	Offenlegungspflicht bezüglich Risikoselbstbehalt der Emittenten	128
2.4.3.2.3	Gesetzlich vorgeschriebener Mindestrisikoselbstbehalt der Emittenten	129
2.4.3.2.4	Gesetzlich vorgeschriebene Eventualforderung mit einem Rückgriffsrecht	130
2.4.3.2.5	Ergänzende Pflicht zum Monitoring durch den Emittenten	130
2.4.3.3	Steigerung der Transparenz auf den Verbriefungsmärkten	131
2.4.3.3.1	Prüfung von Rechenmodellen	131
2.4.3.3.2	Geltungsbereich der Regelung	132
2.4.3.3.3	Standardisierung von Prospekten und Rechenmodellen	133
2.4.3.3.4	Fortlaufende Informationspflichten	133
3	Auswirkungen auf die deutschen Immobilienmärkte	134
3.1	Deutsche Immobilienwirtschaft in der Doppelzange	134
3.2	Büroimmobilienmärkte	136
3.2.1	Gleichgewicht in Miet- und Investmentmärkten	136
3.2.2	Abwärtstrend auf Mietmärkten	137
3.2.3	Druck auf Investmentmärkte	142
3.3	Wohnimmobilienmarkt	145
3.3.1	Bewertung des Ausmaßes einer potenziellen Überbewertung	145
3.3.2	Struktur und Ausblick	147
3.4	Markt für Einzelhandelsimmobilien	150
3.5	Markt für indirekte Immobilienanlagen	152
3.5.1	Überblick	152
3.5.2	Offene Immobilien-Publikums- und Spezialfonds	152
3.5.3	Geschlossene Immobilienfonds	153
3.5.4	Immobilien-Aktiengesellschaften	153
3.6	Auswirkungen auf die Realwirtschaft	154
3.7	Ausblick und Handlungsempfehlungen	158
	Hintergrundgespräche	161
	Literaturverzeichnis	162
	Zitierte Literatur	162
	Weiterführende Literatur	170

Abkürzungsverzeichnis

AAA/Aaa	Bestmögliches Rating (extrem gute Zahlungskraft des Emittenten)
ABCP	Asset Backed Commercial Papers
ABS	Asset Backed Securities
ABS-CDO	Asset Backed Securities-Collateralized Debt Obligation
Afa	Absetzung für Abnutzung
Alt-A Loans	Alternative A-Loans
ARM	Adjustable Rate Mortgage
ATM	Automatic Teller Machine
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBB	Gerade noch Investmentgrade Rating (ausreichende Zahlungsfähigkeit)
BBR	Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung
BdB	Bundesverband deutscher Banken e. V.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BIS	Bank for International Settlements
BoE	Bank of England
C	Neubauvolumen
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDO-Squared	Collateralized Debt Obligation-Squared
CDS	Credit Default Swap
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CMOs	Collateralized Mortgage Obligations
CP-Programme	Commercial Paper-Programme
CRA	Credit Rating Agency
CRMPG	Counterparty Risk Management Policy Group
CROs	Chief Risk Officers
CVaR	Conditional Value at Risk
D&O	Directors and Officers
DCF	Discounted Cashflow
DIMAX	Deutscher Immobilien Aktienindex
DIP	Deutsche Immobilien Partner
DSCR	Debt Service Coverage Ratio
ESFSA	European System of Supervisory Authorities
EZB	Europäische Zentralbank
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
Fed	Federal Reserve
FICO	Financing Corporation
FLP	First-Loss-Piece
FSA	Financial Service Authority
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FSF	Financial Stability Forum
FSSA	Financial System Stability Assessment

G20	Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
GSE	Government Sponsored Enterprise
IFF	Institut für Finanzdienstleistungen
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO-Code	International Organization of Securities Commissions-Code
IWF	Internationaler Währungsfonds
LiqV	Liquiditätsverordnung
LTV	Loan-to-Value
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MBS	Mortgage-Backed Security
MTN	Medium Term Note
NINJA	No Income No Job No Assets
P	Price/Preis
PfandBG	Pfandbriefgesetz
PWC	Price Waterhouse Coopers
Q	Bestand an errichteter Mietfläche
Qm	Quadratmeter
R	Rent/Miete
Repo	Repurchase Agreement
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
RMBS	Residential Mortgage-Backed Security
S&P	Standard & Poor's
Schufa	Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicle
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (amtliche Bezeichnung: „Finanzmarktstabilisierungsfonds“)
SPV	Special Purpose Vehicle
TailVaR	Tail Value at Risk
UK	United Kingdom
ULI	Urban Land Institute
USA	United States of America
VaR	Value at Risk
vdp	Verband deutscher Pfandbriefbanken
WBS	Whole Business Securitization
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapier-Prospektgesetz
YTD	Year To Date

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	US-Immobilienpreise (1987–August 2008).....	21
Abbildung 2	Fed-Leitzins (Januar 1999–Oktober 2008)	22
Abbildung 3	Verwendungszweck von Hypothekenfinanzierungen in den USA	23
Abbildung 4	Anteil der nicht bewilligten Hypotheken (1997–2005)	24
Abbildung 5	RMBS-Emissionsvolumen in den USA (Januar 1996–November 2008).....	27
Abbildung 6	US-Zwangsvollstreckungen (1998–2007).....	30
Abbildung 7	Rating-Veränderungen hinsichtlich der Kreditqualität	42
Abbildung 8	Rating strukturierter Finanzierungen und traditioneller Anleihen	43
Abbildung 9	Ziele der IOSCO.....	45
Abbildung 10	Anzahl und verwaltetes Vermögen von Hedge-Fonds	49
Abbildung 11	Große Hedge-Fonds-Insolvenzen.....	50
Abbildung 12	Vergleich der Finanzkrisen der letzten 20 Jahre	50
Abbildung 13	Randrisiken außerhalb der Bandbreiten von Risikokennzahlen.....	72
Abbildung 14	Prozess des Risikomanagements	76
Abbildung 15	Beispielhafte Indikatoren für die Verwundbarkeit von Finanzsystemen ...	82
Abbildung 16	Preissteigerungsraten von Wohnimmobilien (1980–2006)	88
Abbildung 17	Neuemissionen am Verbriefungsmarkt (1996–2007).....	94
Abbildung 18	CMBS-Emissionsvolumen (1990–2008).....	96
Abbildung 19	CMBS-Emissionsvolumen in Deutschland und gesamt Europa (2000–2008)	97
Abbildung 20	Anteil der sich im Verzug befindenden CMBS nach dem Jahr der Verbriefung (1996–2007).....	102
Abbildung 21	Repräsentative Zusammensetzung der Sicherungspools von ABS-CDOs. ...	104
Abbildung 22	Anteil der Rating-Downgrades bei US-ABC-CDOs (2004–2007).....	105
Abbildung 23	RMBS-Emissionsvolumen in den USA (1996–November 2008).....	114
Abbildung 24	Zur Refinanzierung bei der EZB genutzte Sicherheiten.....	115
Abbildung 25	AA-Bank Bond Index Spreads relativ zu Staatsanleihen (2003–2008)	117
Abbildung 26	Emissionsvolumen des Hypothekendarlehnens (Januar 1999–Oktober 2008)	118
Abbildung 27	Mid-Asset-Swap-Entwicklung von Jumbo-Pfandbriefen und internationalen Jumbo Covered Bonds (Juli 2007–Januar 2009)	123
Abbildung 28	Von der US-Wohnimmobilienkrise zur lokalen Immobilienkrise	135
Abbildung 29	DiPasquale/Wheaton Quadranten-Modell	136
Abbildung 30	DiPasquale/Wheaton Quadranten-Modell	137
Abbildung 31	Entwicklung verschiedener Konjunkturindikatoren	138
Abbildung 32	Prognostizierte Arbeitsplatzverluste in Deutschland, USA und UK in 2009.....	139
Abbildung 33	Überblick über die wichtigsten Bürostandorte in Deutschland	140
Abbildung 34	Entwicklung von Leerstand und Spitzenmiete in deutschen Bürostandorten	141
Abbildung 35	Spitzenrenditen deutscher Büromärkte der letzten drei Jahre	143
Abbildung 36	Nettospitzenrenditen und Kapitalwerte.....	144
Abbildung 37	Überbewertung von Wohnimmobilien im Zeitraum 1997–2007	146
Abbildung 38	Entwicklung der für die Einfamilienhausnachfrage relevanten Altersgruppe der 30- bis 45-Jährigen in Deutschland bis zum Jahr 2025....	148

Abbildung 39	Entwicklung der für die Gesamtnachfrage nach Wohnungen relevanten Erwachsenen in Deutschland bis zum Jahr 2025	149
Abbildung 40	Entwicklung der Anzahl privater Haushalte in Deutschland bis zum Jahr 2025.	149
Abbildung 41	Vorübergehend geschlossene Offene Immobilienfonds	152
Abbildung 42	Entwicklung DAX vs. E&G DIMAX.	154
Abbildung 43	Anzahl an Wohneinheiten in europäischen Ländern	155
Abbildung 44	Sparquote der privaten Haushalte	156
Abbildung 45	Typische Beleihungsausläufe in europäischen Ländern in 2005	157

Kurzübersicht über die zentralen Handlungsfelder in 15 Appellen

II-1 Rating-Agenturen und staatliche Aufsicht

1. Die Ausstattung von Rating-Agenturen muss verbessert werden; qualifiziertes Personal durch kompetitive Gehälter und kontinuierliche Zusatzprüfungen sichergestellt werden. Rating-Agenturen sollten zudem einer Lizenzvergabe durch die Finanzaufsicht unterliegen. Die Unabhängigkeit muss durch Trennung von Bewertungs- und Beratungsleistung gesichert werden.
2. Angewandte Bewertungsmethoden müssen durch Einhaltung eines Bewertungskataloges, insbesondere bei Vielfachverbriefungen, verbessert werden. Verstöße können im Zweifel zu Lizenzentzug führen.
3. Die staatliche Aufsicht muss auf nationaler Ebene verbessert werden, bei einer gleichzeitigen Förderung der globalen Kooperation zwischen einzelnen Aufsichtsbehörden. Ein prinzipienorientiertes Regelwerk sollte anstelle einer stärkeren staatlichen Regulierung eingesetzt werden. Neben einer Steigerung der Transparenz auf den internationalen Finanzmärkten, sollte eine Vermeidung einer lückenhaften, aber auch einer redundanten Aufsicht angestrebt werden.

II-2 Anreizstrukturen

4. Der originäre Kreditgeber bzw. Emittent muss dazu verpflichtet werden, einen gewissen Mindestselbstbehalt des Ausfallrisikos in Form der Equity-Tranche bzw. des First-Loss-Pieces zu halten. Entscheidend für den Erfolg der Regelung ist die Höhe des geforderten Mindestselbstbehalts (in Form eines bestimmten Prozentsatzes des First-Loss-Pieces), welcher im Dialog zwischen allen relevanten Anspruchsgruppen festgelegt werden muss.
5. Der Anteil erfolgsunabhängiger Gebühren an der Gesamtentlohnung im Finanzsektor sollte insgesamt reduziert und nur zur Kostendeckung eingesetzt werden. Der Großteil der Entlohnung muss erfolgsabhängig über einen längerfristigen Zeitraum bestimmt werden.
6. Erfolgsabhängige Vergütungssysteme für Führungskräfte und Mitarbeiter müssen positive und negative Ergebnisbeiträge über einen mehrjährigen Zeitraum messen. Cash-Boni dürfen dementsprechend zum überwiegenden Teil erst dann ausgezahlt werden, wenn sich das Ergebnis als nachhaltig herausgestellt hat.

II-3 Risikomanagement

7. Risikomanagementmodelle müssen um Verfahren zur Berücksichtigung von existenzbedrohenden Randrisiken und exogenen Schocks erweitert werden. Derartige Modifikationen beinhalten flexible Werkzeuge wie Sensitivitätsanalysen, Szenarioanalysen und Stresstests.
8. Einem Restrisiko, bedingt durch die unkalkulierbare Bedrohung durch unvorhersehbare exogene Effekte und die verbleibenden modellbedingten Ungenauigkeiten, muss durch präventive Maßnahmen entgegengewirkt werden, wie beispielsweise einer stabilen Gestal-

tung von Unternehmens- und Finanzmarktstrukturen, die unerwarteten exogenen Schocks standhalten.

9. Auf internationaler Ebene muss ein System zur Identifikation von künftigen Krisengefahren in Zusammenarbeit mit dem Financial Sector Assessment Program (FSAP) des IWF und der Weltbank etabliert werden.

II-4 Immobilienfinanzierung und Refinanzierung der Zukunft

10. Der aktuell diskutierte Vorschlag für Pfandbriefe, die Liquiditätsvorhaltung in den Deckungsmassen von 90 auf 180 Tage auszudehnen, verdient Unterstützung. Eine solche Liquiditätsreserve ist einer ebenfalls diskutierten generellen Erhöhung der gesetzlich vorgeschriebenen Überdeckung von aktuell zwei Prozent vorzuziehen.
11. Eine zurzeit diskutierte Einführung einer monatlichen Berichtspflicht bei Pfandbriefen (aktuell: vierteljährlich) würde in einem volatilen Marktumfeld wie dem aktuellen das Vertrauen der Investoren stärken. Es erscheint in einem normalisierten Umfeld aber als nicht zwingend notwendig. Eine temporäre Lösung ist folglich zu empfehlen.
12. Von einer Verlängerung der maximalen Laufzeit der SoFFin-garantierten Anleihen auf fünf Jahre (aktuell: drei Jahre) ist dringend abzuraten. Eine Ausweitung der Garantie auf fünf Jahre würde nicht nur den deutschen Pfandbrief, sondern auch alle anderen markteigenen Refinanzierungsarten übermäßig benachteiligen und nachhaltig schädigen.
13. Zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes muss der originäre Kreditgeber bzw. Emittent dazu verpflichtet werden, auch nach der Strukturierungsphase das Monitoring zu übernehmen. Ein Outsourcing der Servicer-Funktion an externe Dienstleister darf nicht zulässig sein.
14. Emissionsprospekte müssen eine transparente und damit für den Investor nachvollziehbare Modellrechnung enthalten, die die Auswirkungen von Ausfällen auf Ebene der Basiswerte auf die Wertpapiere der unterschiedlichen Tranchen aufzeigt. Um verlässlich zu sein, muss deren Richtigkeit und Angemessenheit sowie die Grenzen der Aussagekraft der damit errechneten Ergebnisse von einer unabhängigen Dritten Partei, beispielsweise von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, bestätigt werden.
15. Es sollte ein verbindlicher Best-Practice-Verhaltenskodex für alle Emittenten eingeführt werden, der die zwingend erforderlichen Inhalte der Emissionsprospekte vorschreibt. Hierbei muss auch an Ansätzen zur Verbesserung der fortlaufenden Information der Investoren über die gesamte Laufzeit der Produkte gearbeitet werden.

Executive Summary – Übersicht über zentrale Studienergebnisse

I Herleitung

• Megatrends der deutschen Immobilienwirtschaft

Die deutsche Immobilienindustrie wird von einigen wesentlichen zyklenübergreifenden Trends, sogenannten Megatrends, beeinflusst, die einen langfristigen Einfluss auf die gesamte Immobilienindustrie ausüben und graduell auf den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten Veränderungen herbeiführen: Diese Trends lassen sich anhand der Stichworte Liquidität, Demographie, Umwelteffizienz und Globalisierung beschreiben.

Dabei beschreibt eine Zunahme von Liquidität die Transformation von direkten in indirekten Immobilienbesitz, also die öffentliche indirekte Handelbarkeit des Gutes „Immobilie“ auf Eigen- oder Fremdkapitalmärkten: Die Herausforderungen des Immobilienbesitzes, vor allem in Form von hohen Transaktionskosten sowie hohen Investitionsvolumina, werden abgelöst durch verstärkte Gefahren, entstehend durch Fristentransformation (langfristiges Finanzieren versus tägliche Handelbarkeit auf den Aktienmärkten) und Fristenkongruenz (z. B. langfristiges Finanzieren versus kurzfristiges Refinanzieren).

Zukünftige Veränderungen durch demographischen Wandel werden die Immobilienmärkte sowohl im Wohnimmobilienbereich (z. B. Abnahme der Käufergruppe von Einfamilienhäusern; Zunahme der Käufergruppe von Apartmentwohnungen) berühren als auch im Gewerbeimmobilienbereich (z. B. Abnahme der sozialversicherungsbeschäftigten Arbeitnehmer mit Konsequenzen für die Büromärkte).

Das Thema der Nachhaltigkeit oder Umwelteffizienz ist ein Trend mit enormen Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft: Allein der deutsche Bestand an Wohnbauten beträgt etwa 3.930 Mrd. Euro. Der Immobilienbestand institutioneller Investoren, also vor allem der Gewerbeimmobilienbestand, beträgt etwa 420 Mrd. Euro. 60 % aller deutschen Gebäude über alle Immobilien-Asset-Klassen sind älter als 25 Jahre und daher aus Energieeffizienzgesichtspunkten in hohem Maße sanierungsbedürftig.

Schließlich stellt die Globalisierung der Immobilienwirtschaft durch die zunehmende globale Vernetzung der Finanzwirtschaft eine neue Herausforderung dar, nicht nur auf öffentlichen Eigenkapitalmärkten durch z. B. Real Estate Investment Trusts oder auf privaten Eigenkapitalmärkten durch global agierende Opportunity Funds (Private Equity), sondern vor allem auch auf öffentlichen Fremdkapitalmärkten (RMBS, CMBS, CDOs, ABS-CDOs etc.).

Die eingesetzten Mittel stehen immer kurzfristiger in immer höherem Ausmaß zur Verfügung, können aber auch ebenso schnell wieder abgezogen werden. Dadurch bleiben Krisensituationen nicht mehr national, sondern können wesentlich einfacher als noch vor wenigen Jahren globales Ausmaß erreichen, im Gegenzug aber auch schneller gelöst werden. Das Auftreten internationaler Finanzinvestoren – beispielsweise auch in Deutschland – verdeutlicht dies.

- **Immobilienwirtschaft im Spannungsfeld von Megatrends und Finanzkrise**

Die oben genannten Trends bestimmen langfristig die maßgebliche Entwicklungsrichtung der Immobilienwirtschaft. Sie sind nicht kurzfristiger, zyklischer Natur, werden jedoch häufig von kurz- bis mittelfristigen, Zyklen bildenden Einflüssen, wie beispielsweise derzeit der Finanzkrise, überlagert.

Der Auslöser der weltweiten Finanzkrise ist in dem Kollaps des US-Wohnimmobilienmarktes in Verbindung mit der Insolvenz von Wohneigentümern in den USA des Nicht-Premium-Segementes (US-Subprime-Krise) zu suchen. In einem Dominoeffekt führte dieser Zusammenbruch über die öffentlichen Fremdkapitalmärkte zu einer Liquiditätskrise, als den beteiligten Marktteilnehmern klar wurde, dass das bisherige Verbriefungsschneeballsystem so nicht mehr funktionieren würde. Diese Liquiditätskrise führte zu einer Bankenkrise, die letztlich in einer Börsenkrise durch kompletten Vertrauensverlust der Marktakteure mündete. Konsequenzen dieser Entwicklung sind Realkrisen in allen relevanten Industrienationen weltweit, die wiederum Konsequenzen auf die jeweiligen Immobilienmärkte haben.

- **Ziel der Studie**

Ziel der vorliegenden Studie ist es, einen Lösungsbeitrag aus immobilienwirtschaftlicher Sicht zur aktuellen Finanzmarktkrise beizusteuern. Vor dem Hintergrund der langfristigen, die Immobilienwirtschaft beeinflussenden Strukturen, muss ein neues Gefüge entworfen werden, welches wieder Vertrauen auf den Märkten ermöglicht und zugleich erneute Krisen in der Zukunft verhindert oder zumindest unwahrscheinlicher macht.

Diese Studie ist aus immobilienwirtschaftlicher Perspektive verfasst, da das Investitionsgut der Immobilie eines der wesentlichsten Kollateralinstrumente für den Finanzmarkt darstellt und ihm damit Kernaufmerksamkeit gebührt. Ebenso haben die realwirtschaftlichen Einflüsse Rückkopplungseffekte auf eben jene Immobilienwirtschaft, welche wiederum auf die Realwirtschaft zurückwirken. Deshalb entsteht ein hohes Interesse, die aktuelle Situation aus der Perspektive der Immobilienwirtschaft zu beleuchten.

II-1 Rating-Agenturen und staatliche Aufsicht

- **Schlüsselrolle von Rating-Agenturen**

Rating-Agenturen nehmen in dem weltweit hoch komplexen Finanzsystem eine Schlüsselrolle ein. Im Zuge der Finanzmarktverwerfungen wurden die Grenzen und Systemschwächen aufgedeckt. Die Aufgabe der Regulierer besteht nun darin, das bestehende System zu justieren.

Die Qualität der Ratings und ihre uneingeschränkte Akzeptanz bei den Marktteilnehmern sind für die Bewertung strukturierter Produkte von zentraler Bedeutung.

- **Forderungen an Rating-Agenturen**

Aus diesem Grund muss dem entstandenen Vertrauensverlust in die Rating-Agenturen durch eine Verbesserung, Sicherung und fortlaufende Überprüfung der Qualifikation des Personals, eine höhere Transparenz im Bereich der angewandten Methoden, die Entwicklung von Methoden für die Bewertung strukturierter Produkte sowie eine Trennung der Bewertungs- und Beratungsleistung der Rating-Agenturen begegnet werden. Außerdem müssen Rating-Agenturen zukünftig einer größeren Kontrolle von Seiten des Staates unterliegen.

Wichtig ist zunächst die Stärkung der nationalen Aufsicht. Hierfür müssen die Veröffentlichungspflichten für komplexe Finanzprodukte und Off-Balance-Vehikel (Quantität vs. Informationsgehalt) verbessert werden. Das Gleiche sollte auch für die Veröffentlichungspflichten von Finanzinstituten (u. a. bezüglich Off-Balance-Sheet-Aktivitäten) gelten.

Zudem sollte es zur Entwicklung und bindenden Einführung von standardisierten Verhaltenskodizes (Best-Practices) für Schattenbanken (u. a. Hedge-Fonds) kommen. Des Weiteren ist eine Verbesserung der Aufsicht und Entwicklung von bankinternen Risikomanagementsystemen notwendig (vor allem bezüglich Liquiditäts- und Klumpenrisiken).

Für eine verbesserte Kooperation unter den Nationen müssen zunächst die genauen Zuständigkeiten zwischen internationalen und regionalen Aufsichtsbehörden festgelegt, sowie die Informationskanäle zwischen den nationalen und regionalen Behörden verbessert werden.

Außerdem müssen Maßnahmen gegenüber unkooperativen Ländern und Gerichtsbarkeiten erarbeitet werden, die ein systematisches Risiko für das globale Finanzsystem darstellen (z. B. Steueroasen). Des Weiteren sollte ein Aufsichtskollegium, bestehend aus den relevanten Aufsichtsbehörden, zur fortlaufenden Überwachung globaler Finanzinstitute eingeführt werden und die Sicherstellung einer Konvergenz der verschiedenen regulatorischen Vorschriften und Verfahren gewährleistet sein. Das Ziel ist eine Steigerung der Transparenz auf den internationalen Finanzmärkten und die Vermeidung einer lückenhaften und redundanten Aufsicht.

II-2 Anreizstrukturen

• Anreizstrukturen als Mittelpunkt ökonomischer Systeme

Im Mittelpunkt von ökonomischen Systemen stehen Anreizstrukturen, mit denen Akteure bewegt werden, Handlungen in einer bestimmten Weise zu tun oder zu unterlassen.

Banken haben eine übergeordnete Funktion im Finanzsystem und schon daher nicht nur eine Verantwortung gegenüber Anteilseignern sondern dem gesamten System. Ein intaktes Bankensystem ist Voraussetzung für eine funktionierende Volkswirtschaft.

• Bonussysteme

Bonussysteme sind eine wirksame Form von Anreizen, um die Leistung und Loyalität von Mitarbeitern durch direkte Beteiligung am Erfolg zu steigern. Allerdings sind die Anreizstrukturen in gängigen Bonussystemen, die vorrangig volumenabhängig und an kurzfristige Erträge gekoppelt sind, fragwürdig und eindeutig mitursächlich für das Entstehen der Finanzmarktkrise.

Statt kurzfristiger, jährlicher Bonuszahlungen empfiehlt sich zumindest für einen Teil der variablen Gehaltskomponenten die Festlegung anhand eines längerfristigen Zeitraums. Ein Bonus-Malus-System bezieht positive wie negative Folgen des Handelns in die Kalkulation ein. Eine zweite Möglichkeit der Malus-Einbeziehung besteht darin, die Höhe von Sonderzahlungen ex ante an das eingegangene Risiko zu koppeln. Auch Ergebnisse aus Frühwarnsystemen können sinnvoll in Bonus-Malus-Strukturen integriert werden.

Eine angemessene Risikobeteiligung von Strukturierern, z. B. durch ein „First-Loss-Piece“ erscheint unumgänglich. Nur so kann gewährleistet werden, dass komplexe Produkte keine bewusst verborgenen Risiken enthalten.

Lohnsysteme sollten nicht durch die Politik, sondern jeweils durch die Finanzinstitute selbst festgelegt werden, da jede Bank aufgrund ihrer Organisation und der jeweiligen Geschäftsfelder ein eigenes System braucht, das spezielle Anforderungen erfüllt.

- **Gebührenstrukturen**

Erfolgsunabhängige Gebühren mindern den Gesamtanreiz der Akteure. Investmentbanken verdienen grundsätzlich bei Verbriefungen. Hier fehlt ein Mechanismus, der das Scheitern eines Produktes sanktioniert, zumindest aber dessen Risiko im Vorfeld angemessen einbezieht.

Gerade bei asymmetrischen Informationen und unterschiedlicher Professionalität zwischen zwei Parteien, wie häufig in der Finanzwirtschaft, sind Gebühren nicht für beide gleichermaßen effizient. Der Anteil erfolgsunabhängiger Gebühren an der Gesamtentlohnung im Finanzsektor sollte möglichst reduziert werden und nur zur Kostendeckung eingesetzt werden. Im Bereich der Beratung von Bankkunden ist ein honorarbasiertes Modell als Option erwägenswert.

Die Unabhängigkeit der Rating-Agenturen muss weiter gestärkt werden. Die Kosten für ein Rating sind beim Verursacher (also dem Originator) genau richtig angesiedelt. Allerdings sollte die Auswahl einer einschlägigen Rating-Agentur nicht durch den Auftraggeber, sondern Zuteilungen in jedem Einzelfall zufallsbasiert erfolgen. Zudem sollten im Falle von Mehrfach-Ratings durch mehrere Agenturen alle Rating-Ergebnisse veröffentlicht werden müssen, sofern nicht fehlerhafte Einschätzungen durch den Auftraggeber nachgewiesen werden können.

Angetrieben durch historisch niedrige Leitzinsen und die Verkündung von immer höheren Zielrenditen auf das Eigenkapital durch einige Mitbewerber, haben Banken weltweit bewusst immer größere Risiken bei der Vergabe von Krediten in Kauf genommen.

- **Haftungsstrukturen**

Mit der gegenwärtigen Diskussion über Rettungspakete für Finanzinstitute bis hin zur Verstaatlichung von Banken wie der Hypo Real Estate wird ein wichtiges und richtungsweisendes Exempel gegeben. Es wäre fatal, wenn dabei der Eindruck entstünde, dass Fehlentwicklungen in Unternehmen durch staatliche Garantien und Verlustsozialisierung („Bailing Out“) ohne Konsequenzen für die verantwortlichen Entscheidungsträger ausgeglichen werden. Der Staat oder sonstige Institutionen als „Lender of last resort“ dürfen eine solche Funktion nur dann ausüben, wenn bei tatsächlichen und potenziellen Verursachern von einer Verhaltensänderung ausgegangen werden kann.

Unter Anreizgesichtspunkten ist auch der deutsche Einlagensicherungsfonds für Banken fehlkonzipiert, wie wohl in den meisten Ländern mit ähnlichen Einrichtungen. Die Prämie, die von Banken geleistet wird, ist abhängig von der Höhe der Einlagen, nicht jedoch vom Risikoprofil der Banken.

II-3 Risikomanagement und Frühwarnsysteme

- **Schwächen von aktuellen Risikomanagementsystemen und Zukunftsoptionen**

Die Schwächen der bestehenden Risikomanagement-Techniken werden durch die Finanzkrise aufgedeckt. So werden die Vergangenheitsorientierung vieler Methoden und die Fokussierung auf wenige Erwartungsszenarien kritisiert. Exogene Schocks und Multiplikatoreffekte durch simultane Überlagerung von Einflüssen wurden meist nicht modelliert. Die Vernachlässigung von Schocks in Modellen bedeutet nichts anderes als das bewusste Spekulieren gegen das Ein-

treten solcher Situationen. Risikomanager sind geneigt, Randrisiken zu vernachlässigen, da sie unwahrscheinlich scheinen.

Künftig gilt es, Risikomanagementmodelle sinnvoll um Verfahren zur Berücksichtigung von existenzbedrohenden Randrisiken und exogenen Schocks zu erweitern. Derartige Modifikationen beinhalten flexible Werkzeuge, wie Sensitivitätsanalysen, Szenarioanalysen und Stress-Tests. Einem Restrisiko, bedingt durch die unkalkulierbare Bedrohung durch unvorhersehbare exogene Effekte und die verbleibenden modellbedingten Ungenauigkeiten, muss durch präventive Maßnahmen, wie eine stabile Gestaltung von Unternehmens- und Finanzmarktstrukturen, die unerwarteten exogenen Schocks standhalten, entgegengewirkt werden.

- **Sechs-Phasen-Konzept zum Risikomanagement**

Es wird zur Weiterentwicklung des Risikomanagements ein prozessorientiertes Konzept mit sechs Phasen vorgestellt, das sich nicht nur an Investoren und Banken richtet, sondern ebenfalls zur Analyse eines gesamten Finanzsystems dienen und seine Schwächen aufzeigen kann. Gleichzeitig sollte das Bewusstsein über die Grenzen des Risikomanagements geschärft werden, um Vorsicht und Gewissenhaftigkeit in der Evaluation von Finanzmarktprodukten sicherzustellen. Value at Risk sollte nur in Verbindung mit dem Conditional Value at Risk und Stresstests angewandt werden. Besonders Korrelationen und Zusammenhänge von Risiken sollten künftig erfasst und die klassische Siloeinteilung von Risiken verworfen werden.

- **Etablierung von Krisenfrühwarnsystemen**

Das Ausmaß von Krisen kann verringert werden, indem frühzeitig geeignete Gegenmaßnahmen eingeleitet werden. Institutionen, die die Verwundbarkeit von Finanzsystemen fortlaufend kontrollieren und handlungsbefugt sind, Gegenmaßnahmen einzuleiten, sind dringend notwendig. Denkbar wäre eine Zusammenarbeit mit dem Financial Sector Assessment Program (FSAP) des IWF und der Weltbank. Von besonderer Bedeutung ist hierbei das Schaffen von Systemen zur Identifikation von künftigen Krisengefahren, um so aus den Fehlern der aktuellen Krise zu lernen. Fehlentwicklungen hinsichtlich Anreizstrukturen, übersteigerte Spekulationen am Kapitalmarkt, Bildung von wirtschaftlichen Blasen und pervertierte Geschäftsmodelle auf dem Kreditmarkt sind Charaktermerkmale der aktuellen Finanzmarktkrise, die sich längerfristig aufgebaut haben und durch ein geeignetes Krisenfrühwarnsystem hätten erkannt werden können.

II-4 Immobilienfinanzierung und Refinanzierung der Zukunft

- **Eigenheimfinanzierung**

Ein Subprime-Hypotheken-Segment wie in den USA existiert in Deutschland nicht. Der deutsche Ansatz, nur demjenigen den Erwerb eines Eigenheimes zu ermöglichen, der es sich in Bezug auf Einkommen und Vermögenssituation auch nachhaltig leisten kann, ist volkswirtschaftlich sinnvoll. Eine Aufweichung der Kreditvergabekriterien für private Hypotheken ist in Deutschland auch in Zukunft weder zu erwarten noch zu befürworten.

- **Finanzierung von Gewerbeimmobilien**

Auf dem Markt für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien zeichnete sich jedoch auch in Deutschland ein anderes Bild ab: Ab 2004 waren hier Übertreibungen bei den am Markt üblichen Beleihungsausläufen zu beobachten. Selbst große Portfoliotransaktionen wurden regelmäßig fast vollständig fremdfinanziert und sogar bei der Finanzierung von spekulativen Projektentwick-

lungen schreckten Banken nicht vor sehr hohen Beleihungsausläufen zurück. Im August 2007 hatte dies jedoch mit dem Aufkommen der Subprime-Krise und dem dadurch bedingten Austrocknen der Verbriefungsmärkte ein abruptes Ende. Auf die Übertreibungen der letzten Jahre folgt seitdem eine grundsätzliche Wende auf dem Finanzierungsmarkt. Portfoliotransaktionen in zweistelliger Millionenhöhe werden zurzeit kaum noch finanziert. Hohe Beleihungsausläufe sind hierbei nur schwer darstellbar. Die Finanzierungskosten für derartige Transaktionen haben sich enorm verteuert.

Es ist dennoch nicht zu erwarten, dass Banken in Zukunft nicht mehr bereit, respektive vom Marktwettbewerb gezwungen sein werden, Finanzierungen mit übertrieben hohen Beleihungsausläufen anzubieten. Die zurzeit (noch) stark ausgeprägte Risikoaversion der finanzierenden Banken führt dazu, dass die geforderten Risikoaufschläge und damit die Fremdkapitalverzinsungen sehr hoch ausfallen. Nichtsdestotrotz ist davon auszugehen, dass die marktüblichen Zinssätze sich in den nächsten Jahren wieder auf ein gesundes Maß einpendeln, welche das tatsächliche Kreditrisiko widerspiegeln. Die so entstandene große Differenz zwischen der geforderten Fremd- und Eigenkapitalverzinsung wird sich wieder verringern. Investoren und Projektentwickler werden sich in Zukunft wieder verstärkt bemühen müssen, um die von Banken geforderten Eigenkapitalquoten aufbringen zu können. Hybride Finanzierungsformen wie Mezzanine-Kapital könnten eine Renaissance erleben.

• Verbriefungsmärkte

Die florierenden Verbriefungsmärkte der letzten Jahre haben die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken enorm verbessert und damit eine wichtige Voraussetzung für den jüngsten Aufschwung der Weltwirtschaft geschaffen. Die Ereignisse der letzten eineinhalb Jahre dagegen haben jedoch die Grenzen und Schwächen des Systems offenbart: Auch durch Risikodiversifikation können Risiken nicht vollständig eliminiert werden. Ein finaler Investor muss letztlich das Risiko tragen – und dies ist nicht der „anonyme“ Kapitalmarkt.

Der andauernd hohe Abschreibungsbedarf der Banken und anderer Marktteilnehmer auf mit Forderungen besicherte Wertpapiere sowie die steigenden Ausfallraten derselben bilden die Grundlage zahlreicher anderer Kritikpunkte der in den letzten Jahren üblichen Verbriefungspraktiken. Besonders kritisch werden hierbei die folgenden Aspekte betrachtet:

1. tiefe Tranchierung der Banken bei Verbriefungen,
2. fehlende Risikobeteiligung der originären Kreditgeber,
3. komplexe Strukturen durch Mehrfachverbriefungen,
4. Arbitrage-Conduits,
5. Verbriefung diverser unterschiedlicher Basiswerte,
6. Intransparenz auf den Verbriefungsmärkten.

Die internationalen Verbriefungsmärkte haben sich seit dem Ausbruch der Subprime-Krise Mitte 2007 grundsätzlich verändert. Ein Großteil der ehemaligen Investoren hat seine Aktivitäten auf den Märkten fast vollkommen eingestellt. Auch die ehemals so liquiden Sekundärmärkte für strukturierte Produkte sind fast vollständig ausgetrocknet.

Die anfangs ausschließlich auf den US-Subprime-RMBS-Markt beschränkten Probleme haben sich schnell auf andere Asset-Klassen wie CDOs (vor allem ABS-CDOs) ausgeweitet und mittlerweile den gesamten ABS-Markt im weiteren Sinne erfasst. Die vorherrschende Intransparenz und die zahlreichen Rating-Herabstufungen haben das Vertrauen der Investoren in strukturierte Produkte im Grundsatz erschüttert und schrecken diese auch vor weiteren Investments ab. In-

wieweit sich die Ausfallraten der verbrieften Vehikel in Zukunft noch erhöhen werden, hängt von den weiteren realwirtschaftlichen Entwicklungen und insbesondere den Entwicklungen auf den regionalen Immobilienmärkten ab.

Die Nachfrage nach neu emittierten Verbriefungen bleibt als Folge der hohen Unsicherheit weltweit gering. Die Möglichkeit für Banken, sich durch Verbriefungen refinanzieren zu können, ist stark eingeschränkt. Ausnahmen hiervon stellen lediglich Agency-RMBS in den USA und sogenannte EZB-Verbriefungen in Europa dar.

Dennoch stellen EZB-Verbriefungen lediglich eine temporäre Lösung der Refinanzierungsprobleme von Banken mit begrenzter Wirkung dar. Es besteht somit sogar mit den aktuellen Möglichkeiten zur Hinterlegung bei der Notenbank eine Refinanzierungslücke, die dringend wieder geschlossen werden muss.

Die Möglichkeit zum Abschluss von Repo-Geschäften wird für Banken in naher Zukunft entscheidend sein, um sich in dem schwierigen Marktumfeld mit ausreichend Liquidität versorgen zu können. Stark geldmarktabhängige Institute werden weiterhin erhebliche Refinanzierungsprobleme haben. Der in Deutschland wichtigen Refinanzierungsquelle der privaten Spareinlagen wird auch in Zukunft eine hohe Bedeutung zukommen. Dennoch profitierten nicht alle Banken gleichermaßen von Einlagen der Privatsparer.

Während Sparkassen erhebliche Mittelzuflüsse verzeichnen konnten, mussten krisengebeutelte Privatbanken zum Teil erhebliche Abflüsse ihrer Spareinlagen in Kauf nehmen. Hieran wird vor allem eins ersichtlich: Voraussetzung für eine erfolgreiche Refinanzierung von Banken – egal ob über den Kapitalmarkt oder über Spareinlagen – ist ein hohes Maß an Sicherheit und Kreditwürdigkeit. Dies zeigt sich auch besonders deutlich bei regulären, unbesicherten Bankanleihen. Die Platzierung der Anleihen gestaltet sich momentan äußerst schwierig. Banken sehen sich somit sowohl mit dem Risiko konfrontiert, dass sie ihre Schuldverschreibungen gar nicht platzieren können oder dafür zumindest erhebliche Aufschläge bieten müssen. Investoren preisen das stark angestiegene Ausfallrisiko der Emittenten ein und erhöhen damit die Refinanzierungskosten von Bankanleihen erheblich.

Seit Beginn der Subprime-Krise haben sich die Refinanzierungskosten der Banken mit unbesicherten Anleihen massiv erhöht. Eine zusätzliche Besicherung der Schuldverschreibungen ist zwingend notwendig, um das Interesse potenzieller Investoren zu wecken und gleichzeitig die Refinanzierungskosten auf ein für Banken wirtschaftlich darstellbares Niveau zu begrenzen. Die zwei wichtigsten Mechanismen hierzu sind Covered Bonds (gedeckte Schuldverschreibungen) und staatlich garantierte Anleihen.

Seit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 konnte sich jedoch auch der Pfandbrief, die deutsche Form eines Covered Bonds, den Auswirkungen der Finanzkrise nicht entziehen. Öffentliche Platzierungen blieben seither fast vollständig aus.

Im Rahmen der weltweit verabschiedeten Bankenrettungspläne im Oktober 2008 wurde Banken die Möglichkeit gegeben, sich über staatsgarantierte Anleihen zu refinanzieren, und sich somit in dem aktuell schwierigen Marktumfeld besser mit Liquidität versorgen zu können. Bis Mitte Januar 2009 wurden weltweit bereits knapp 133 Mrd. Euro dieser neuen Asset-Klasse begeben. In Deutschland wurden hingegen erst von vier Kreditinstituten Anleihen dieser Gattung in Höhe von 15 Mrd. Euro emittiert. Die Laufzeit der Garantien ist in Deutschland auf drei Jahre bzw. maximal bis zum 31. Dezember 2012 begrenzt.

Ziel muss es sein, bis zum Ablauf der Garantien in drei Jahren andere, marktneuartige Refinanzierungsarten insoweit gestärkt zu haben, dass sich Banken wieder aus eigener Kraft refinanzieren

können. Der aktuelle Vorschlag, Staatsgarantien für Banken von 36 auf 60 Monaten auszudehnen, ist deshalb strikt abzulehnen. Die Stärkung markt-eigener Refinanzierungsarten muss deshalb höchste Priorität haben.

Kurz- bis mittelfristig kommt hierbei vor allem dem Pfandbrief eine wichtige Rolle zu. Auf lange Sicht müssen die Verbriefungsmärkte wieder funktionsfähig werden. Eine reine Wiederbelebung reicht nicht aus. Zu groß und offensichtlich sind die Schwachstellen des bestehenden Systems, um die Strukturen im Status quo zu belassen. Vielmehr bedarf es weitreichenden Änderungsmaßnahmen, um das Vertrauen der Investoren wieder neu zu erlangen und Entwicklungen wie in den vergangenen Jahren in Zukunft zu verhindern.

- **Deutscher Pfandbrief**

Der Pfandbrief wird bei der Refinanzierung deutscher Banken in naher Zukunft eine Schlüsselrolle spielen. Er wird voraussichtlich das erste Refinanzierungsinstrument sein, welches Banken wieder umfänglich zur Refinanzierung aus eigener Kraft zur Verfügung stehen wird. Zwar können Covered Bonds allgemein auf lange Sicht funktionierende Verbriefungsmärkte nicht ersetzen, doch können sie zumindest kurzfristig den Zugang der Banken zu Liquidität enorm verbessern und auch langfristig eine Säule des Verbriefungsmarktes darstellen. Hierzu ist es dringend notwendig, den Pfandbrief strategisch günstig zu positionieren, um das Interesse potenzieller Investoren wieder zu stärken.

Der Staat hat mit dem klaren Bekenntnis zu dem Produkt des Pfandbriefes bereits seinen Teil zu der Stärkung der Vertrauensbasis der Investoren in den Pfandbrief beigetragen. Jedoch reicht eine implizite Staatsgarantie auf lange Sicht nicht aus, um eine Attraktivität des Pfandbriefs bei Investoren auf Dauer zu gewährleisten. Vielmehr bedarf es hierzu einer Stärkung der produkt-eigenen Charakteristika. Investoren haben in jüngster Zeit vor allem den Wunsch nach mehr Transparenz, nach einer höheren Liquiditätsvorhaltung und damit einer insgesamt erhöhten Sicherheit, geäußert. Durch die Beinahe-Insolvenz der HRE-Bank im Oktober 2008 rückte die Frage nach einer ausreichenden Insolvenzfestigkeit des Pfandbriefs zunehmend in den Fokus der Investoren. Um den Pfandbrief strategisch günstig zu positionieren und damit das Interesse potenzieller Investoren wieder zu stärken, sind die nachfolgenden Aspekte zu beachten.

- **Maßnahmen zur Stärkung des Pfandbriefs**

Der aktuell diskutierte Vorschlag, die Liquiditätsvorhaltung in den Deckungsmassen von 90 auf 180 Tage auszudehnen, verdient Unterstützung. Eine solche Liquiditätsreserve ist einer ebenfalls diskutierten generellen Erhöhung der gesetzlich vorgeschriebenen Überdeckung von aktuell zwei Prozent vorzuziehen.

Ein weiterer ernst zu nehmender Kritikpunkt ist die zu geringe Transparenz bezüglich der Deckungswerte. Um Investoren regelmäßig über die genaue Zusammensetzung sowie andere Vorfälle zu informieren, müssen Emittenten aktuell alle drei Monate einen Bericht vorlegen. Eine zurzeit diskutierte Einführung einer monatlichen Berichtspflicht würde in einem volatilen Marktumfeld – wie dem aktuellen – das Vertrauen der Investoren stärken, erscheint in einem normalisierten Umfeld aber als nicht unbedingt notwendig. Eine temporäre Lösung ist folglich zu empfehlen.

Um das Vertrauen der Investoren in den Pfandbrief zu stärken, muss auch in Zukunft sichergestellt werden, dass alle involvierten Personen über eine ausreichende Qualifikation verfügen und durch angemessene Anreizstrukturen geleitet werden. Hierbei spielen neben der Pfandbriefbank vor allem zwei Institutionen eine wichtige Rolle: der Treuhänder und der Sachverwalter.

Es ist auch anzuführen, dass jegliche Änderungen an dem bestehenden Pfandbriefgesetz, die den sicheren Charakter des Pfandbriefes gefährden könnten, strikt abzulehnen sind. Eine Erhöhung der 60%-Grenze auf 70 % oder gar 80 % würde jedoch genau hierzu führen. Auch die Möglichkeit zur Indeckungnahme von MBS ist weder zu empfehlen noch zu erwarten. Der Pfandbrief muss auch in Zukunft ein homogenes Produkt bleiben, um den Prüfungsaufwand der Investoren bei der Investitionsentscheidung so gering wie möglich zu halten. Besonders in dem aktuell durch Misstrauen gekennzeichneten Umfeld liegt hierin der strategische Vorteil des Pfandbriefs gegenüber anderen Asset-Klassen.

- **Keine Verlängerung der SoFFin-Garantie für Bankanleihen**

Von einer Verlängerung der maximalen Laufzeit der SoFFin-garantierten Anleihen auf fünf Jahre ist dringend abzuraten. Diese haben den Pfandbrief bereits größtenteils aus dem Segment für kurze Laufzeiten, also bis zu drei Jahren, verdrängt. Der Pfandbrief wird sich folglich in Zukunft auf das Segment der mittleren bis langen Laufzeiten, also fünf oder zehn Jahre, fokussieren. Eine Ausweitung der Garantie auf fünf Jahre würde nicht nur den Pfandbrief, sondern auch alle anderen markteigenen Refinanzierungsarten, wie ungedeckte Schuldverschreibungen, nachhaltig schädigen.

- **Die Rolle der Verbriefungsmärkte**

Pfandbriefe und andere Refinanzierungsquellen reichen dennoch langfristig nicht aus, um alle volkswirtschaftlich nötigen und wirtschaftlich vorteilhaften Projekte zu finanzieren. Die Verbriefungsmärkte müssen deshalb so schnell wie möglich wieder funktionsfähig gemacht werden, damit Banken ihre ursprüngliche Aufgabe, der Bereitstellung von Krediten an die Realwirtschaft, alsbald wieder in vollem Umfang wahrnehmen können. Das Ziel muss deshalb sein, die Funktionsfähigkeit der Verbriefungsmärkte, wenn auch auf einem anderen Niveau, wieder herzustellen.

Es bedarf weitreichender Änderungsmaßnahmen, um das Vertrauen der Investoren wieder neu zu erlangen und Entwicklungen wie in den vergangenen Jahren in Zukunft zu verhindern. Die wesentlichen, zu ergreifenden Maßnahmen umfassen drei Bereiche: Verbesserung der Anreizstrukturen bzw. Haftung der Emittenten, Steigerung der Transparenz auf den Verbriefungsmärkten und Steigerung der Verlässlichkeit von Rating-Agenturen sowie den von ihnen erteilten Ratings (letztere wurden bereits oben unter II-1 vorgestellt).

- **Verbesserung der Anreizstrukturen bzw. Haftung der Emittenten**

Zentraler Bestandteil zukünftiger Maßnahmen zur „Wiederbelebung“ des Verbriefungsmarktes muss sein, den Kreditgeber bzw. Emittenten auch nach der Verbriefung der vergebenen Kredite dazu zu bringen, an dem Ausfallrisiko teilzuhaben und damit dessen Risikobewusstsein zu fördern. Um eine rein prozyklische Wirkungsweise der intendierten Regelung zu vermeiden, in der Investoren in „guten“ Zeiten ohne weiteres bereit sind, in Verbriefungstransaktionen ohne einen Selbstbehalt des Emittenten zu investieren, ist zwingend eine für alle Emittenten strukturierter Produkte verbindliche Regelung bezüglich eines Pflichtselbstbehaltes notwendig. Bei der Ausgestaltung der Mindestvorgabe müssen jedoch einige Aspekte beachtet werden, damit die einzuführenden Regelungen den ohnehin bereits stark geschwächten Verbriefungsmarkt nicht noch zusätzlich unnötig belasten und damit letzten Endes funktionsunfähig machen.

Einen Selbstbehalt des Emittenten in Höhe eines pauschalen Prozentsatzes des gesamten Emissionsvolumens zu fordern, würde der Markt wohl kaum verkraften. Vielmehr ist es ausreichend,

den Selbstbehalt eines bestimmten Prozentsatzes des Ausfallrisikos in Form der Equity-Tranche bzw. des First-Loss-Pieces zu fordern. Dies sollte bereits ausreichen, um Moral-Hazard-Probleme weitgehend zu reduzieren. Voraussetzung ist, dass die Emittenten dazu verpflichtet werden, diese über die gesamte Laufzeit der Verbriefung hinweg zu halten.

Entscheidend für den Erfolg der Regelung ist jedoch die Höhe des geforderten Mindestselbstbehalts. Bei deren Festlegung ist sowohl darauf zu achten, dass der Verbriefungsmarkt funktionsfähig bleibt, als auch, dass die gewünschte Wirkung erreicht wird. Würde ein Selbstbehalt des gesamten First Loss Pieces gefordert werden, wäre dies nicht gegeben. Da keine Daten, die eine empirische Analyse ermöglichen, existieren, muss die zu fordernde Höhe des Mindestselbstbehalts auf eine alternative Herangehensweise bestimmt werden. Alle relevanten Marktteilnehmer und Anspruchsgruppen, wie Banken, Rating-Agenturen, Wirtschaftsprüfer, Anwälte, Politiker und weitere, müssen hierzu kooperativ zusammenarbeiten.

- **Ergänzende Pflicht zum Monitoring durch den Emittenten**

Die Einführung eines Mindestpflichtselbstbehalts der Emittenten stellt den zentralen Aspekt einer Verbesserung der Anreizstrukturen bei Verbriefungen dar. Trotz der zu erwartenden Wirkungen einer solchen Pflicht können Anreizmissstände hierdurch nicht vollständig beseitigt werden. Eine Pflicht zum Monitoring durch den originären Kreditgeber ist deshalb zwingend einzuführen.

- **Steigerung der Transparenz auf den Verbriefungsmärkten**

Die sehr ausführlichen, oft mehrere hundert Seiten starken Dokumentationen zur Beschreibung von ABS und ABS-CDOs, haben trotz ihres Umfangs Investoren nicht ausreichend informiert und damit erheblich zu der fehlenden Transparenz auf den Verbriefungsmärkten beigetragen. Eine Standardisierung der Dokumente ist zwingend erforderlich. Insgesamt fehlt es vor allem an einem: Einer verlässlichen, transparenten und damit für den Investor nachvollziehbaren Modellrechnung, die Auswirkungen von Ausfällen auf Ebene der Basiswerte und Änderungen anderer Parameter auf die Wertpapiere der unterschiedlichen Tranchen aufzeigt. Um nachvollziehbar und damit verlässlich zu sein, müssen die Rechenmodelle standardisiert werden und deren Richtigkeit und Angemessenheit sowie die Grenzen der Aussagekraft der damit errechneten Ergebnisse von einer unabhängigen dritten Partei bestätigt werden.

Insgesamt scheinen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften am besten für die Funktion eines „Prüfers“ der Rechenmodelle strukturierter Produkte geeignet zu sein. Eine denkbare Alternative wäre eine Wahrnehmung der Funktion durch die BaFin im Rahmen ihrer Aufgabe als Verwaltungsbehörde des WpPG.

Eine Standardisierung der Dokumente zur Bereitstellung von Informationen für Investoren würde die Transparenz auf den Verbriefungsmärkten enorm verbessern. Um dies zu gewährleisten, sollte ein verbindlicher Best-Practice-Verhaltenskodex für alle Emittenten eingeführt werden, der die zwingend erforderlichen Inhalte der Prospekte vorschreibt.

Eine fortlaufende Information über die gesamte Laufzeit der Produkte hinweg ist aktuell ebenfalls nur bedingt für börsenzugelassene Produkte gegeben. Es ist sinnvoll, an dieser Stelle über darüber hinaus gehende Pflichten zur Bereitstellung fortlaufender Information für Investoren nachzudenken. Ob dies per Gesetz oder in Form von verbindlichen Best-Practice-Ansätzen geschehen sollte, muss noch geklärt werden. Eine Art Ad-hoc-Transparenzpflicht, auch für nicht börsennotierte Titel, wäre in jedem Fall wünschenswert.

Alle vorgeschlagenen Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz auf den Verbriefungsmärkten sollten grundsätzlich für alle strukturierten Produkte, unabhängig von deren Verbriefungsebene, gelten.

III Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

• Deutsche Immobilienwirtschaft in der Doppelzange

Die US-Wohnimmobilienkrise hat sich über die Fremdkapital-Liquiditätskrise und der dadurch verursachten Bankenkrise zu einer Börsenkrise und weiterhin zu nationalen Realwirtschaftskrisen entwickelt. Über diesen Transmissionsmechanismus ist auch die deutsche Immobilienwirtschaft massiv betroffen. Die deutsche Immobilienwirtschaft wird dabei in der aktuellen Krise von zwei Seiten „in die Zange“ genommen. Zum einen wird durch die Rezession die Zahl der Beschäftigten und somit die Nachfrage nach Büroflächen negativ beeinflusst, was zu steigendem Leerstand und sinkenden Mieten führt.

• Büromarkt

Vor allem sind dabei Finanzstandorte wie beispielsweise Frankfurt am Main betroffen, bei denen mit weiterem Leerstand und sinkenden Mieten in 2009 zu rechnen ist. Zum anderen haben die erschwerten Finanzierungsbedingungen einen erheblichen Einfluss auf den Transaktionsmarkt. Das zur Finanzierung benötigte Fremdkapital wird durch die stark eingeschränkten Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken und der damit verbundenen restriktiven Vergabe knapp und teuer. Bereits 2008 ging das Transaktionsvolumen auf dem Büromarkt im Gegensatz zum Rekordjahr 2007 um 60 % zurück. Vor allem die Portfoliotransaktionen haben in diesem Zusammenhang stark abgenommen. Für 2009 ist ein ähnliches Transaktionsvolumen wie 2008 zu erwarten.

• Markt für Einzelhandelsimmobilien

Die für 2009 erwartete, steigende Arbeitslosenquote wird einen Einfluss auf den Konsum und somit den Einzelhandelsumsatz haben. Dies wird die Mieten für Einzelhandelsimmobilien belasten. Bei Einzelhandelsimmobilien wird es in Zukunft stark auf die Lage ankommen. So wird die Nachfrage nach 1a-Lagen weiterhin stark bleiben und die Mieten damit nicht einbrechen. Verlieren werden hingegen die b- und c-Lagen. Auch der Transaktionsmarkt für Einzelhandelsimmobilien ist von der Finanzkrise stark betroffen und es ist mit einem sinkenden Transaktionsvolumen zu rechnen.

• Wohnimmobilienmarkt

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt entwickelt sich hingegen stabil. Dabei ist für den deutschen Wohnimmobilienmarkt positiv zu werten, dass die Krise auf einen an für sich gesunden Markt getroffen ist, der historisch gesehen durch eine geringe Preisvolatilität und dadurch bedingt keiner wirklichen Blasenbildung ausgesetzt war. Die verhältnismäßig sehr geringen Preissteigerungen in der Vergangenheit lassen den deutschen Immobilienmarkt so im Gegensatz zu anderen Märkten mit exorbitanten Preissteigerungen, wie in den USA und Spanien, sehr solide dastehen und auch weiterhin nachhaltig attraktiv für Investoren erscheinen. Weiterhin hat es in Deutschland keine Überbauung und somit kein Überangebot wie in anderen Ländern gegeben. Bedingt durch die demographische Entwicklung und die damit verbundene Singularisierung der Haushalte wird die Nachfrage nach Wohneinheiten in den nächsten Jahren steigen. Vor allen

Ballungszentren werden starken Zulauf erfahren. Ein wichtiger Trend auf dem Wohnungsmarkt wird in Zukunft die energetische Gebäudesanierung sein.

- **Indirekte Immobilienanlage**

Auch indirekte Immobilienanlagen sind von der Krise betroffen. So haben im Oktober 2008 bereits 12 offene Immobilienfonds für zunächst drei Monate geschlossen und damit die Rücknahme ihrer Anteile ausgesetzt. Geschlossene Immobilienfonds haben 2008 das schwächste Platzierungsergebnis seit 15 Jahren erzielt. Die Kurse von Immobilien-Aktiengesellschaften sind in den letzten Monaten drastisch eingebrochen.

- **Negative Rückkopplungseffekte**

Negative Rückkopplungseffekte für die deutsche Realwirtschaft sind in der Form zu erwarten, dass sich die Immobilienkrisen anderer Länder durch sinkende Exporte bemerkbar machen. Diese wiederum beeinflussen die Ausrüstungsinvestitionen und damit die Beschäftigtenzahlen und den Konsum.

Die Regierungen müssen durch finanz- und geldpolitische Programme versuchen, die Konjunktur zu beleben. Die umfangreichen Maßnahmen zur Eindämmung der aktuellen Krisensituation müssen so schnell wie möglich ihre Wirkung zeigen, so dass die Finanzierungsmöglichkeiten für Immobilieninvestitionen nicht weiter abnehmen.

Banken müssen hierzu dringend an justierten Refinanzierungsinstrumenten arbeiten, welche das Kreditrisiko zu einem Teil auf den eigenen Büchern belassen. Nur so kann eine gewissenhafte Bewertung und stetige Überwachung der Risiken gewährleistet, das Vertrauen in das System wieder gestärkt, und damit auch mittelfristig wieder ein funktionierender Refinanzierungsmarkt ermöglicht werden.