

Potenzielle Risiken im Gewerbeimmobiliengeschäft der Pfandbriefemittenten in den USA¹

Kurzanalyse mit Aktualisierung zu 2004²

Ein besonderes wirtschaftliche Interesse der Pfandbriefemittenten gilt neben der Konsolidierung ihrer Marktposition in Europa der Ausweitung des Geschäfts auf die USA, und hier vor allem dem Gewerbekredit in den Sektoren Einzelhandel und Büro.

Der dortige Gewerbeimmobilienmarkt, und insbesondere der dortige Büromarkt, hat jedoch zu Beginn der neunziger Jahre eine schwere Krise durchlebt, die mit Rekord-Ausfallraten bei Immobilienkrediten verbunden war. Dies wirft die Frage auf, wie die Risikosituation im Immobilienkreditgeschäft in den USA aus heutiger Sicht einzuschätzen ist und ob, und falls ja, wie, sich die auftretenden Risiken durch in Europa übliche Mindestanforderungen an Kreditvergabe- und Diversifizierungsverhalten der Banken in ausreichendem Umfang kontrollieren lassen.

Insbesondere ist aus Sicht der Pfandbriefemittenten interessant, ob sie sich durch eine Geschäftsausweitung auf die USA einem höheren Portfoliokreditrisiko und damit einer Gefährdung der Sicherheit des Pfandbriefes aussetzen würden.

Stabilere Immobilienmärkte

Zunächst ist festzustellen, daß sich der US-amerikanische Gewerbeimmobilienmarkt in den vergangenen 13 Jahren grundlegend verändert und insgesamt überaus positiv entwickelt hat. Die USA sind heute, was Marktinfrastruktur und Transparenz betrifft, den europäischen Märkten weit voraus.

Trotz des langanhaltenden Booms der neunziger Jahre kam bisher es zu keiner neuen Überproduktionsphase wie in den achtziger Jahren, mit der Folge deutlich niedrigerer

¹ Von Hans-Joachim Dübel, Berlin. Der Autor ist Experte für die Entwicklung von Immobilienfinanzierungssystemen und Politikberatung mit langjähriger Berufserfahrung in den USA.

Leerstände. Entscheidender Unterschied der heutigen Situation am amerikanischen Immobilienmarkt im Vergleich zur Krise von 1990/91 ist jedoch, daß die Kapitalwerte bzw. die am Markt gezahlten Preise von Immobilien heute weitaus stabiler und von geringeren Wertsteigerungserwartungen gekennzeichnet sind. Abbildung 1 zeigt, daß dies insbesondere im Bürosektor der Fall ist.

Aus der Kombination geringer Leerstände und stabiler Preise ergeben sich derzeit hohe Liegenschaftszinssätze für Immobilien von durchschnittlich 7-8%p.a., im Vergleich zu 5% und darunter in Westeuropa.³ Entsprechend hoch sind die von den Investoren erzielten Risikoprämien über langfristige Staatsschuld in Höhe von 3-5% (vgl. Abbildung 2). Eine Wiederholung der Immobilienkrise von Marktbeobachtern wird aufgrund dieser vorsichtigen Haltung der Investoren für die absehbare Zukunft ausgeschlossen.⁴

Der milde Charakter des derzeit ablaufenden Immobilienpreiszykluses sowie die Resistenz des Marktes gegenüber den durch den 11. September ausgelösten wirtschaftlichen Schocks unterstreichen diese Einschätzung:

- Zwar durchläuft das Bürosegment, wie aus Abbildungen 1 und 2 ablesbar, einen Preis- und Renditezyklus. Da die Zahl der Arbeitsplätze langsamer zunimmt als in vorangegangenen Aufschwungphasen, bleibt die Flächennachfrage derzeit hinter den Erwartungen zurück; entsprechend langsam wachsen die Mieten. Längerfristige Auswirkungen auf die Entwicklung von Rendite und Liegenschaftszins ergeben sich jedoch nicht, da die Preisentwicklung das Marktumfeld gut widerspiegelt.
- Im ebenfalls in den folgenden Abbildungen dargestellten Einzelhandelssegment eilen die Preise und Renditen dagegen dem Bürosegment voraus. Der wesentliche Grund ist der anhaltend starke, in den Jahren 2001-3 durch Umschuldungen von Hypotheken auf niedrigere Zinsniveaus wesentlich stimulierte, private Konsum.
- Das einzige über einen längeren Zeitraum in Mitleidenschaft gezogene Immobilienmarktsegment ist dasjenige der Hotels (nicht dargestellt). Auslastung und Ertragsentwicklung waren durch die Terroranschläge stärker betroffen als in anderen Segmenten, was zu Preisabschlägen führte. Seit Mitte 2003 findet jedoch auch in diesem Segment eine scharfe Trendumkehr im Hinblick auf höhere Auslastungen und steigende Preise statt.

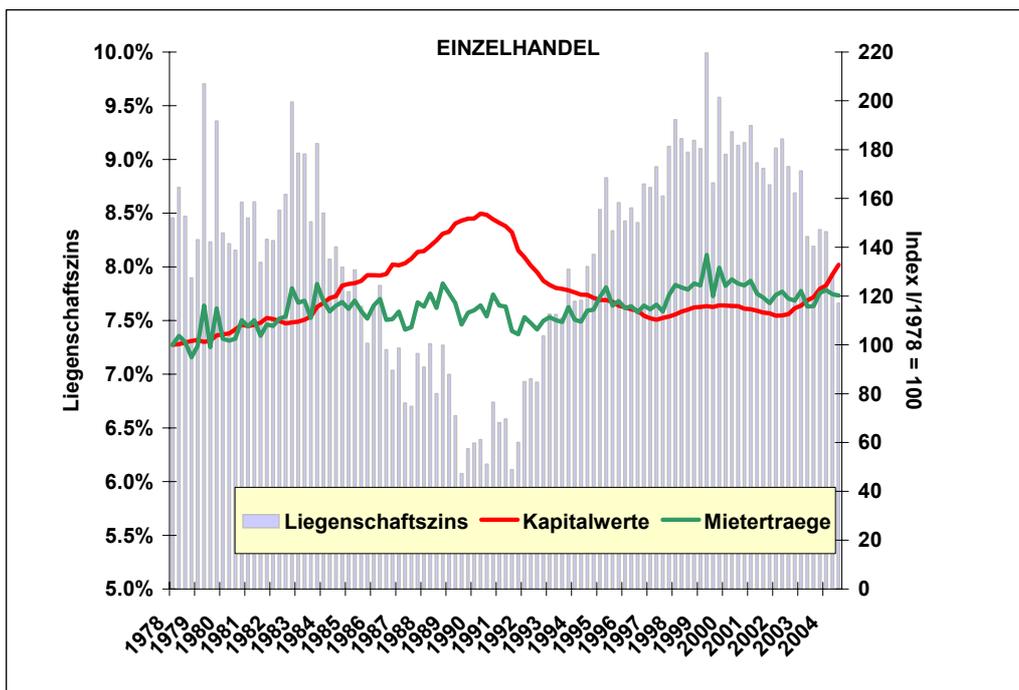
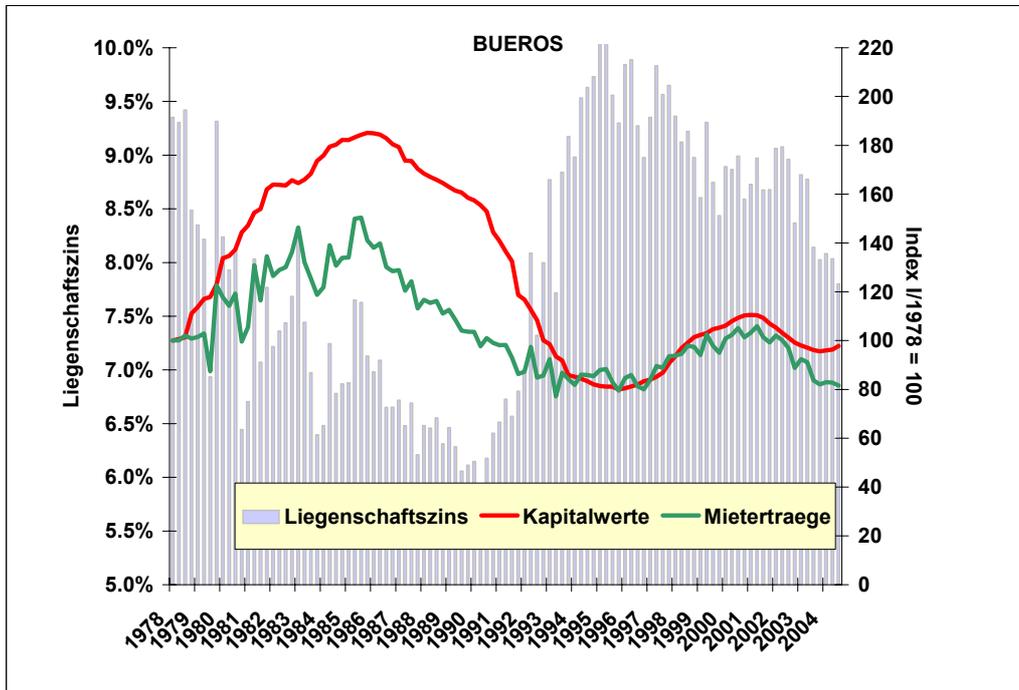
² Vom selben Autor wurde bereits im Februar 2002 auf Anfrage des Verbands deutscher Hypothekenbanken eine Kurzstudie zum Thema vorgelegt. Diese ist auf Anfrage beim Autor erhältlich (aduebel@attglobal.net).

³ Der Liegenschaftszins ist der für Investor und Banken entscheidende relative Preis des Immobiliensektors. Er spiegelt die durch Vermietung erzielbaren Renditen unter Ausschluß von Kapitalgewinnerwartungen wider. In Zeiten spekulativer Preisblasen kann der Liegenschaftszins bis auf das Niveau von Staatsschuldzinsen und darunter absinken.

⁴ Vgl. Entsprechende Marktberichte der Ratingagenturen, so etwa von Standard & Poors, "CMBS Quarterly Insights: The Shape of CMBS Since Sept. 11", Commentary, October 2001

Abbildung 1

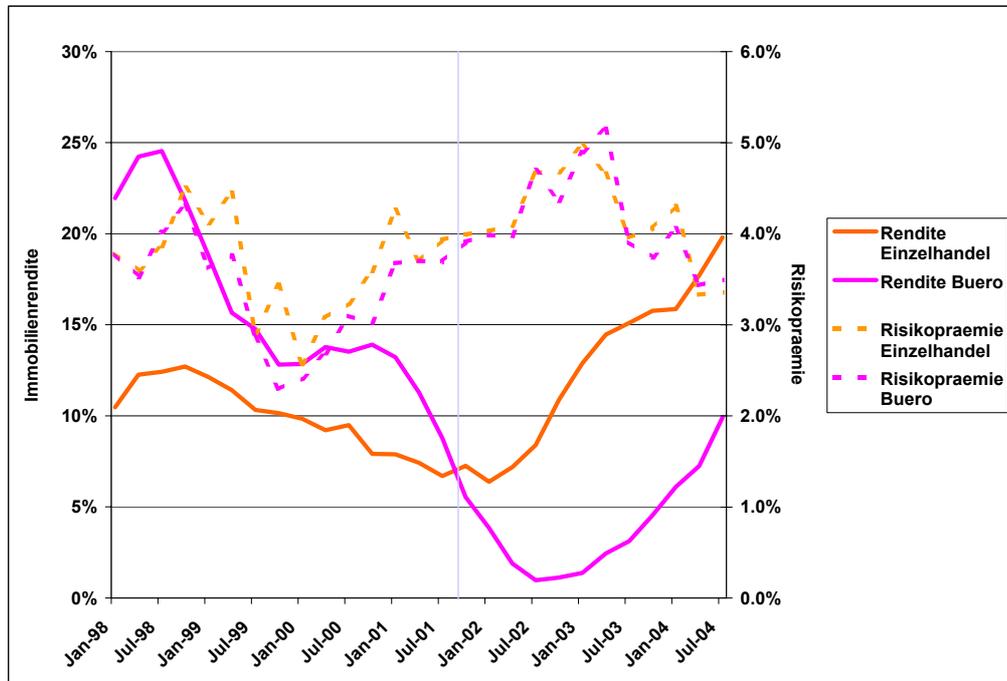
Immobilienzyklen bei Büros und Einzelhandel in den USA, 1978 - 2004



Quelle: Daten des National Council of Real Estate Fiduciaries (NCREIF), eigene Berechnungen des Autors. Anmerkung: Index IV 1978 = 100. NCREIF unterhält eine Datenbasis von Einzelobjekten. Die Kapitalwerte dieser Objekte werden anhand von am Markt erzielten Preisen vergleichbarer Objekte und abzüglich ihrer kalkulatorischen Modernisierungsinvestitionen einmal im Quartal ermittelt. Die Erträge der Objekte sind als Mieterträge abzüglich der Betriebskosten definiert.

Abbildung 2

Renditen und Risikoprämien von Büro- und Einzelhandelsimmobilien in den USA vor und nach dem 11. September 2001, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr



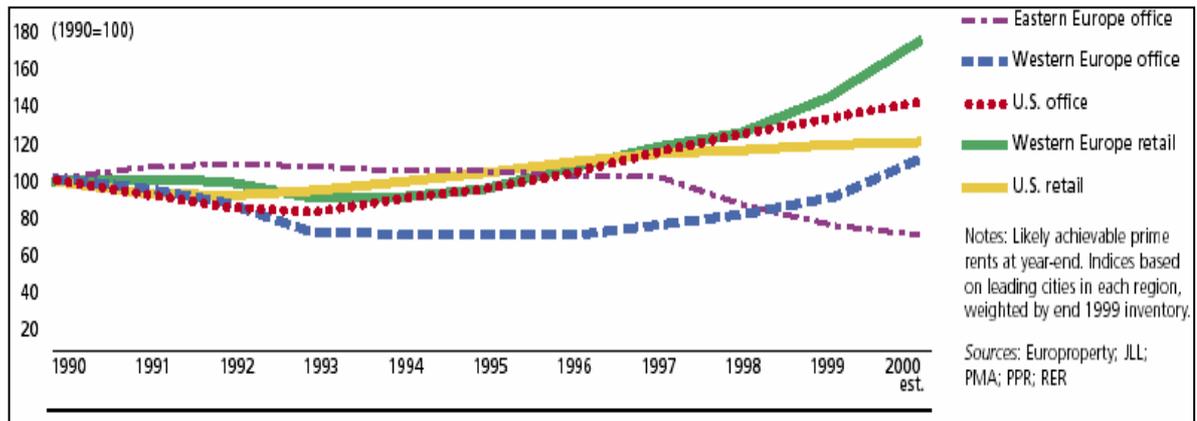
Quelle: National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF). Anmerkung: Rendite wird definiert als Summe aus Wertsteigerungen und Mieterträgen. Zur Methodik vgl. Anmerkung zu Abbildung 1. Die Risikoprämie wird definiert als Differenz zwischen dem Liegenschaftszins und der Rendite auf 10-Jahres-Staatsschuld.

Im weiteren Verlauf des Jahrzehnts ist zu erwarten, daß die Investitionen den Konsum als Konjunkturmotor der USA ablösen werden. Die Konsequenz wäre eine Angleichung der Renditen der unterschiedlichen Immobilienmarktsegmente sowie eine leichte Abschwächung des Renditewachstums insgesamt.

Bemerkenswert ist die anhaltend geringe Volatilität der Immobilienmärkte in den USA der vergangenen 15 Jahre im Vergleich zu den durch geld- und finanzsektorpolitische Sonderfaktoren gekennzeichneten achtziger Jahren. Zwar spielen politische Unsicherheitsfaktoren immer wieder eine Rolle – so die in Abbildung 2 ablesbare Erhöhung der Risikoprämien bis Anfang 2003 im Vorfeld des Irakkrieges. Auch sinken die Liegenschaftszinsen nach ihrem extremen Anstieg Anfang der neunziger Jahre im Trend wieder ab. Jedoch sind sowohl Liegenschaftszins als die durch sie implizierten Risikoprämien im langfristigen Trend erstaunlich stabil. Bei den Mietenniveaus wiesen die amerikanischen Büromärkte ebenfalls langfristig eine deutlich geringere Volatilität auf als die westeuropäischen Märkte (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3

Mietenentwicklung bei Büro- und Einzelhandelsimmobilien
in den USA und Europa in den 90er Jahren



Quelle: PPR Research: "Why Europe ?", in: *Real Estate / Portfolio Strategist*, Vol. 5, No. 2, Boston: February 2001. Anmerkung: Mieten für hochwertige Objekte und erstklassige Mieter zum Jahresende. Indizes basieren auf den in der jeweiligen Region führenden Städten. Gewichtung nach dem relativen Immobilienbestand des Jahresendes 1999.

In einem von oft starken Industriekonzentrationen und geringer Neigung zum wirtschaftspolitischen Ausgleich geprägten wirtschaftlichen Umfeld konzentrieren sich die Immobilienmarktrisiken in den USA derzeit vor allem auf die zum Teil deutlichen regionalen Unterschiede bei den Mieten- und Leerstandsentwicklungen.⁵ Diese sowie die teilweise asynchrone Entwicklung der unterschiedlichen Immobilienmarktsegmente unterstreichen die Notwendigkeit einer ausreichenden Portfoliodiversifizierung durch Immobilienmarktinvestoren und deren Finanzierer.

Professionellerer Kreditmarkt

Die Ursachen für die Immobilienblase der achtziger Jahre lagen wesentlich im damaligen Charakter des Marktes für Gewerbefinanzierungen begründet. Dieser hat sich seit der mit den Ereignissen im Immobiliensektor eng verbundenen Banken- und Sparkassenkrise radikal gewandelt.⁶ Die heute stabileren Preise am Immobilienmarkt hängen direkt mit den

⁵ Zu den stark konzentrierten Standorten liegt eine Untersuchung von Fitch vor. Beispiele mit hohen Leerständen sind San Francisco, mit starker Konzentration der nach 2000 zusammengebrochenen Dot.com-Industrie, und Houston, dessen zentraler Geschäftsdistrikt vom Zusammenbruch von Enron stark beeinträchtigt wurde.

⁶ In wirtschaftspolitischen Diskussionen wird häufig unterstellt, die Banken- und Sparkassenkrise sei von hohen Immobilienkreditrisiken verursacht worden. Dabei wird übersehen, daß es aufsichtsrechtliche Veränderungen waren, die erst zu der übersteigerten Kreditvergabe im Gewerbeimmobiliensektor und anschließend zu hohen Ausfällen mit anschließenden Liquidationen führten. Durch hohen Liquiditätszufluß wurde der Immobilienmarktzyklus der achtziger Jahre erheblich verstärkt, mit dem Ergebnis extrem niedriger Liegenschaftszinssätze (vgl. Abbildung 1). Im regulatorischen Bereich ist insbesondere der Garn-St.Germain Act

Veränderungen des Kreditvergabeprozesses zusammen, der von einem strafferem regulatorischen Umfeld für einlagene Institutionen und stärkerer Marktkontrolle durch Verbriefungen gekennzeichnet ist.

Zunächst hatten sich während der Krise unter dem Druck der amerikanischen Regulierungsbehörden sämtliche Sparkassen und viele Banken aus der Gewerbeimmobilienfinanzierung zurückgezogen. Für die verbliebenen Kreditgeber wurde die Regulierungspraxis durch striktere Eigenkapitalvorschriften und Portfoliorestriktionen deutlich verschärft. Banken sowie selbst die langfristig orientierten Lebensversicherer wurden im Verlauf der neunziger Jahre als Kreditgeber durch die direkt in den Kapitalmarkt emittierenden Finanzierungsgesellschaften und von den Banken aufgelegte sogenannte 'Conduits' ersetzt.

Der mit diesen neuen Finanzierungsmodellen verbundene und nunmehr seit Mitte der neunziger Jahre bestehende Markt für sogenannte 'Commercial Mortgage-backed Securities' (CMBS) hat zu einer Transparenzrevolution im Gewerbeimmobilienkredit geführt. Der Grund sind die durch Investoren und Ratingagenturen geforderten hohen Informationsstandards im Vorfeld und zur Kontrolle der Wertentwicklung von einzelnen Emissionen. Viele ehemalige direkte Kreditgeber mit Kreditrisikonahme, wie Banken und Versicherer, finden sich inzwischen als indirekte Investoren mittels CMBS wieder.

Durch die verstärkte Kapitalmarktorientierung hat sich gegenüber dem zuvor praktizierten reinen Universalbankenmodell auch die Risikosteuerung verbessert. Ratingagenturen untersuchen die Einzelobjekte in Finanzierungspools in der Regel im Detail und analysieren periodisch die Wertentwicklung der verbrieften Kreditportfolios. Abweichungen werden durch höhere Eigenkapitalunterlegungen bei Emissionen oder Downgrades von laufenden Emissionen bestraft.

Deutsche Pfandbriefemittenten und Universalbanken profitieren indirekt von die neuen Standards durch eine hohe Dichte von Analysen von Objekten und Beleihungen. Einige nehmen direkt am CMBS-Markt als Emittent oder Originierer teil.⁷

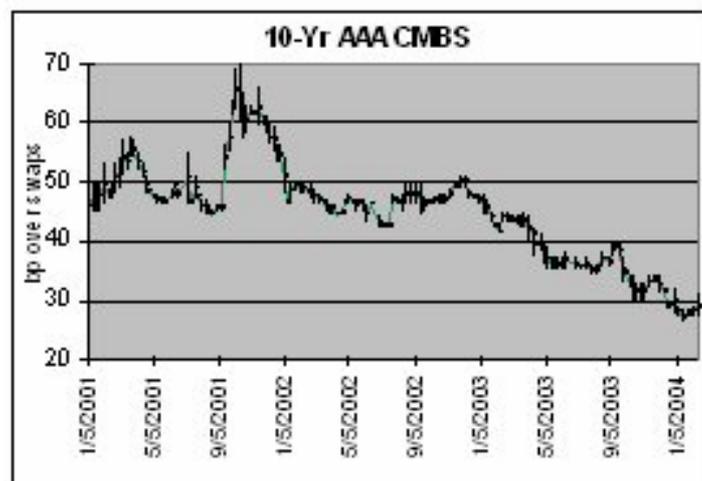
von 1982 zu nennen, der erstmals den in diesem Sektor vollkommenen unerfahrenen Sparkassen das Gewerbeimmobiliengeschäft erlaubte. Eine wichtige Motivation für die Gesetzesänderung war, es den Sparkassen zu erlauben, vorangegangene, durch Zinsänderungsrisiken verursachte Verluste bei Wohnungsbauhypotheken durch Neugeschäft in vermeintlich höher rentablen Bereichen zu kompensieren.

⁷ Z.B. HVB Mortgage Capital Corp im Jahre 2003 mit einer Verbriefung von sechs Krediten. Die Deutsche Bank avancierte im dritten Quartal 2004 zum amerikanischen Marktführer bei Originierungen von Gewerbeimmobilienkrediten für CMBS.

Wie Abbildung 4 zeigt, hatte der CMBS-Markt auch bei hohen Ratings mit von geringer Liquidität der Instrumente hervorgerufenen Spreadproblemen zu kämpfen. Die Kinderkrankheiten scheinen inzwischen zwar abzuklingen; dennoch hat der Pfandbrief als zur CMBS zunächst als Alternative auftretendes Finanzierungsinstrument eine überaus realistische Marktchance, denn er kann den Liquiditätsnachteil der CMBS durch größere Emissionsvolumina ausnutzen.

Abbildung 4

Entwicklung der Spreads von mit AAA-Ratings versehenen Commercial Mortgage-backed Securities in den USA



Quelle: Commercial Mortgage Securities Association.

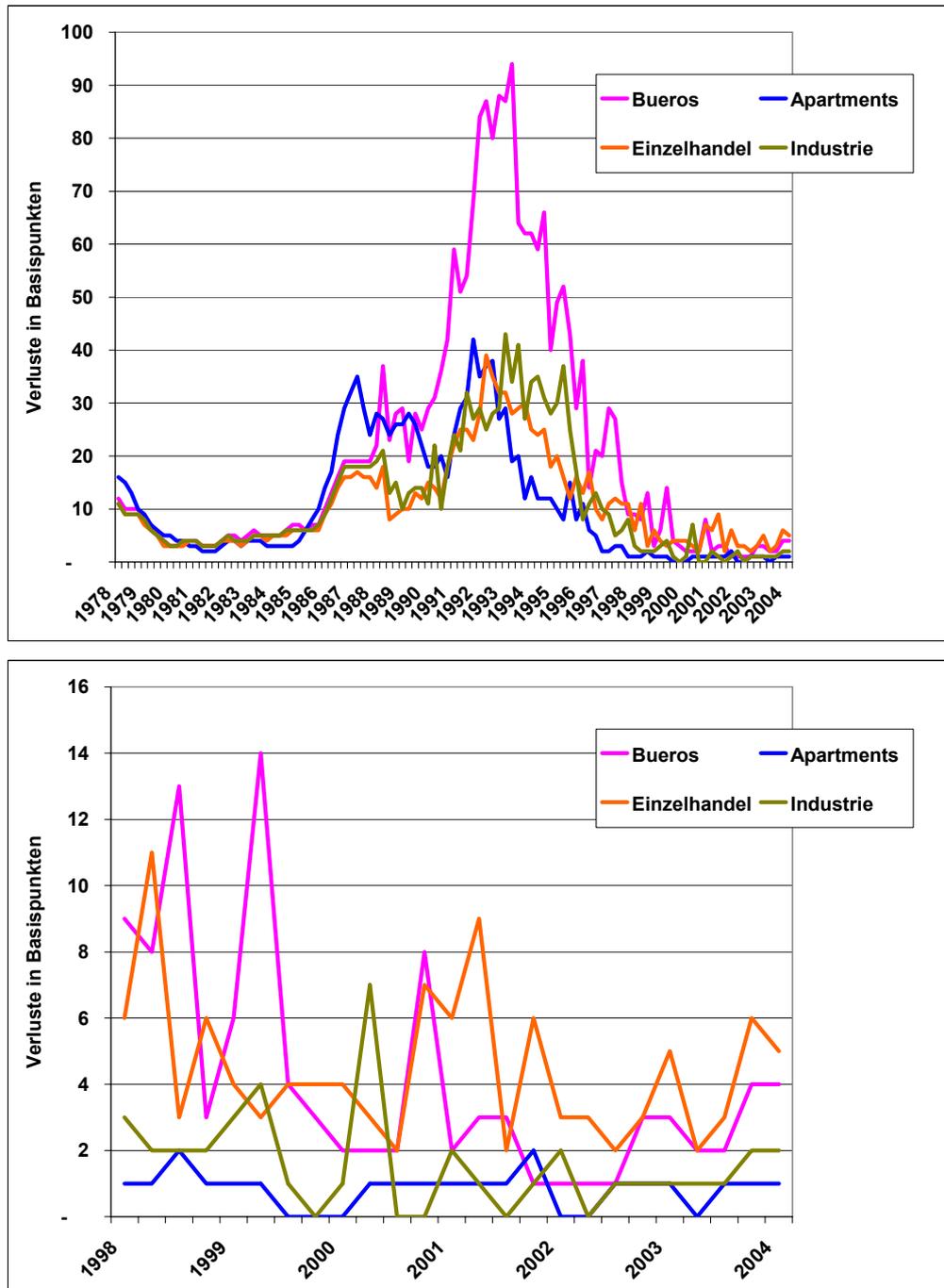
Die tatsächlichen Kreditverluste im Gewerbeimmobilienkreditmarkt sind nach dem scharfen Anstieg zu Beginn der neunziger Jahre auch als Ausdruck dieser neuen Marktstandards stark zurückgegangen. Zwar hatte die starke U.S.-Konjunktur der neunziger Jahre einen maßgeblichen Einfluß auf die Höhe der Verluste. Aber auch mit dem Abschwung seit 2000 ergab sich nur ein kaum bemerkbarer Anstieg.⁸

Abbildung 5 gibt die Daten des Giliberto-Levy-Indexes wider, der auf den Angaben der nach wie vor als Direktinvestoren auftretenden U.S. Lebensversicherungsindustrie basiert. Die hervorragenden Ergebnisse der Versicherer in den vergangenen Jahren werden durch detaillierte Risikoanalysen des CMBS-Marktes durch Ratingagenturen gestützt.

⁸ Vgl. Entsprechende Berichte der Ratingagenturen, u.a. S&P (s.o.)

Abbildung 5

Verlustquote im gewerblichen Immobilienkreditgeschäft in den USA,
langfristige und kurzfristige Entwicklung



Quelle: Giliberto-Levy-Index. www.jblevy.com.

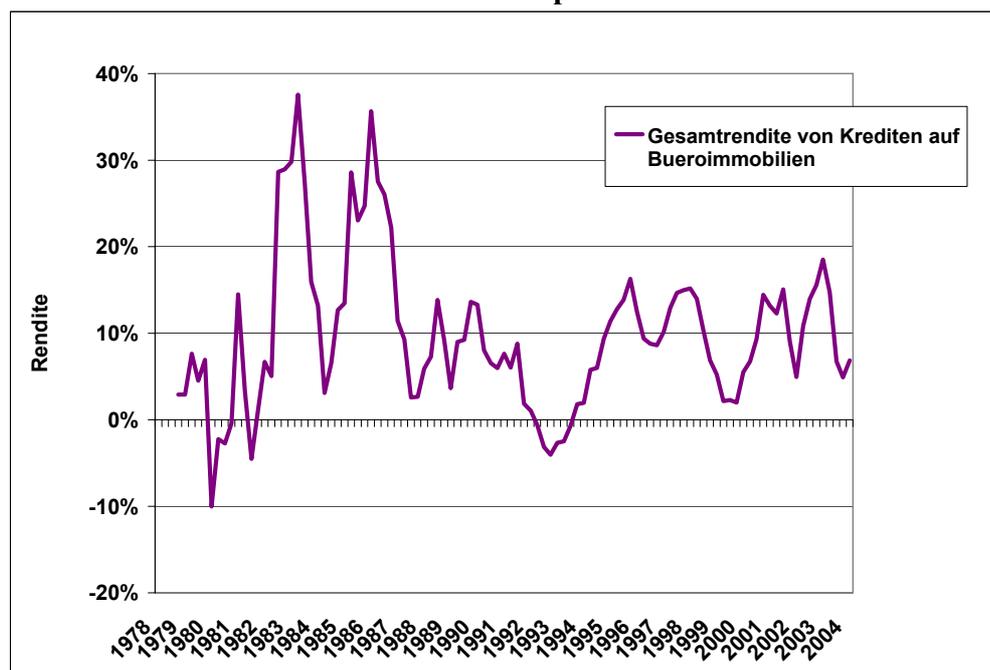
So findet Fitch (2004) kumulierte Verlustquoten über den gesamten Zeitraum der Existenz des Marktes von 11 Jahren von nur 0,38%; aufgrund der fortgeschrittenen Kreditdauer ist mit jährlichen Kreditrisikokosten von deutlich unter 5 Basispunkten zu rechnen. Dies sind Werte, die im Allgemeinen nur im selbstgenutzten Wohnungssektor mit seiner hohen Kreditdisziplin als erreichbar gelten. In einer weiteren Studie zeigt Fitch, daß die Ausfälle bei CMBS-

Gewerbeimmobilienkrediten nur ein Fünfzigstel der Ausfälle bei Unternehmenskrediten betragen.

Abbildung 6 demonstriert noch einmal am Beispiel des Bürosektors, wie stabil sich der Gewerbekreditmarkt seit der Krise Anfang der neunziger Jahre entwickelt hat. Im Langfristvergleich über 15 Jahre ist auch eine deutliche Erhöhung der Wertentwicklung der Immobilienkreditportfolios zu erkennen, die sich vor allem auf vorteilhafte und auskömmliche Margen stützt. Aus Sicht europäischer Banken ist der amerikanische Gewerbekreditmarkt damit nach wie vor sehr attraktiv. Dies gilt auch nach einer durch die jüngere Kredithistorie gerechtfertigten gewissen Margeneinengung zu Beginn des laufenden Jahrzehnts.

Abbildung 6

**Gesamtrendite von Krediten auf Büroimmobilien in den USA
vor und nach dem 11. September 2001**



Quelle: Giliberto-Levy-Index. www.jblevy.com. Anmerkung: die Gesamtrendite ergibt sich aus Verzinsung abzüglich Kreditverlusten sowie Veränderungen des Zinsumfeldes (Kapitalgewinne bzw. -verluste).

Ein mögliches Risiko für den Gewerbekreditmarkt für die Zukunft könnte in einem Wiederaufleben der starken Kreditausweitung der 80er Jahre liegen, die durch expansive Geld- und Kreditpolitik gekennzeichnet waren. Dafür fehlt es aber nach drei Jahren historisch niedriger Geldmarktzinsen und bei anhaltend niedrigen langfristigen Kapitalmarktzinsen in den USA an möglichen Quellen monetärer Impulse. Mittelfristig ist eher das Gegenteil, nämlich eine Kreditverknappung durch die Kollateraleffekte des hohen U.S.-Staatsdefizites zu

erwarten. Ebenso könnten sich durch die Überschuldung der Haushalte Probleme im Wohnimmobilienbereich ergeben, die zu höheren Zinsen führen könnten.⁹ Durch beide Prozesse würde aber jeder Druck in Richtung auf eine erneute Gewerbeimmobilienpreisblase genommen werden. Selbst eine starke Ausweitung der ausländischen Kreditvergabe würde kaum entgegensteuern.

Langfristiges Engagement von Pfandbriefemittenten federt Risiken ab

Im amerikanischen Kreditmarktkontext lassen sich deutsche Pfandbriefemittenten mit ihrer Emissionstätigkeit gegen auf der Bilanz gehaltene Kredite als traditionelle langfristige Kreditgeber einordnen.¹⁰ Naheliegender wäre ein Vergleich mit den U.S.-Lebensversicherern, die den Gewerbekreditmarkt durch langfristiges Eigenkapital bedienen.

Auch nach der für den Juni 2005 avisierten deutschen Gesetzesreform, die die Pflicht zur Gründung einer spezialisierten Hypothekenbank abschaffen soll, werden deutsche Pfandbriefemittenten einer langfristiger Sichtweise ihrer Kreditrisikoengagements verpflichtet bleiben. Dies unterscheidet sie von 'opportunistisch' agierenden reinen Universalbanken. Das langfristige Engagement soll durch Anreize bei der Indeckungnahme der Kredite für den Pfandbrief im Gegensatz zur Finanzierung über Eigenkapital sichergestellt werden.¹¹

Zweifellos unterlagen jedoch die US-Gewerbeimmobilienmärkte in der Rückschau Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre hohen Preis- und im Bürobereich auch Mietertragsrisiken, sodaß sich die Frage der Schockresistenz des mit dem Pfandbrief verbundenen Finanzierungsmodells stellt.

Um diese Fragen zu beantworten wird eine Portfoliosimulation eines hypothetischen Pfandbriefemittenten mit ausschließlichem USA-Geschäft mit den historischen Immobilienpreisdaten des National Council of Real Estate Fiduciaries durchgeführt. Das

⁹ Dies ist allerdings für die USA weniger wahrscheinlich als etwa für Großbritannien oder Australien, wo die Haushalte vor allem in Gleihtzinskrediten verschuldet sind.

¹⁰ Andererseits können Pfandbriefemittenten wie andere Banken auch Kreditrisiken flexibel durch Verbriefungen oder Kreditrisikowaps an die Kapitalmärkte weitergeben, oder als reine Originatoren tätig werden, sodaß die Pfandbriefemission lediglich eine weitere Finanzierungs- und Risikomanagementoption darstellt.

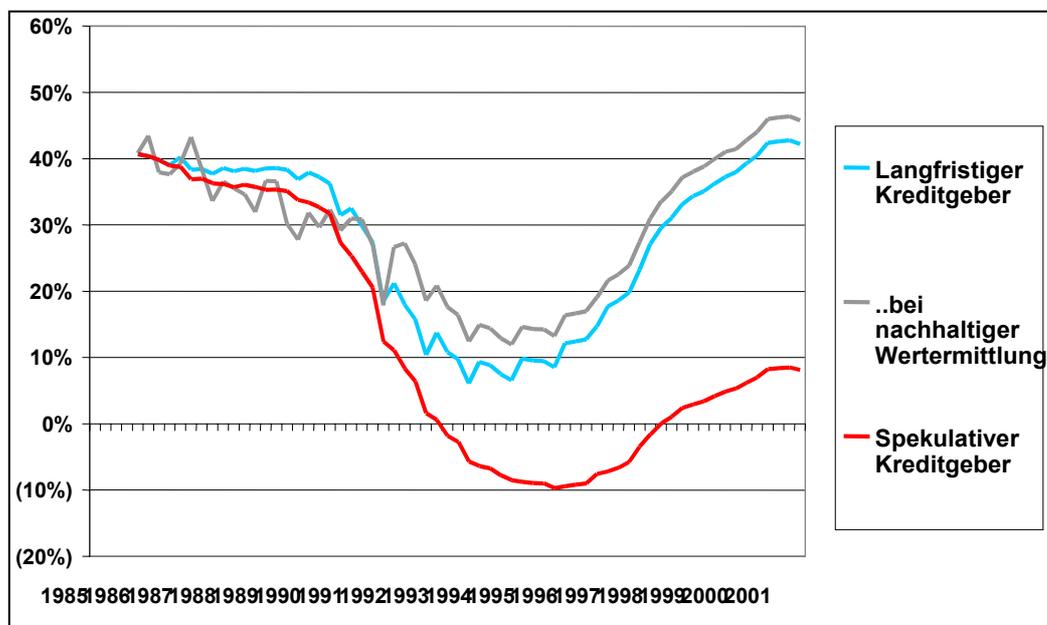
¹¹ Vgl. § 27 (2) des Referentenentwurfs des Pfandbriefgesetzes, Stand 31.10.2004. "Vor Aufnahme von Geschäften in neuen Produkten, Geschäftsarten oder auf neuen Märkten hat die Pfandbriefbank eine umfassende Analyse der damit einhergehenden Risiken und der daraus resultierenden Erfordernisse an das Risikomanagementsystem vorzunehmen und zu dokumentieren. Bis zum Erwerb einer gefestigten Expertise sollen diese Geschäfte nur in angemessenem Rahmen in Deckung genommen werden. Der Nachweis einer gefestigten Expertise ist ausführlich schriftlich darzulegen."

Ergebnis ist, daß selbst die erhöhten Risiken der Büroimmobilienblase unter Beachtung der in Deutschland geltenden Bedingungen für Pfandbriefemittenten als bewältigbar eingeschätzt werden können.

So führt die Langfristigkeit des Engagements dazu, daß kurzfristige Wertverluste des Portfolios durch neue Kapitalgewinne ausgeglichen werden. Abbildung 7 verwendet zur Modellierung des Portfolioaufbaus eines langfristigen Kreditgebers die tatsächlichen Umsätze am Gewerbeimmobilienmarkt in jedem Investitionszeitraum als Näherung für die Kreditvergabeaktivität zu verschiedenen Zeitpunkten.

Abbildung 7

Stressanalyse: Entwicklung des Sicherheitspuffers der Pfandbriefdeckung im Worst Case Szenario des Einstiegs am Büromarkt 1986



Quelle: Simulation des Autors mit den Kapitalwertzeitreihen des NCREIF. Anmerkung: Nachhaltige Wertermittlung berücksichtigt einen konstanten Liegenschaftszins (7,5%) sowie einen 10%igen Bewertungsabschlag. Vgl. auch Abbildung 1.

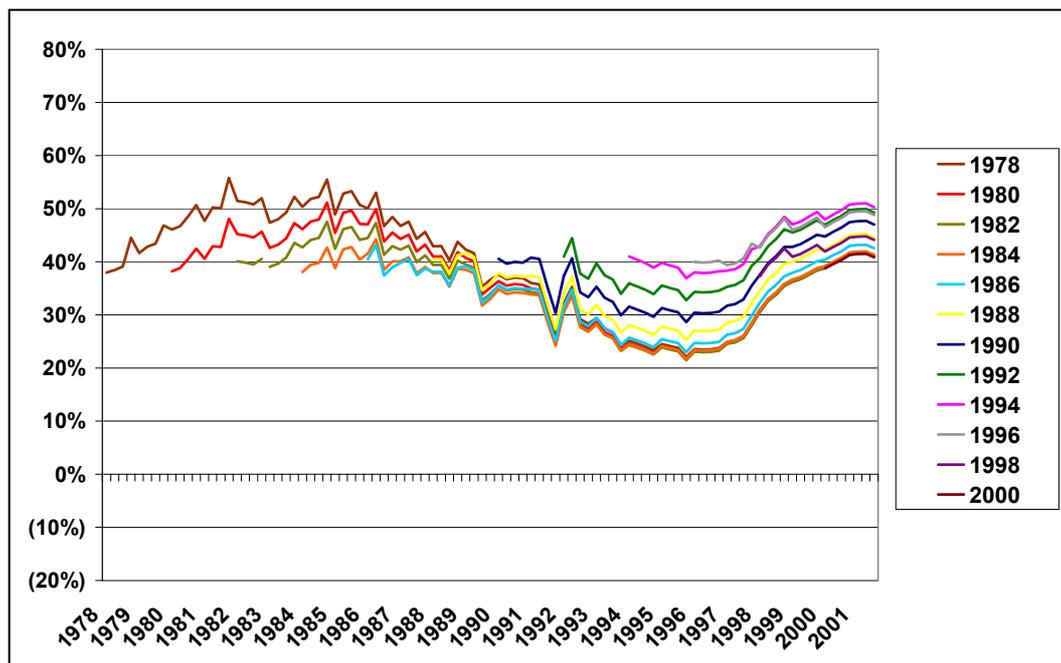
Anhand des Falles des am stärksten von Kreditausfällen betroffenen Jahrgangs 1986 läßt sich die zeitliche Entwicklung der als Sicherheitspuffer dienenden Differenz zwischen Immobilienwert und 60%-Deckungswert des Pfandbriefs demonstrieren. Bei einem langfristigen Kreditgeber lag dieser Puffer durch kontinuierliche Neugeschäftacquistion deutlich höher als bei einem nur in den einzelnen Jahrgang investierenden, spekulativen Kreditgeber. Zusätzlich risikomindernd hat sich die von den Hypothekenbanken angewendete nachhaltige Beleihungswertermittlung ausgewirkt.

Indeckungnahme von USA Aktiva für den Pfandbrief erleichtert die notwendige Diversifizierung

Neben der strategischen Grundsatzentscheidung bedeutsam für ein risikoarmes Geschäft der Pfandbriefemittenten in den USA ist die rasche Erzielung einer ausreichenden Risikostreuung. Dies erfordert eine ausreichende Mischung von Gewerbeobjekttypen (Einzelhandel, Büro) und vor allem die Abdeckung einer möglichst großen Zahl von regionalen Märkten. Abbildung 8 zeigt zum Vergleich mit Abbildung 7 die Sicherheitspuffer eines gemischten, aus Krediten für Büro und Einzelhandelsimmobilien bestehenden langfristigen Portfolios, das typisch für einen Pfandbriefemittenten ist. Für alle Einstiegsjahrgänge seit 1978 wäre die Pfandbriefdeckung gesichert gewesen, und die Sicherheitspuffer des am stärksten von der Krise betroffenen Bürojahrgangs 1986 wäre noch einmal durch Beimischung von Einzelhandel deutlich erhöht.

Abbildung 8

Stressanalyse: Entwicklung des Sicherheitspuffers der Pfandbriefdeckung bei Mischung von Büro und Einzelhandel sowie nachhaltiger Bewertung, Einstiegsjahrgänge ab 1978



Quelle: Simulation des Autors mit den Kapitalwertzeitreihen des NCREIF. Anmerkung: Die Portfolioanteile von Büro und Einzelhandel in der Simulation entsprechen ihrer Repräsentation bei den vom NCREIF erhobenen Markttransaktionen. Veränderungen der Marktanteile und damit des Neukreditgeschäftes werden damit genau abgebildet.

Um zu dem Ziel einer ausreichenden regionalen Diversifizierung zu gelangen, sollte ein Pfandbriefemittent entweder rasch ein hohes eigenes Neukreditvolumen erreichen, oder bestehendes Geschäftsvolumen von anderen Marktteilnehmern hinzukaufen. In beiden Fällen

erleichtern niedrige Finanzierungskosten den Markteintritt: im ersten, um die einer raschen Ausweitung in einem neuen Markt entsprechenden höheren Reserven für Verlustrisiken bilden zu können, im zweiten, um einen Anreiz zum Ankauf des risikoärmeren, aber andererseits mit geringeren Margen versehenen Portfolios zu bieten.

Günstige Finanzierungsbedingungen lassen sich vor allem durch Aufnahme der Hypotheken in den Deckungsstock des Pfandbriefs erreichen. Um den eventuellen Risiken einer zu raschen Geschäftsausweitung entgegenzuwirken, insbesondere falls diese ohne vertiefte Marktkenntnisse und Risikomanagementfähigkeiten stattfinden sollte, stehen der Bankenaufsicht ausreichende Instrumente zur Verfügung.¹²

Transatlantisches Portfolio erhöht die Pfandbriefsicherheit

Es ist für den Risikominimierungsaspekt des Pfandbriefgeschäfts schließlich von Interesse, daß eine Risikostreuung zwischen US- und europäischen Gewerbekreditengagements in der Rückschau der neunziger Jahre zu positiven Diversifizierungseffekten für ein fiktives transatlantisches Immobilienportfolio geführt hätte.¹³ Amerikanische Investoren, darunter konservative langfristige Kreditgeber wie die Lebensversicherer, haben unter diesem Aspekt ihr Geschäftes nach Europa ausgeweitet. In einer auf diese Investorengruppen zugeschnittenen Untersuchung aus dem Jahr 2001 zeigt das renommierte Bostoner Institut PPR Research, daß der Zusammenhang der Wert- und Renditeentwicklung westeuropäischer Immobilien mit US-amerikanischen Büroimmobilien zwischen 1990 und 2000 nur schwach positiv und mit Einzelhandelsimmobilien sogar negativ war (vgl. Tabelle 1).

Gleichzeitig entwickelten sich Büro und Einzelhandel sowohl innerhalb des amerikanischen als auch des westeuropäischen Marktes weitgehend parallel. Damit hätte eine transatlantische Diversifizierung gegenüber der Alternative einer Geschäftsausweitung im westeuropäischen Markt zu einer Senkung des Portfoliorisikos eines europäischen Investors beigetragen. Angesichts der engen Verbindung zwischen Immobilienwertentwicklung und Liquidationserlösen bei Zwangsverwertung hätte eine Beimischung US-amerikanischer Deckungswerte somit mit großer Wahrscheinlichkeit die Qualität der Pfandbriefdeckung erhöht.

¹² Vgl. Fußnote 11 zum § 27 (2) des Referentenentwurfs zum Pfandbriefgesetz.

¹³ Diesen Beobachtungen zugrunde liegt eine zeitweise asynchrone Konjunktorentwicklung, vor allem bedingt durch regionale Faktoren zu Beginn der neunziger Jahre, aber auch eine noch starke Segmentierung der Immobilienmärkte.

Tabelle 1

**Zusammenhang der Renditeentwicklung bei Büros und Einzelhandel
zwischen USA und Europa, 1990 - 2000**

	Western Europe office	Eastern Europe office	Western Europe retail	U.S. office	U.S. retail
Western Europe office	1.00				
Eastern Europe office	-0.39	1.00			
Western Europe retail	0.83	-0.57	1.00		
U.S. office	0.45	-0.54	0.34	1.00	
U.S. retail	-0.13	-0.38	-0.10	0.75	1.00

Sources: PPR; PMA

Quelle: PPR Research, a.a.O. Anmerkung: Die Daten geben den Korrelationskoeffizient (KK) der Quartalsveränderungen der jeweiligen Renditeindizes an. Die Renditeindizes berücksichtigen die Wertentwicklung und den laufenden Ertrag der Immobilie. Korrelationskoeffizienten können zwischen 1.00 und -1.00 schwanken. Je kleiner der *absolute* Wert des KK, umso schwächer ist der Zusammenhang der Renditeentwicklungen zwischen zwei verschiedenen Objektarten. Bei negativem KK verlaufen die Renditeentwicklungen gegenläufig ('hedging'), bei positivem KK gleichläufig.

Schlußfolgerungen

Eine Beurteilung des heutigen amerikanischen Gewerbeimmobilienmarktes allein unter dem Gesichtspunkt der durch Sondereinflüsse hervorgerufenen Immobilienkrise um 1990 wäre irreführend. Sie würde den erheblichen Strukturveränderungen der Immobilien- und Kreditmärkte, die seitdem eingetreten sind, nicht gerecht. Hervorzuheben sind das inzwischen erreichte Niveau der Professionalisierung, der Markttransparenz sowie die konservative Beleihungspraxis. Sowohl der Immobilien- als auch der Kreditmarkt haben sich nach dem Boom der 90er Jahre in dem darauffolgenden Abschwung der ersten Jahre des laufenden Jahrzehnts, in die auch der Terroranschlag des 11. September 2001 fiel, als schockresistent erwiesen.

Ob deutsche Pfandbriefemittenten in diesen Markt eintreten, sollte unter dem Aspekt der bereits stark vorangeschrittenen Internationalisierung des Beleihungsgeschäftes und seiner zunehmenden Kontrolle durch den Kapitalmarkt vor allem eine geschäftspolitische Entscheidung sein. Den Eintrittskosten und anfänglichen operationalen Risiken stehen Diversifizierungs- und Margenvorteile sowie ein aus europäischer Sicht fast unerschöpflicher Markt qualitativ hochwertiger Aktiva gegenüber.

Die Regulierung der in den USA aktiven Pfandbriefemittenten sollte sich auf die Durchsetzung der bewährten Sicherheitsstandards des Pfandbriefs konzentrieren, v.a. was Immobilienbewertung und Anforderungen an Underwriting und Risikomanagement betrifft, und nicht die Flexibilität der Geschäftspolitik durch einen zu engen quantitativen Rahmen einschränken.

Eine Indeckungnahme amerikanischer Gewerbeimmobilienkredite für den Pfandbrief erscheint unter den im kommenden Pfandbriefgesetz festgesetzten Standards für die Bedienung neuer Märkte, die die Langfristigkeit des Engagements sichern sollen, vertretbar. Auch ist sie zur Erreichung einer rascheren Risikodiversifizierung über die zahlreichen regionalen Teilmärkte und damit der Verringerung der gesamten Portfoliorisiken eines Pfandbriefemittenten sinnvoll und wünschenswert.