

Das Pro und Contra von Kapitalmarktfinanzierungen vor dem Hintergrund der Subprime-Krise

Horizonte20xx, 26./27.11.2007

Hans Peter Trampe
Vorstand der Dr. Klein & Co. AG

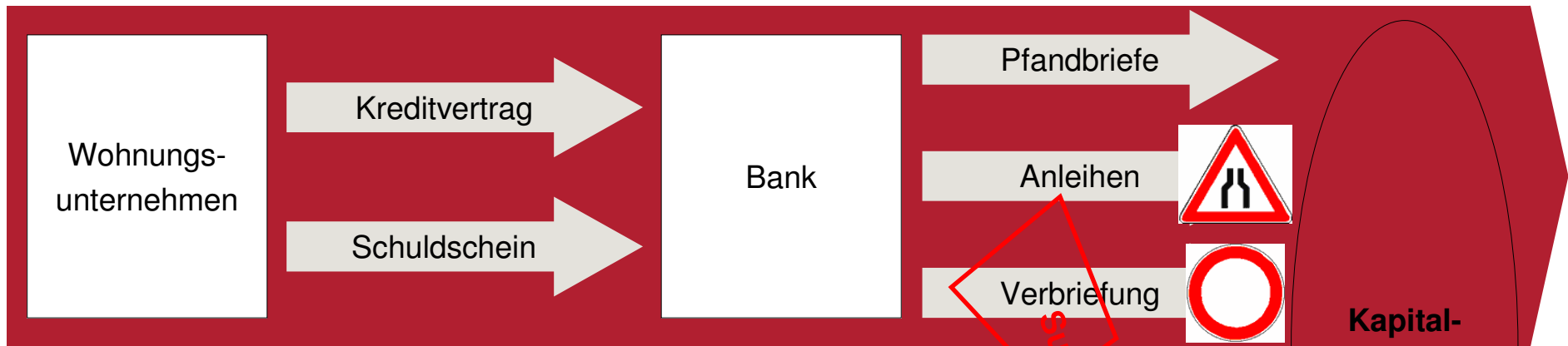
© 2007 Dr. Klein & Co. AG



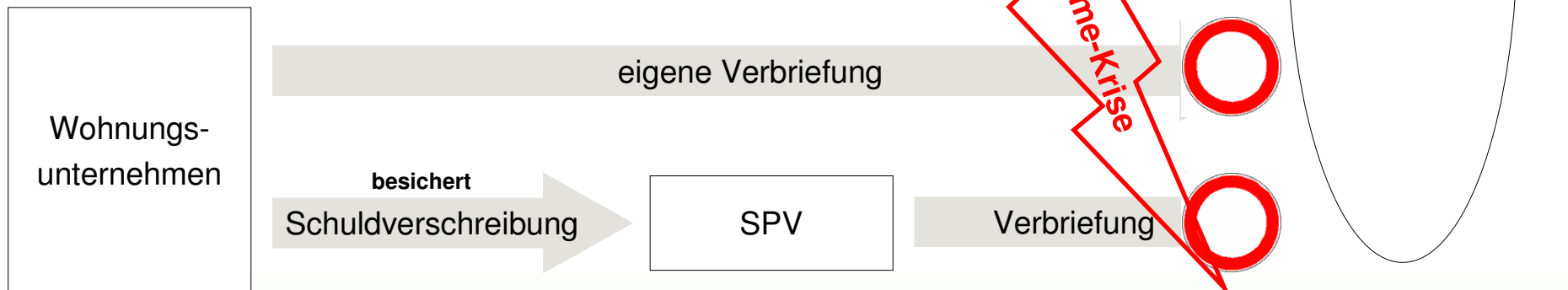
Jeder Kreditnehmer ist auf den Kapitalmarkt angewiesen

Verbriefung als ein Weg zum Kapitalmarkt

1. Der klassische Finanzierungsweg



2. Wege an den Kapitalmarkt ohne Bank



SPV = Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)

Herzstück einer Verbriefung ist immer eine unabhängige Zweckgesellschaft

Grundstruktur einer Verbriefung

Was ist Verbriefung?

Verbriefung bedeutet die Schaffung von handelbaren Wertpapieren (ABS-Wertpapiere) aus Forderungen bzw. deren zukünftigen Zahlungsströmen oder Eigentumsrechten im weitesten Sinne.



Beispiele:

- Einnahmen aus Fußballspielen (Schalke 04, Fußball-WM)
- Einnahmen aus britischen Bier-Pubs
- Immobilienfinanzierungen von Privatkunden
- Inhaberschuldverschreibungen von Wohnungsunternehmen

Die mittels einer Verbriefung neu geschaffenen Wertpapiere werden mit Forderungsbeständen/Eigentumsrechten besichert und werden deshalb als Asset Backed Securities (ABS) bezeichnet. Während die Verbriefung im Ausland – insbesondere in den USA, UK und Australien – ein seit Jahrzehnten bewährtes Instrument zur Finanzierung ist, hat sie in Deutschland erst in den letzten Jahren merklich an Bedeutung gewonnen.

Die Vorteile einer Verbriefungsfinanzierung liegen auf der Hand

Motive für eine Verbriefung

Kreditnehmer

Motiv

Bankenunabhängige Finanzierung zu klar festgesetzten Bedingungen

Bank

Motiv

Entlastung des Eigenkapital ermöglicht Ausweitung des Neugeschäftes

Investor

Motiv

Investment in die gewünschte Risikoklasse

Beispiel:

Der Anlagemanager einer deutschen Versicherungsgesellschaft beschließt, 100 Mio. Euro „risikolos“ in die deutsche Wohnungswirtschaft zu investieren. Er könnte dies durch Kreditvergabe an einzelne Wohnungsunternehmen tun, würde aber damit ein Ausfallrisiko jeder einzelnen Kreditvergabe tragen.

Oder:

Er investiert in eine AAA-Tranche verbriefter Kredite von Wohnungsunternehmen. Bei einem Ausfall eines Wohnungsunternehmens würde er nicht betroffen sein, da zunächst der Ausfall von den Investoren in den schlechter gerateten Tranchen getragen wird. Das Ausfallrisiko ist also geringer als bei einer direkten Kreditvergabe.

**Das „Erfolgs-
geheimnis“ der
Verbrieferung**

Wasserfallmodell

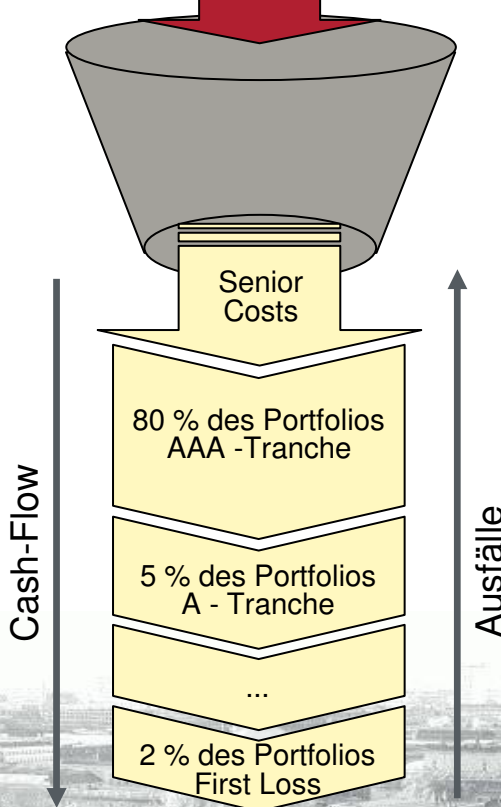
Die Verteilung des Schuldendienstes an Investoren ist klar definiert

Zahlungsfluss in einer Verbriefungsstruktur

Was ist das Wasserfallmodell?

Das Besondere an einer Verbriefungstransaktion ist die Verteilung der Zahlungsströme auf die einzelnen ABS-Papiere der Investoren. Die ABS-Papiere wurden von Ratingagenturen in verschiedene Tranchen aufgeteilt.

Cashflow aus verbrieften Vermögenswerten



Die Zweckgesellschaft verteilt je Quartal die Zins- und Tilgungsleistungen der Unternehmen. Davon werden die Gebühren der Transaktion bezahlt und die Zinszahlungen an die Investoren.

Aus den gesamten Einnahmen der Zweckgesellschaft je Quartal werden als erstes die laufenden Gebühren der Transaktion bezahlt (z. B. Treuhänder, Administration, Servicing).

Von dem Restbetrag werden die Zinsen an Investoren gezahlt, die in die AAA-Tranche investiert haben. Diese bekommen den geringsten Zinssatz.

Wiederum vom Restbetrag werden die Zinsen an Investoren gezahlt, die in die A-Tranche investiert haben. Je nachrangiger die Tranche ist, desto höher ist der Zinssatz an den Investor.

Diese Nachrangigkeit der Tranchen führt dazu, dass der Investor der First Loss Tranche keine Zahlungen erhält, sobald auch nur ein Wohnungsunternehmen seinem Kapitaldienst nicht nachkommt. Hierfür erhält er allerdings einen hohen Risikozins.

„Subprime-Krise“ belastet aktuell den Verbriefungsmarkt

Ursachen und Wirkung

Was man zur „Subprime-Krise“ wissen sollte:

- **Subprime-Finanzierungen unterliegen großen Zinsänderungsrisiken**

Ein großer Teil der Subprime-Loans sind als sogenannte „two and 28“-Loans vergeben worden. D.h. zwei Jahre (niedrige) Festzinsen, die Restlaufzeit variable Verzinsung mit vollem Zinsänderungsrisiko.

- **Märkte haben sich radikal verändert**

Gestiegene Zinsen und fallende Immobilienpreise in den vergangenen drei Jahren haben jetzt viele Kredite notleidend werden lassen.

- **Ratingagenturen haben Risiken falsch eingeschätzt**

Im Rahmen von Verbriefungstransaktionen bewerteten Ratingagenturen aufgrund der Diversifikation, d.h. die Bündelung einzelner Kredite zu einem Kreditpool, diesen Kreditpool mit einem überwiegend guten Rating (bis zu AAA), auch wenn die einzelnen Kredite überwiegend ein schlechtes Rating aufwiesen.



Die Subprime-Krise wird einiges auf dem Kapitalmarkt verändern

Auswirkungen der Krise

Zukunftsperspektiven

- **Die Krise in den USA wird sich weiter verschärfen**

Erst in 2008 wird der größte Anteil der anfänglichen Niedrigzinsphasen für Subprime-Darlehensnehmer auslaufen; für diese wird sich der Schuldendienst zum Teil verdoppeln.

- **Investoren werden vorsichtiger bei ihren Entscheidungen**

Investoren werden zukünftig nicht mehr blind den Ratingagenturen glauben, sondern eigene Risikoanalysen vornehmen. Das wird dazu führen, dass sich Investoren genau die Zusammensetzung der Portfolios anschauen werden.

- **Risikotransfer gerät für Banken ins Stocken**

Bisher betätigten sich viele Banken als Risikohändler: Die Risiken wurden durch Kreditvergabe generiert und dann durch Verbriefung an den Kapitalmarkt oder über Syndizierung an andere Banken weitergereicht. Wegen zurückhaltender Investoren verbleiben sie zunehmend auf der eigenen Bilanz und begrenzen die Fähigkeit zum Neugeschäft.

- **Risikoprämien werden steigen**

Investoren werden mögliche Ausfallrisiken stärker einpreisen. Die Prämien werden wieder stärker von der Bonität der Schuldner beeinflusst werden.



Die Subprime-Krise kann der Wohnungswirtschaft langfristig nutzen

Unterschiede Wohnungswirtschaft vs. Subprime-Segment

- **Wohnungsunternehmen meiden Zinsänderungsrisiken**
Im Gegensatz zu den Subprime-Loans finanzieren Wohnungsunternehmen mit langfristigen Zinsbindungen. Bei einer variablen Verzinsung sollte das Zinsänderungsrisiko durch geeignete Instrumente (Cap/Swap) abgesichert sein.
- **Märkte und Wohnungsunternehmen sind stabiler**
Nur dramatisch fallende Immobilienpreise (Mieten) könnten in Verbindung mit einer hohen Fluktuation zu einer (theoretischen) Zahlungsunfähigkeit führen.
- **Die Bonität von Wohnungsunternehmen ist deutlich besser**
Die einzelnen Finanzierungen von Wohnungsunternehmen sind von vornherein kein Subprime-Segment, so dass ein gesamter Pool aus bereits ausgezeichneten Einzelratings bestehen würde.

Fazit

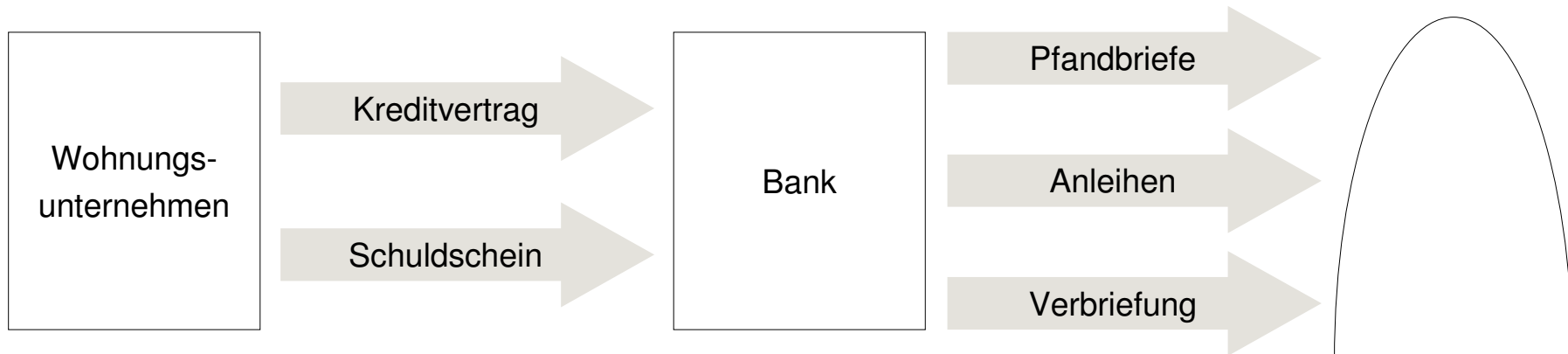
Die Subprime-Krise kann für die gute Assetklasse Wohnungswirtschaft auch eine Chance sein, sich bei gerade kritischeren Investoren als „risikoloses“ Investment zu etablieren.



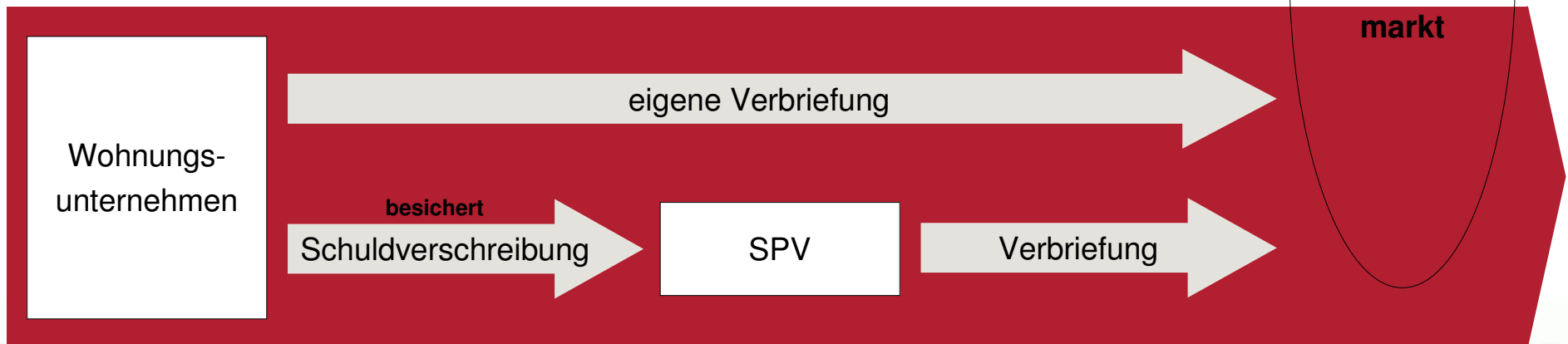
Der Kapitalmarkt als Quelle eines „normalen“ Finanzierungsbedarfs

Verbriefung als Fremdkapitalbeschaffung

1. Der klassische Finanzierungsweg



2. Wege an den Kapitalmarkt ohne Bank



SPV = Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)

Auch Wohnungsunternehmen haben schon selbst verbrieft

Möglichkeiten der eigenen Verbriefung

Beispiele für eigene Verbriefungen einzelner Wohnungsunternehmen

Viterra AG (Hallam 2004):

- 8.500 Wohnungen einer Tochtergesellschaft
- Gesamtvolumen 265 Mio. Euro; Laufzeit 7 Jahre

ThyssenKrupp (Immeo 2005):

- 48.000 Werkswohnungen
- Gesamtvolumen 1,5 Mrd. Euro; Laufzeit 5 Jahre

Deutsche Annington (Grand 2006):

- 164.000 Werkswohnungen
- Gesamtvolumen 5,5 Mrd. Euro, Laufzeit 7 Jahre

Weitere Möglichkeiten für Wohnungsunternehmen eine eigene Verbriefung durchzuführen

- Mehrere Wohnungsunternehmen führen ein gemeinsames Investment durch, beispielsweise den Kauf eine bundesweiten Portfolios, welches dann unter verschiedenen Wohnungsunternehmen aufgeteilt wird.
- Ein Wohnungsunternehmen löst sämtliche Bankverbindungen ab und finanziert sich komplett neu.

Grundvoraussetzung

Mindestvolumen von 200 Mio. Euro, da fixe Transaktionskosten hoch

Die Kapitalmarktfinanzierung muss eine echte Alternative zur Bank sein

Prämissen für die Dr. Klein Verbriefungsplattform

1

bankenunabhängig



Nur eine echte bankenunabhängige Verbriefung stellt eine Alternative zur einer herkömmlichen Finanzierung dar. Die Verbriefung einer Bank ist nur eine Produktweiterentwicklung.

2

bedarfsgerecht



Eine Verbriefungsplattform muss sowohl von der Kundengruppe als auch von den Rahmenbedingungen (z. B. Zinsbindung) die breite Masse der Wohnungswirtschaft erreichen.

3

nachfragegerecht



Die Konditionen müssen den Vergleich zu einer klassischen Bankfinanzierung standhalten, idealistische Motive zählen nicht (mehr).

4

einfach



Eine Verbriefungsfinanzierung darf sich in ihrer Abwicklung nicht wesentlich von einer Bankfinanzierung unterscheiden, spezielles Know-how kann dafür nicht aufgebaut werden.



Die Dr. Klein Verbriefung erfolgt in zwei Schritten

Dr. Klein Verbriefungsstruktur

Finanzierung des Wohnungsunternehmens

Bei unserem Verbriefungsmodell werden die Schuldverschreibungen der Wohnungsunternehmen verbrieft. Das bedeutet, dass neue Wertpapiere entstehen, die durch die Schuldverschreibungen besichert sind.



Begebung einer Schuldverschreibung

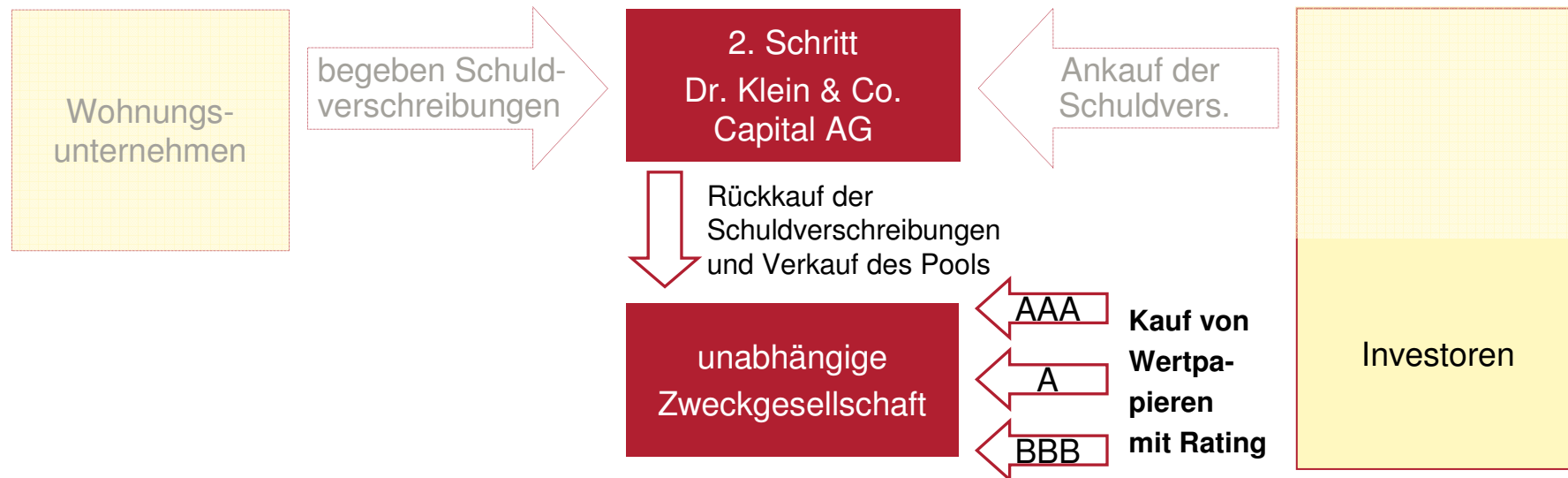
- Die Schuldverschreibung ist eine Unternehmensanleihe
- Sicherung durch Grundpfandrechte
- Alle vertraglichen Pflichten werden zu Beginn in der Schuldverschreibung festgehalten
- **Mit der Begebung der Schuldverschreibung ist die Finanzierung abgeschlossen**

Ab einem Portfoliovolumen von 200 Millionen Euro wird verbrieft

Verbriefungsphase

Wie erfolgt die Verbriefung?

Die Dr. Klein & Co. Capital AG kauft das aufgebaute Portfolio den Zwischenfinanzierern ab und verkauft es an eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft, die wiederum neu geschaffene Wertpapiere an Investoren verkauft.



Verkauf von ABS-Papieren

- Zweckgesellschaft ist eine „leere Hülle“ ohne Mitarbeiter
- Die Gesellschaft verkauft eigene geratete „Unternehmensanleihen“ (die neu geschaffenen ABS-Papiere) an Investoren
- Die Bonität der Zweckgesellschaft ergibt sich aus dem Pool mit Schuldverschreibungen

Die Schuldverschreibung ähnelt sehr stark einem Bankdarlehen

Konditionen der Schuldverschreibungen

Welche Konditionen gibt es?

Die Konditionen einer Schuldverschreibung sind im Dr. Klein Modell durch das Wohnungsunternehmen flexibel zu gestalten, speziell was die Verzinsung und Tilgung betrifft.

Konditionen einer Schuldverschreibung

Mindestvolumen:	1 Mio. Euro pro Schuldverschreibung
Zinsmarge:	ab 0,20 % auf vdp-Pfandbriefkurve (in Abhängigkeit von Bonität, Auslauf und Finanzierungsvolumen)
Laufzeit:	10 Jahre
Verzinsung:	fix oder variabel
Tilgung:	endfällig, 1 % - 5 %
Besicherung:	erstrangige Briefgrundschuld
Beleihungsauslauf:	bis 80 % des Verkehrswertes
Kosten:	keine „Teilnahmegebühr“ keine Gutachterkosten keine Bearbeitungskosten

Die Prämissen sind voll erfüllt, die Konditionen entsprechen denen einer Bankfinanzierung

Kapitalmarktfinanzierung kann einfach und schnell sein

Abwicklung der ersten Schuldverschreibungen der NEUE LÜBECKER

28.06.2007

**Abschluss der Konditionenvereinbarung,
anschließend Kreditprüfung**



Die Vereinbarung ist mit der einer normalen Finanzierung identisch

11.07.2007

Begebungsvertrag wird geschlossen



Der Begebungsvertrag regelt den Ankauf der Schuldverschreibung und ist vergleichbar mit dem Kreditvertrag

**Zahlstellenvereinbarung wird
unterschrieben**



Vergleichbar mit Kontoeröffnung

01.08.2007

**NEUE LÜBECKER begibt Schuld-
verschreibung**



Dokumentation des Schuldverhältnisses, Aufbau wie Begebungsvertrag

15.08.2007

Valuta wird ausgezahlt



Kapitalmarktfinanzierung eröffnet neue Chancen für Wohnungsunternehmen

Besonderheiten des Modells

- **Eine bankenunabhängige Finanzierung schafft Freiheiten**

Ein Wohnungsunternehmen ist durch dieses Modell nicht mehr von sich ändernden Bank- und Nachfragestrategien oder der handelnden Personen der Banken abhängig. Weiterhin werden die Konditionen nicht mehr von dem Rating der finanzierenden Bank beeinflusst. Es zählt nur noch die eigene Bonität.

- **Dr. Klein Verbriefung ist transparenter als jede andere Finanzierung**

Zu jeder Zeit kann sich das Wohnungsunternehmen informieren, wer der Eigentümer der Schuldverschreibung ist. Es erhält Auskunft über die nächsten geplanten Prozessschritte und kann sich bei Interesse die regelmäßigen Investorenreports anschauen. Diese Transparenz erhält der Kunde bei keiner Bankfinanzierung, bei der die Darlehen ohne das Wissen der Wohnungsunternehmen an andere Marktteilnehmer verkauft werden können.

- **Konditionen sind vergleichbar mit den Konditionen herkömmlicher Finanzierungen**

Die zu zahlenden Zinsen für die Schuldverschreibung sind wettbewerbsfähig. Langfristig werden Kapitalmarktfinanzierungen von Wohnungsunternehmen deren gute Bonität am Kapitalmarkt bekannt machen und zu Konditionsvorteilen führen.

- **Ein Wohnungsunternehmen setzt Impulse für eine bessere Außendarstellung**

Mit diesem Modell baut sich ein Wohnungsunternehmen eine Finanzierungsalternative auf, ohne zusätzliche Risiken einzugehen. Hierdurch befindet sich das Wohnungsunternehmen in einer stärkeren Verhandlungsposition bei zukünftigen Gesprächen mit Bankpartnern.



Kurzlexikon der Fachbegriffe des Kapitalmarktes schafft Klarheit

Kurzlexikon – 1. Teil

Arrangeur

Der Arrangeur einer Verbriefung ist der Initiator der Transaktion. Er bringt alle Partner in solch einer Transaktion zusammen und beauftragt notwendige Dienstleister.

Begebungstag

An diesem Tag überträgt das Wohnungsunternehmen seine Wohnungsbauschuldverschreibung an einen Investor über die Clearstream Banking AG. Im Gegenzug erhält das Wohnungsunternehmen den Emissionserlös gutgeschrieben.

Begebungsvertrag

Der Begebungsvertrag ähnelt dem Kreditvertrag einer herkömmlichen Finanzierung. Er regelt die Zahlungsmodalitäten und enthält Daten zum Besicherungsobjekt. Das Wohnungsunternehmen verpflichtet sich im Vertrag die Wohnungsbauschuldverschreibung auszustellen.

Briefgrundschuld

Innerhalb des Verbriefungsmodells ist es notwendig, eine eingetragene Grundschuld auf den Zwischenfinanzierer und später auf die Zweckgesellschaft zu übertragen. Aufgrund der einfacheren Handhabung der Übertragung ist eine Briefgrundschuld in diesem Verbriefungsmodell notwendig.

Clearstream Banking AG

Clearstream Banking AG mit Sitz in Frankfurt a. M. ist der zentrale Wertpapierverwahrer in Deutschland. Clearstream ordnet jedes Wertpapier den jeweiligen Wertpapierdepots zu und sorgt für die entsprechenden Ausgleichszahlungen bei Kauf und Verkauf und Zinszahlungen von Wertpapieren.

CMBS

Commercial Mortgage Backed Securities sind durch eine Verbriefung geschaffene Wertpapiere. Diese Wertpapiere sind mit Grundschulden auf gewerbliche Immobilien, wie z. B. Bürogebäude, Einzelhandelsimmobilien und auch Mehrfamilienhäuser besichert.

Emittent

Ein Emittent ist der Herausgeber von Wertpapieren. Der Emittent der Wohnungsbauschuldverschreibung ist das Wohnungsunternehmen. Der Emittent der CMBS-Notes ist die Zweckgesellschaft.

Globalurkunde

Eine Globalurkunde ist eine Sammelurkunde in der der gemeinsame Besitz aller Anleihegläubiger verbrieft ist. Diese wird von Clearstream Banking AG verwahrt. Das Gegenstück zu einer Globalurkunde sind effektive Stücke, die jeder Anleihegläubiger in seinem eigenen Besitz hält.

Notes

Notes sind die gehandelten Wertpapiere aus einer Verbriefung und werden von einer Investmentbank am Kapitalmarkt verkauft. Sie erhalten von Ratingagenturen ihr Rating und tragen entsprechend ihres Ranges unterschiedliches Risiko in sich.

Kurzlexikon der Fachbegriffe des Kapitalmarktes schafft Klarheit

Kurzlexikon – 2. Teil

Ratingagentur

Notes einer Verbriefungstransaktion können an eine breite Masse Investoren nur verkauft werden, wenn sie von mindestens zwei Ratingagenturen bewertet wurden. Weltweit anerkannte Ratingagenturen sind Moody's, Fitch Ratings, Standard and Poors und Dominion Bond Rating.

Tranchen

Die Zweckgesellschaft verkauft die CMBS-Notes in verschiedenen Tranchen, die entsprechend ihrer jeweiligen Rangfolge unterschiedliches Risiko in sich tragen und dementsprechend verzinst werden. Die größte Tranche ist in der Regel die risikoärmste Tranche. Als Sicherheit für diese Tranche dient das gesamte Portfolio. Die Investoren der Notes der letztangigen Tranche tragen das größte Risiko.

Trustee

Ein Trustee (Treuhand) wird von der Zweckgesellschaft während der Verbriefungsphase beauftragt, die Briefgrundschulden treuhändisch zu verwahren. Der Trustee handelt im Interesse der Investoren und wird bei Zahlungsschwierigkeiten eines Wohnungsunternehmens den Verwertungsprozess des jeweiligen Sicherungsobjektes einleiten.

Warehousing

Warehousing ist die Phase in diesem Verbriefungsmodell, in der die Schuldverschreibungen von Wohnungsunternehmen gesammelt und an einen Zwischeninvestor verkauft werden. Sobald ein kapitalmarktfähiges Volumen erreicht ist, kann eine Verbriefungstransaktion aufgesetzt werden.

Wertpapierhandelsunternehmen

Ein Wertpapierhandelsunternehmen, wie die Dr. Klein & Co. Capital AG, ist ein Finanzunternehmen, das wie ein Kreditinstitut unter Bankenaufsicht steht, sich jedoch nicht mit Einlagengeschäften befasst, sondern ausschließlich Wertpapiergeschäfte tätigt.

Wohnungsbauschuldverschreibung

Die Wohnungsbauschuldverschreibung wird vom Wohnungsunternehmen „begeben“, also ausgestellt und verkauft. Die Schuldverschreibung ist ein Inhaberpapier und das eigentliche werthaltige Papier, welches verbrieft wird. Während der Laufzeit der Schuldverschreibung wird es von der Clearstream Banking AG sicher verwahrt.

Zahlstelle

Durch eine Zahlstelle erhält ein Emittent Zugang zum zentralen Wertpapierabwicklungssystem über die Clearstream Banking AG. Die Zahlstelle führt ein Wertpapierdepot des Kunden und stellt Kauf- und Verkaufsaufträge an Clearstream. Über die Zahlstelle wird ebenfalls der regelmäßige Schuldendienst über Clearstream an die Investoren verteilt.

Zahlstellenvereinbarung

Durch die Zahlstellenvereinbarung beauftragt das Wohnungsunternehmen die Zahlstelle, die vollständige Zahlungsabwicklung mit den wechselnden Investoren über die gesamte Laufzeit zu übernehmen.

Zweckgesellschaft / SPV

Die Zweckgesellschaft oder Special Purpose Vehicle (SPV) ist das Kernstück einer Verbriefungstransaktion. Es kauft die Wohnungsbauschuldverschreibungen der Wohnungsunternehmen vom Zwischeninvestor und verkauft neu geschaffene Wertpapiere, die CMBS-Notes, am Kapitalmarkt.