



Professor Dr. Nico Rottke



Dr. Alexander Goepfert

„Die Hälfte des Volksvermögens“

FINANZIERUNG ■ So weit ist es schon gekommen: Die Immobilienbranche befasst sich mit der Rettung der Finanzmärkte. Das IDDIW Institut der Deutschen Immobilienwirtschaft hat das EBS Real Estate Management Institute (REMI) mit einer bemerkenswerten Studie beauftragt, deren Anregungen sich bereits teilweise in der Krisenstrategie der Bundesregierung wiederfinden. **immobilienmanager** sprach mit Dr. Alexander Goepfert (Freshfields Bruckhaus Deringer, IDDIW) und Professor Dr. Nico Rottke (EBS/REMI) über die Studie.

■ Die Finanzmarktkrise ist auf den globalen Kapitalmärkten ausgelöst worden. Die deutsche Immobilienwirtschaft hat nichts mit den Ursachen dieser Krise zu tun. Herr Dr. Goepfert, Sie sind nicht nur als Partner bei Freshfields mit Real Estate Capital Markets befasst, sondern auch Mitglied des Präsidiums des IDDIW. Was hat das Institut veranlaßt, eine derartige Studie zu diesem Thema in Auftrag zu geben?

Dr. Alexander Goepfert: Die jetzige Situation zeigt exemplarisch, in welchem großen Maße Immobilienmärkte auf einen funktionierenden Kapitalmarkt angewiesen sind. Wenn Finanzierungen nur noch in

sehr begrenztem Umfang und zu hohen Kosten zur Verfügung stehen, weil die Kreditinstitute keine oder nur noch sehr eingeschränkte Möglichkeiten der Refinanzierung besitzen, trifft dies die Immobilienwirtschaft in ihrem Herzen. Wenn noch zugleich eine Krise der Realwirtschaft hinzukommt, was die Flächennachfrage massiv beeinträchtigen kann, wird die Immobilienwirtschaft damit von zwei Seiten in die Zange genommen, jeweils ausgelöst durch die Krise am Kapitalmarkt. Es liegt deshalb nahe, dass das IDDIW, das sich als ein Think-Tank der Immobilienwirtschaft

verstehen, mit dieser Studie nach Möglichkeiten suchen will, den Finanzmärkten unter geeigneten regulatorischen Vorzeichen ihre Funktionstüchtigkeit zurückzugeben – und zwar unter marktwirtschaftlichen Bedingungen.

■ Herr Professor Dr. Rottke, mit dieser Studie haben Sie als Experte für Immobilientransaktionen und insbesondere für Immobilienfinanzierung die erste umfassende wissenschaftliche Studie einer deutschen Hochschule zu Ursache und Hintergrund der Finanzmarktkrise aus immobilienwirtschaftlicher Sicht vorgelegt. Was wollen Sie mit dieser Studie erreichen?

Professor Dr. Nico Rottke: Mit dieser Studie wollen wir einmal aufzeigen, wie es dazu kommen konnte, dass eine lokale Immobilienkrise, die wohnwirtschaftliche Subprime-Krise in den USA, derartig weltweite Verwerfungen nicht nur im Finanzmarktsektor, sondern mittlerweile auch in der Realwirtschaft verursachen konnte. Hieraus leiten sich bestimmte Handlungsempfehlungen für die Politik ab, mit welchen regulatorischen Maßnahmen über die Kapitalmärkte auch die Immobilienwirtschaft neue Impulse gewinnen kann. Dieses Thema berührt den Nerv unserer Volkswirtschaft. Nahezu die Hälfte des Volksvermögens ist in Immobilien angelegt – insgesamt rund vier Billionen Euro. Darüber hinaus trägt die Immobilienwirtschaft erheblich zur Bruttowertschöpfung unserer Wirtschaft bei, 2006 waren das immerhin 18 Prozent.

■ Einen wichtigen Schlüssel für die Wiederbelebung der Finanzmärkte sieht Ihre Studie ausgerechnet in der Verbriefung. Nun hat gerade die Verbriefungspraxis US-amerikanischer Prägung mit ihren Asset Backed Securities und Collateralized Debt Obligations das an sich inner-amerikanische Problem der Subprime-Kredite in eine globale Streubombe verwandelt. Sie hingegen wollen sogar Mehrfach-Verbriefungen weiterhin zulassen. Warum?

Professor Dr. Nico Rottke: Die viel gescholtene Verbriefung ist ein kaum verzichtbares Vehikel zur Refinanzierung der Banken. Und nur, wenn die Refinanzierung gesichert ist, können Banken die Märkte auch wieder in ausreichendem Umfang mit Krediten versorgen. Wenn es nicht gelingt, den weltweiten Verbriefungsmarkt zu reanimieren, bleiben alle gut gemeinten Ansätze zur Restrukturierung der Kapitalmärkte Makulatur.

Dr. Alexander Goepfert: Natürlich dürfen wir nicht verkennen, dass Übertreibungen gerade im Verbriefungsgeschäft maßgeblich zur Krise des Finanzsystems beigetragen haben. Die Verbriefung ist ein innovatives Refinanzierungsinstrument, bei dem – wie bei allen Innovationen – sehr schnell Wildwuchs entstehen kann. Es kommt jetzt darauf an, aus der Vergangenheit die richtigen Lehren zu ziehen und dem Verbriefungsmarkt Regeln zu geben, die helfen, das Vertrauen in dieses essentielle Refinanzierungsinstrument wiederzugewinnen. Die Tatsache, dass einige Akteure die Verbriefung in ein Schneeballsystem verwandelt haben, das jetzt zusammengebrochen ist, darf nicht bedeuten, ein an sich gutes und innovatives Finanzinstrument von Grund auf zu verteufeln.

¶ *Führende Finanzmarktgurus wie Warren Buffet und George Soros haben sich ausdrücklich von CDOs und vergleichbaren Instrumenten distanziert. Wie wollen Sie die Fehler dieser Konstruktionen heilen?*

Professor Dr. Nico Rottke: Der Verbriefungsmarkt muss auf eine vertrauenswürdige Grundlage gestellt werden, die zwangsläufig bestimmte regulatorische Parameter enthält. So muss der originäre Kreditgeber beziehungsweise Emittent einen gewissen Mindestselbstbehalt des Ausfallrisikos in Form einer Equity-Tranche oder des First Loss Pieces behalten. Es darf auch nicht sein, dass First Loss Pieces veräußert und so deren Risiken weitergegeben werden. Der originäre Kreditgeber muss nach der Emission des Bonds zudem das Monitoring selbst übernehmen und darf diese Aufgabe nicht an Dritte übertragen.

¶ *Das mag für einfache Verbriefungen zu vertrauenswürdigen und verlässlichen Produkten führen. Wie aber wollen Sie Mehrfachverbriefungen in den Griff bekommen?*

Professor Dr. Nico Rottke: Zur Beantwortung dieser Frage möchte ich auf einen an sich sehr schlichten Sachverhalt hinweisen. Einfache Mortgage Backed Securities (MBS) sind an sich sehr transparent, da die ihnen zugrunde liegenden Wertgegenstände, die Immobilien, zumindest bei Einfachverbriefungen klar zu identifizieren sind. Eine Rückgriffhaftung auf den Originator, die Bank, unterbleibt. Pfandbriefe sind in dieser Hinsicht zwar

weniger transparent, dafür aber sehr klar und umfassend reglementiert, und zudem haftet die emittierende Bank. Besonders Tranchen von vielfach verbrieften Produkten fallen derzeit massenweise aus, Pfandbriefe sind bisher noch nicht ausgefallen. Was ich damit zum Ausdruck bringen will: Es geht also um eine sinnvolle Regulierung der Verbriefungspraxis vor allem außerhalb der Bankbilanz. Mehrfachverbriefungen per se zu verbieten ist nicht Ziel führend, da Verbote umgangen werden können und das unterliegende Problem der fehlenden Transparenz, fehlenden Risikoeinschätzung und vor allem der fehlenden Regulierung nicht lösen. Die derzeit sowieso kaum vorhandene Kapitalmarkt-funktionalität würde weiterhin eingeschränkt. Ebenfalls wird es wohl auf absehbare Zeit kaum einen Markt für ABS-CDO oder CDO-squared geben, und wenn dieser wieder anläuft, dann nur im Rahmen der oben beschriebenen Regulatorik.

Dr. Alexander Goepfert: Neben der von Herrn Professor Rottke dargestellten Eigenhaftung des Originators sowie des ihm obliegenden Monitorings wird man dem Vorwurf der Intransparenz gerade bei Mehrfach-Verbriefungen dadurch begegnen können, dass auf jeder Stufe der Verbriefung eine vollständige, transparente und nachvollziehbare Modellrechnung präsentiert wird. Diese Modellrechnung muss die Ausfallrisiken bis zur Ebene der Basiswerte der Verbriefung darstellen, wobei unabhängige Experten wie Wirtschaftsprüfer die Richtigkeit dieser Modellrechnung, aber auch deren Grenzen dokumentieren müssen. Der Investor in einer Mehrfach-Verbriefung muss auf jeder Stufe aufgrund des hierzu erstellten Prospektes wissen, in was er investiert. Dies setzt natürlich voraus, dass der entsprechende Prospekt dann auch tatsächlich gelesen und gewürdigt wird – und man sich nicht nur auf die Bewertung von Dritten wie Ratingagenturen verlässt.

¶ *Die Ratingagenturen haben sowohl bei der Verbriefung als auch bei der Entfaltung der Krise mehr oder weniger vollständig versagt. Ist das Rating noch zu retten?*

Dr. Alexander Goepfert: Es ist zu einfach, die Schuld an der Krise alleine den Ratingagenturen zuzuweisen. Eine derartige einseitige Schuldzuweisung blendet aus, dass wir es mit einem systemischen Fehler zu tun haben. Dies zeigt sich



Stekova Prop. 20,000 m²



Pipen Business Tower, Bukarest, 13,000 m²



City Point, Wien Mitte, 30,000 m²



Zebra Tower, Warschau, 17,800 m²

Investor
Projektentwickler
Generalunternehmer

Wir setzen
neue Standards

Von der Idee
zur perfekten
Immobilie!

S+B Gruppe AG
1030 Wien
Löwengasse 47
Tel: +43 / 1 / 713 06 50-0
Fax: +43 / 1 / 713 06 50-13
wien@sb-gruppe.at
www.sb-gruppe.at

designed by W.CMS Advertising

exemplarisch am Verbriefungsmarkt: Die Komplexität der hier entstandenen innovativen Finanzinstrumente sowie ihre schiere Anzahl hat die Agenturen überfordert. Einen Hilferuf gab es nicht, da man mit diesem Geschäft natürlich auch sehr gut verdienen konnte. Trotzdem werden Ratingagenturen ihre Schlüsselrolle behalten. Auch für sie muss allerdings ein neuer regulatorischer Rahmen geschaffen werden. Bislang bewerten die Agenturen auch die Produkte der Unternehmen, die sie beraten. Das untergräbt ihre Glaubwürdigkeit und führt zu nicht lösbaren Interessenkonflikten. Bewertung und Beratung müssen deshalb strikt getrennt werden. Außerdem müssen die Agenturen die Qualität ihres Personals verbessern, und es müssen transparente Bewertungsmaßstäbe geschaffen werden, die ein Rating auch für Außenstehende nachvollziehbar werden lassen.

Professor Dr. Nico Rottke: Hier wäre zu überlegen, ob man sowohl die anzuwendenden Methoden als auch die Ratingagenturen selbst einer Art Zertifizierung durch eine unabhängige Instanz unterwirft. In unserer Studie empfehlen wir auch, die Tätigkeit der Agenturen möglichst durch die nationalen Finanzaufsichten kontrollieren zu lassen, wobei diese Kontrolle so weit wie möglich international koordiniert werden sollte. All diese Maßnahmen werden das Rating verteuern. Darin sehe ich aber keinen Nachteil. Die Zahl derer, die am Verbriefungsmarkt teilnehmen können, wird kleiner, die Anforderungen an die Professionalität dieser Marktteilnehmer erhöhen sich.

II *Aus deutscher Sicht erscheint die Wiederbelebung des Pfandbriefmarkts besonders wichtig. Ist dieses Instrument ohne eigenes Verschulden in den Sog der Finanzmarktkrise geraten?*

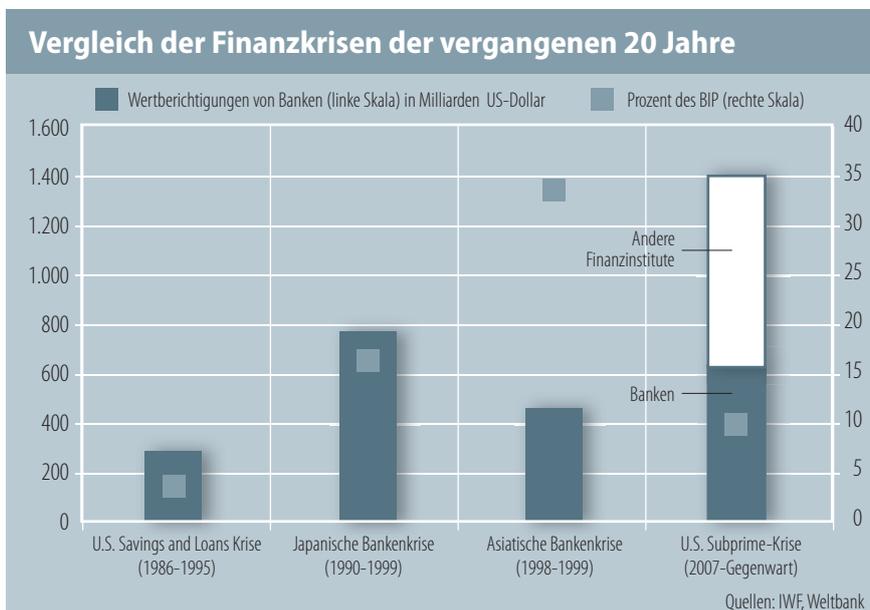
Professor Dr. Nico Rottke: Jedenfalls werden Pfandbriefe beziehungsweise Covered Bonds künftig eine sehr viel größere Rolle spielen als bisher. Gerade der deutsche Pfandbrief kann dank seiner strengen Regulatorik entscheidend zur schnellen Wiederbelebung des Refinanzierungsmarktes beitragen. Ersetzen kann der Pfandbrief die Verbriefung allerdings nicht. Umso wichtiger ist es, die Strukturen des deutschen Pfandbriefs in das internationale Umfeld zu integrieren. Aus diesem Grunde kommt auch die Studie zu dem Ergebnis, dass der Vorschlag unterstützt werden sollte, die Liquiditätsvorhaltung in den Deckungsmassen von 90 auf 180 Tage auszudehnen. Auch wäre die Einführung einer zumindest temporären monatlichen Berichtspflicht zu überlegen. Kritisch dagegen sieht die Studie die Ausweitung der durch den Soffin garantierten Anleihen auf Laufzeiten von bis zu fünf Jahren, auch wenn dies durch eine Begrenzung der Garantiesumme abgefedert wird. Das Handeln des Staates darf nicht funktionstüchtige Marktmechanismen beschädigen.

II *Auf jeden Fall beschädigt ist das Vertrauen in die freie Marktwirtschaft. Lässt sich dieses Vertrauen durch für den Normalbürger kaum verständliche Eingriffe in den komplexen Finanzmarkt noch beheben, oder ist es dafür nicht ohnehin zu spät?*

Professor Dr. Nico Rottke: Das Vertrauen in das politische und wirtschaftliche System der westlichen Welt und die damit verbundenen Werte steht tatsächlich auf dem Spiel. Staatswirtschaftliche Systeme sind keine Alternative, weil sie bislang nachweislich immer zu noch schlechteren Ergebnissen geführt haben. Das sieht die Staatengemeinschaft offenbar ähnlich. Die Kooperation der Staaten und Notenbanken zur Bewältigung dieser globalen Krise erreicht jedenfalls zuvor nie gekannte Ausmaße. Die Krise erzwingt zudem notwendige Korrekturen der Marktwirtschaft, die ohne dieses Desaster nicht erfolgt wären. Auch die Wissenschaft durchdringt die wirtschaftlichen Zusammenhänge heute wesentlich gründlicher als je zuvor. Das alles stimmt mich optimistisch.

Dr. Alexander Goepfert: Das IDDIW hofft, dass diese Studie einen kleinen Beitrag zur Lösung der Probleme leisten kann. In der Tat geht es darum, verloren gegangenes Vertrauen möglichst schnell wieder herzustellen. Solange die Vertrauenskrise in dem Kapitalmarkt besteht, solange werden wir „frozen markets“ erleben. Politik, Wirtschaft und Wissenschaft sind aufgerufen, durch ein überzeugendes, mit den Grundsätzen der freien Marktwirtschaft konformes regulatorisches System wieder Vertrauen in die Kapitalmärkte zu bringen. **II**

Das Gespräch führte Christof Hardebusch.



Die Studie

Die komplette Studie „Management der Finanzmarktkrise. Eine immobilienwirtschaftliche Perspektive“, herausgegeben vom IDDIW Institut der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V und durchgeführt vom Real Estate Management Institute der European Business School (EBS), ist im März im Immobilien Manager Verlag erschienen. Bis zum 31. Mai gilt der Subskriptionspreis von 159 Euro, danach der Kaufpreis von 179 Euro. Bestellungen können Sie an folgende E-Mail Adresse senden: fachwissen@immobilienmanager.de