

Die Essentials einer Chancen/Risiko-Abwägung

Chancen

- Günstigere Zinskonditionen als in der Euro-Variante
- Währungsgewinne durch Eindeckung der Währungsbeträge für Zinsen und Tilgung möglicherweise zu einem niedrigeren Währungskurs
- Bei einer zwischenzeitlichen Abschwächung der Fremdwährung können die Währungsbeträge für zukünftige Zinsen und Tilgung bereits während der Laufzeit des Währungszins-Swaps per Termin disponiert werden.
- Ausstiegsmöglichkeit bei klar kalkulierbaren Kosten-/Ertragsrelationen; ggf. auch Umstieg in andere Währungen.
- Breit gefächerte Produktprofile von Swaps, die durch kalkulatorische Parameter und Einschätzungsprämissen sogenannter „Meinungsgrundlagen“ Zins- oder auch Kursabsicherungen bieten, wobei der Kapitalstock sowie die Zins- und Tilgungslasten entweder gar nicht oder in Abhängigkeit von Marktveränderungen nur quotal in Fremdwährungen transferiert werden muss (FLIP-Swap, SMOOTH-Swap oder EUR-Swap mit SFR/EUR-Koppelung, als Beispiel-Produkte der Deutschen Bank).

Risiken

- Marktveränderungen machen die Kostensenkung nicht über die gesamte Swapdauer realisierbar.
- Wenn aktives Risikomanagement (Ausstieg) unterbleibt.
- Verzehr der Zinskostensparnis durch Wechselkurssteigerungen.
- worst case: Negativeffekt der Strategie

Fazit

Solidität und Risikobeherrschung dieser Konzepte beruhen auf der intensiven Betreuung des Zinsmanagements durch kompetente Spezialisten unserer Geschäftspartner aus der Kreditwirtschaft, und zwar sowohl im Vorfeld als auch während der gesamten Laufzeit der Kreditvereinbarung. Diese hohe Schule der Finanzierungsstrategien setzt jedoch ein gutes, rentierliches Investitionsobjekt ebenso voraus wie einen solventen Investor, der offen für innovative Denksätze und Handlingstrategien ist. Denn hier sind hohe Beratungsintensität und präzise Steuerung während der gesamten Finanzierungsphase unerlässlich. Die Banken setzen auf den kaufmännisch versierten Kreditkunden, der diese Strategien unternehmerisch souverän zu entscheiden und zu verantworten weiß. Nicht immer wird es die 100%-Paketlösung sein; dennoch werden Swaps auf SFR-, YEN- und EURO-Basis im Finanzierungsgeschäft nach unserer Einschätzung künftig zweifellos an Bedeutung gewinnen. Angereichert um intelligente Tilgungsansätze aus dem Repertoire von Fondsanbietern und Versicherungswirtschaft, verwirklicht der synthetische Festkredit unser unternehmerisches Leitmotiv: „Your profit is our challenge“

Friedrich Schuhmann

Geschäftsführender Gesellschafter
Hesse & Partner GmbH, Bremen

Neue Finanzprodukte

Hesse & Partner
YOUR PROFIT IS OUR CHALLENGE

Finanzierungsstrategien für Anlageimmobilien



Hesse & Partner
YOUR PROFIT IS OUR CHALLENGE

Osterdeich 121 • 28205 Bremen
T 0421/49982-0 • F 0421/49982-40
www.hesse.de • info@hesse.de

Darf es etwas Yen sein oder eher Schweizer Franken?

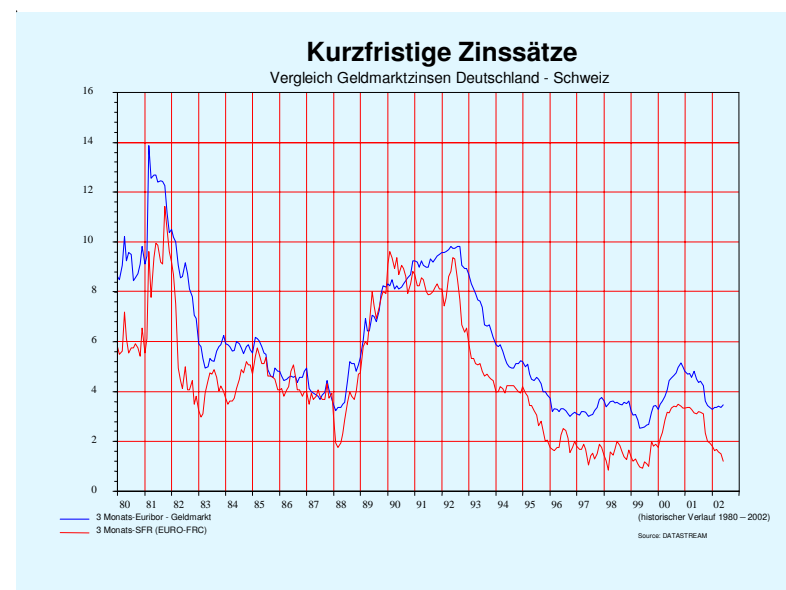
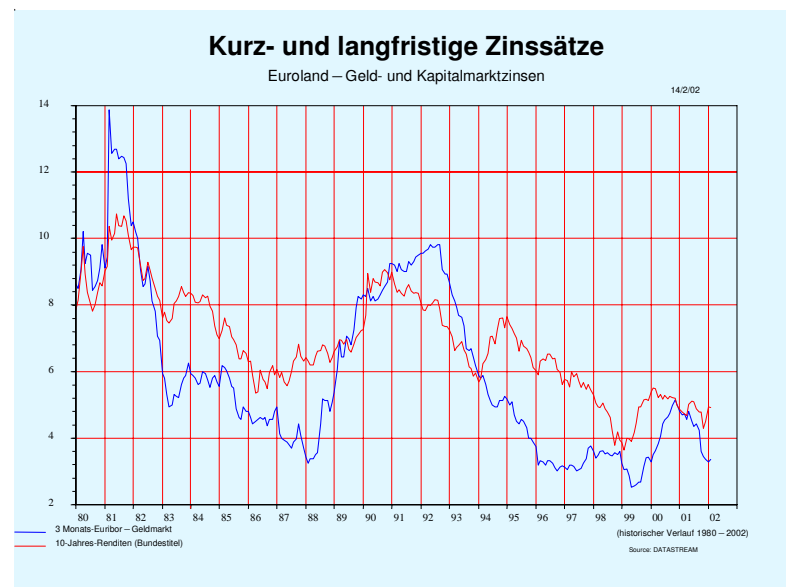
Lukratives Zinsmanagement durch Swaps. Der synthetische Festkredit, ein hochinteressanter Ansatz für Immobilienfinanzierungen!

Auch Immobilieninvestments werden heute von der wachsenden Dynamik der globalen Märkte erfasst. Hohe Flexibilität ist gefordert. Unter dem zunehmenden Wettbewerbsdruck bestehen nur jene Investoren und Kapitalanleger, die ihre Finanzierungs-konzeptionen elastisch an Marktveränderungen anpassen können und ein zielgerichtetes Zinsmanagement betreiben. Andernfalls können die Kapitaldienste nicht mehr aus der Objektrendite gedeckt werden. Wer unternehmerisch handlungsfähig bleiben will, muss die Finanzierungsverträge heute so strukturieren, dass ihre vorzeitige Auflösung – vor allem bei einer attraktiven Veräußerungsmöglichkeit – möglich ist und die daraus entstehenden Kosten kalkulierbar und vertretbar bleiben. Nur dann wird die Wertschöpfung aus dem Investment nicht durch vertragsrechtliche Barrieren oder Entschädigungsansprüche der Bank unwirtschaftlich belastet. Derivate als flexible moderne Finanzierungsinstrumente sind künftig unverzichtbare Bestandteile, den Surplus im Immobilieninvestment wirtschaftlich durch Zinsmanagement kalkulierbarer zu machen.

Welche Instrumente bot die klassische Hypothekenfinanzierung?

Die einzige Lösung, „offen“ zu bleiben und die Kostenschere im nationalen Kapitalmarkt anzusetzen, lag bislang im Ausweichen auf kurzfristige Zinsabsprachen - weg von den hohen Zinssätzen langer Festschreibungszeiträume. Wie die Grafik zeigt, sind „roll-over“ Kreditmodelle mit Zinsbindungen am „kurzen Ende“ als strategische Orientierung nicht uninteressant, überwiegen doch auf lange Sicht die Kostenvorteile. Problematisch sind jedoch zyklische Umbrüche an den Finanzmärkten. Hier kann es zu inversen Zinssätzen kommen, d. h. im kurzen Bereich werden höhere Zinssätze verlangt als

bei langfristiger Zinsbindung. Kosten-sprünge in der Finanzierungs-rechnung sind dann die Folge. Hohe Geldmengenwachse bzw. inflationärer Druck bei aufsteigendem Konjunkturzyklus, aktuell durchaus gegeben, animiert die Zentralbanken eher zur Verteuerung des kurzfristigen Geldes. Kaufmännische Vorsicht auf der Investoreseite und Auflagen seitens der finanzierenden Institute sind im Immobilienkreditgeschäft die vorherrschenden Motive, sich für Langfristsätze zu entscheiden.



„Overswaping“

Zinskostensenkung auch für Bestandsfinanzierungen!

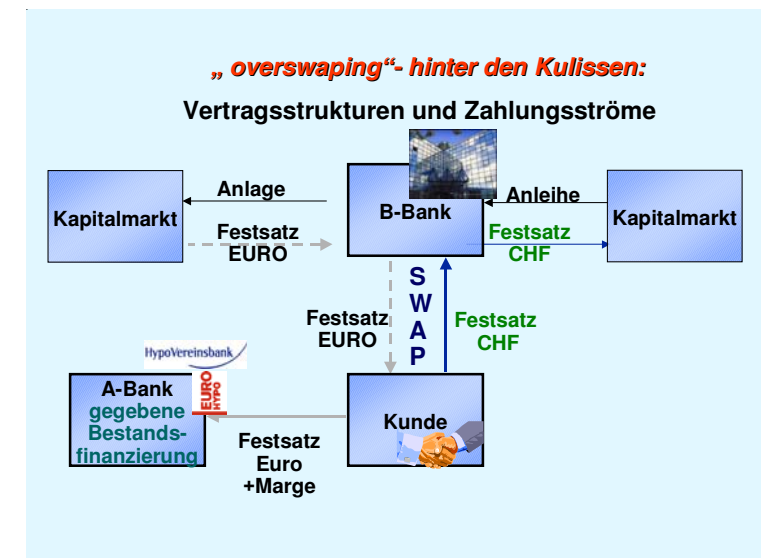
Nicht nur für Neuimmobilieninvestments lassen sich über Fremdwährungsswaps die Zinskosten im Feinschliff günstiger gestalten. Das geschilderte vertragliche Konzept des Zinstausches ist gleichermaßen auf bestehende Festsatzfinanzierungen bei Bestandsimmobilien anwendbar. Anstelle der variablen Grundfinanzierung, an der die Swap-Konzeption aufsetzt, wird beim „overswaping“ gegebener Finanzierungen an den Zins-, Tilgungs- und Festschreibungseckdaten des Vertragsbestandes angeknüpft, ohne rechtlich oder atmosphärisch in die Substanz oder Geschäftsverbindung eingreifen zu müssen.

Der Vorteil: Es werden feste Zinsen gegeneinander getauscht, dies schafft auch Sicherheit gegenüber der Zinsbewegung am Markt. Der Swap-Ertrag an der Zinsfront lässt sich kalkulierbar absichern! Unabhängig, ob ein hoher Nominalzinssatz eingebracht wird, oder ein durch eine Disagio-Leistung reduzierter Nominalzinssatz zugrunde liegt. Im Zinstausch wird immer der „Spread“, also die Marktdifferenz zwischen Euro-Zins Niveau und der gewählten Fremdwährung abgebildet und der Zinsvorteil zum Marktgefälle realisiert! Wie erwähnt, beim SFR ca. 1,5 % und beim YEN ca. 3,5 % - 4 % per anno, also ein Zinsertrag erzielt, in Abhängigkeit der Laufzeit der Finanzierung / des Swaps.

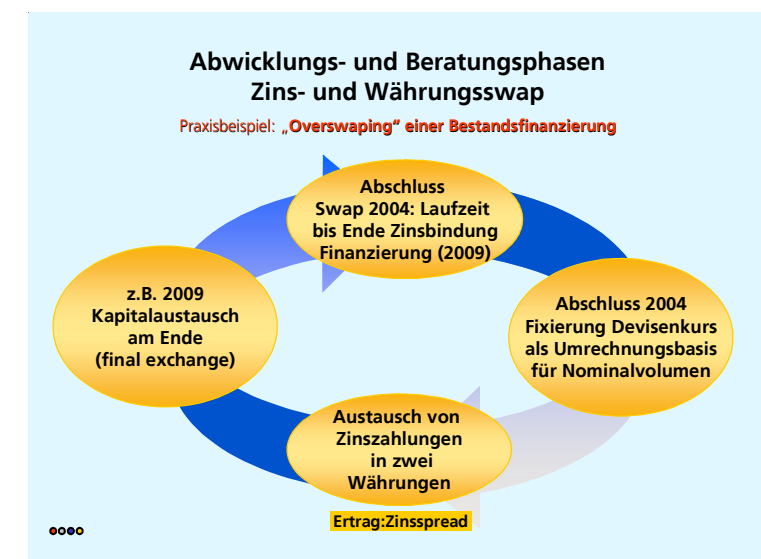
Die Umsetzung erfolgt in 3 Schritten:

1. Zum Swap-Beginn wird das Darlehen bewertungsmäßig in die Fremdwährung transferiert.
2. Während der Swap-Dauer werden Festzinssätze bezogen auf das Swap-Kapital (identisch mit dem Finanzierungsvolumen der Grundfinanzierung) zur Gewinnung eines Zinsvorteils getauscht.

3. Zum Swap-Ablauf, bzw. bei vorzeitigem close-out, erfolgt ein Rücktransfer des Swap-Volumens aus der Fremdwährung in den Euro, gleichfalls beschränkt auf einer Kursbewertung, die Kapitalien nicht geflossen sind (Analog Schritt 1)



Stand: 09/2004



Stand: 09/2004

Kühler Kopf und eine abwägende Haltung sind jedoch anzuraten

Der Schweizer Franken

Es ist, trotz des leichten Kursabstiegs des Schweizer Franken, nach wie vor wirtschaftlich sehr interessant, variabel oder fest in den Schweizer Franken zu gehen, denn die Spreads zum Euro bieten gute Ertragskorridore im Zinsvergleich.

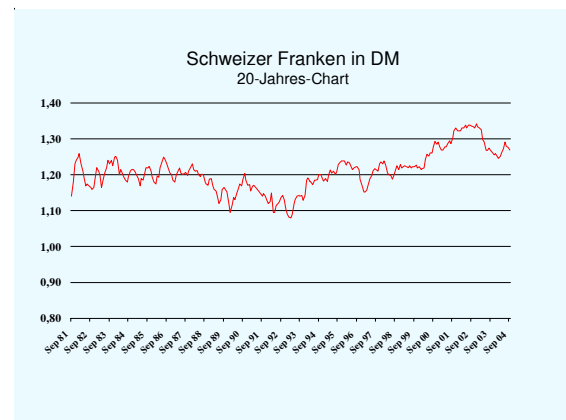
Die konjunkturelle Erholung der Volkswirtschaft (BIP Wachstum in 2004 ca. 1,8 %) festigt den Schweizer Franken Kurs. Die Nationalbank hat die Niedrigzinspolitik im Geldmarkt relativiert. Das Libor-Niveau von 0.4 % in 2003 steigt auf ca. 1-1,2 % in 2004.

Die Research-Abteilungen prognostizieren für die Zinsentwicklung neben des o. a. Libor-Bereiches für die langfristigen Zinsen moderate Renditesteigerungen analog der Euro-Prognosen, so dass der Zinsvorteil strukturell erhalten bleibt. Die Kurssituation wird von den meisten Analysten stabil im Korridor 1,52 - 1,54 CHF pro Euro im 12 Monats-horizont eingeschätzt. (u. a. Deutsche Bank, West LB)

Ob nun die Optimisten Recht haben, oder die verhaltende Fraktion, die ein Pendeln zwischen 1,53 und 1,51 prognostiziert, zur Zinseinsparung genügt ein solider Trend, denn Zinsmanagement will nicht originär auf Kurseffekte spekulieren. Dieser Markteinschätzung folgend, lassen sich auch die Besicherungserfordernisse in moderatem Rahmen bei Fremdwährungskomponenten einbinden.

CHF-Swap auf Euro Basis

Neue Swap-Produkte nutzen den Zinsspread ohne dabei in die Fremdwährung konvertieren zu müssen (Quanto-Swap). Hier sind die Zinsveränderungsrisiken im Geldmarkt zu beachten.



Stand: 09/2004

Der Japanische Yen

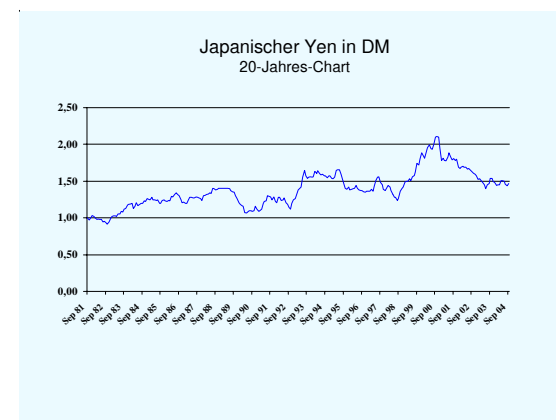
Euphorisch werden kühne Rechner, wenn die Yen-Charts auf den Tisch kommen; ergibt sich doch eine stattliche Zinsdifferenz.

Im Langfristbereich sind die Renditen nach wie vor um 3 % unter dem Euro-Level. Der kurzfristige Geldmarktsatz ist durch die greifende Restrukturierung der Volkswirtschaft, der Finanzmärkte und dem Abrücken von der „Null-Zins-Politik“ der Japanischen Nationalbank etwas angestiegen. Dennoch liegen die Zinsen mit einem Level von 0,5-0,75 % auch hier um 1 1/2 Prozentpunkte unter der Eurolinie.

In der Einschätzung der Analysten ist auch angesichts der abgekühlten Kurshöhenflüge des Yen eine mittelfristig eher nachgebende Kursrelation des Yen zu prognostizieren. Das gegebene Kursniveau EUR/YEN von 133 (Stand 03.09.2004) wird in der 12-Monats-forward-Prognose sehr kontrovers eingeschätzt! Sieht die Deutsche Bank eher einen Abwärtstrend (137 Ende 2005) so gehen andere Analysten (z. B. West LB) von einer Kurserhöhung zum Euro aus! (12 Monatskursprognose 124)

Die hohe Volatilität des Yen lehrt die Banken jedoch aus bitterer Erfahrung, die Besicherungsaspekte auskömmlich, und damit kalkulatorisch konkret sehr drastisch (z. B. um Faktor drei höher als beim CHF) im Kreditlimit zu verankern. Die Vorsichtshaltung der Banken macht deutlich; beim Yen werden die Zinsdifferenzvorteile durch ein ungleich höheres Kursrisiko erkaufte. Unsere Beratungsphilosophie zielt daher auch auf einen risikobewussten Umgang mit Yen-Engagements ab.

Der Mix eines risiko-optimierten Swap-Paketes setzt daher auf eine Streuung der Währungskomponenten. Swaps werden jedoch in anderen Kontraktstrukturen als Optionen an den Kapitalmärkten platziert. Deshalb sind, abhängig von den Produkten, Bedarfslinien ab ca. 1,5 Mio. EUR erforderlich, um angesichts der geringen Margen diese Finanzierungsform darstellen zu können.



Stand: 09/2004

Kurz und lang – als Synthese?

Der synthetische Festkredit und Währungs-Swaps

Die Lösung dieses wirtschaftlichen Spagats bieten Finanzprodukte, die im Derivat Handel des Interbankenverkehrs und als Zins- oder Kursabsicherung des Außenhandelsgeschäfts auf den Fremdwährungsmärkten entwickelt wurden und heute fest etabliert sind. Nahezu 50 Billionen per anno, bzw. über 330 Milliarden Tagesvolumen umfasst der Derivat Handel am Kapitalmarkt. Das ist eine Verzehnfachung des Volumens binnen 10 Jahre. Die Bedeutung und Indikatorenfunktion der Swap-Märkte (engl. swap = Tausch) wird aus den rasanten Wachstumswerten deutlich.

Wie läßt sich das komplexe Gebilde verstehen und praktisch gestalten?

Gewährung und Ausgestaltung des Immobilienkredits werden gesplittet. Die Kreditvergabe bleibt die Basis der Liquiditätsherkunft. Aktives Zinsmanagement zielt auf Kostenoptimierung und Flexibilisierung und setzt daher erst nach der Kreditzusage ein.

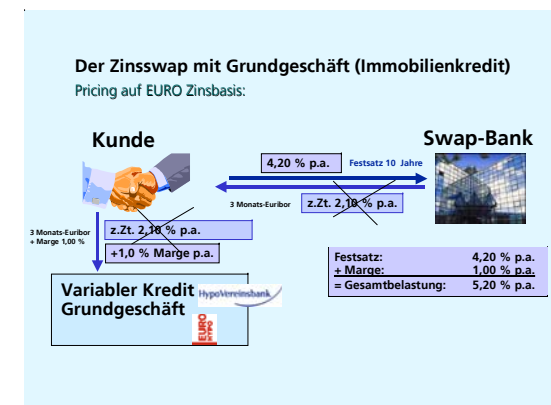
Es soll also weder spekuliert noch Liquidität geschöpft werden. Das gewährte Darlehen wird während der Finanzierungsdauer durch Steuerung

der Zinsänderungs- und Währungskursrisiken gemanagt mit dem ausschließlichen Ziel, die Kapitaldienstleistungen zu senken. Die gängigen Produktgruppen zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken sind CAP und Zins-Swap. Die Referenzzinssätze können sich auf unterschiedliche Börsenplätze (z.B. EURIBOR), verschiedene Währungen (z. B. SFR, US\$) oder verschiedene Laufzeiten beziehen (z. B. 3-Monats-Euribor, 6-Monats-Euribor). Währungs-Swaps bzw. kombinierte Zins/Währungs-Swaps bieten darüber hinaus die Möglichkeit, zusätzliche Wechselkursrisiken auszuschalten.

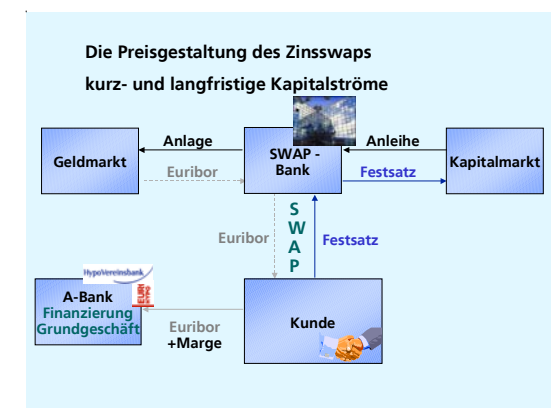
Der Zinsswap kurz und bündig

Bei Abschluss eines Zins-Swaps vereinbaren die Vertragsparteien, für eine bestimmte Zeit (1 bis 10 Jahre) „feste“ gegen „variable“ Zinsen auszutauschen oder – aus anderem Blickwinkel betrachtet – variable Darlehen für einen gewissen Zeitraum in feste Darlehen umwandeln zu können. Die Zinszahlungsströme sind fest bezogen auf einen Nominalbetrag (den Immobilienkredit), der jedoch nicht zwingend ausgetauscht oder in Fremdwährung konvertiert werden muss, je nach Produktprofil des Swap. Natürlich ist das Darlehen am Ende der vereinbarten Swap-Laufzeit in der festgelegten Währung zurückzuführen. Zeitlich später zu fixierende Kreditbedarfslinien, etwa Umschuldungsdarlehen bei Bestandsobjekten oder eine Endfinanzierungsfestlegung nach Realisierung eines Bauvorhabens, sind mit diesen Instrumentarien individuell gestaltbar. In Phasen steigender Kapitalmarktzinserwartungen kann ein Kredit auf einen späteren Zeitpunkt (2 Jahre) zu Konditionen des noch niedrigen Zinsniveaus mit einem Kostenaufschlag als „forward-Kontrakt“ sichergestellt werden. In gleich flexibler Weise lassen sich auch „roll-over“-Bedarfslinien, also steigende und im Finanzierungsverlauf fallende Inanspruchnahmen, bedarfsgerecht konzipieren.

Die theoretische Konstruktion wird in den folgenden Grafiken auf die grundlegende Swap-Struktur reduziert:



Stand: 09/2004



Stand: 09/2004

Die Bezugsebenen können im Euro-Bereich angelegt sein, wie die gewählte Grafik beispielhaft veranschaulicht. Die vertraglichen Einstandszinssätze sind, analog zu den Refinanzierungssätzen der Banken, für die gewählte Festschreibungsdauer definiert. Die aktuellen Konditionen sind täglich in der Wirtschaftstagespresse nachzulesen. Der langfristige Festsatz ist der geschuldete Kreditzins; die gegenlaufenden Kurzfristkontrakte saldieren sich unter Liquiditätsgesichtspunkten, denn im Austausch der Zinsleistungsströme empfängt und schuldet der Kreditkunde zugleich. Als Leistungsbestandteil der Kurzfristvereinbarung verbleibt auf dieser Ebene nur die ausgewiesene Marge, nämlich die Verdienstspanne der Bank am vereinbarten Kreditgeschäft, die zum Festsatz bis zur Auflösung des Swap-Geschäftes als Aufwandsbestandteil geschuldet ist. Weil Zinsen und Kapital nicht zwingend auf ganzer Bandbreite real getauscht werden und weil die Bank diese Zinsvereinbarungen durch permanentes hedgingmanagement für sich absichert, entsteht der synthetische Charakter. Daher die Bezeichnung „synthetischer Festkredit“.

Im Euro-Bereich geht es noch nicht vorrangig um die Zins-

ersparnis, vielmehr um Flexibilität und Transparenz. Die Koppelung von Kurzfrist- und Langfristoption im Swap-Kontrakt vereint Zinssicherheit und kurzfristige Ausstiegs- oder Umstiegsfreiheiten, auch innerhalb der langen Festschreibungsabsprachen. Abweichend vom deutschen Vertragsrecht hypothekarischer Festschreibungskredite wird bei Ausstieg ohne langfristige Vermögensschadensentschädigung für den Geldgeber abgerechnet, jeweils möglich bei Auslaufen des kurzfristigen Swap-Kontrakts. Die zugrundeliegenden internationalen Basis-Zinssätze, aus denen sich zum Auflösungszeitpunkt die Gewinn- oder Verlustrelationen ergeben, sind für den Kunden transparent und nachvollziehbar. Bei einem Ausstieg kann daraus mithin sogar ein Abrechnungsguthaben resultieren, wenn seit Vertragsschluss das Zinsniveau gestiegen ist. Der Swap hat also bei Wegfall der Immobilienkreditierung sogar einen positiven Vermögenswert; er lässt sich am Kapitalmarkt weiter handeln. Bei gesunkenem Zinsniveau ergibt sich hingegen eine Leistungsverpflichtung des Kreditnehmers, die aber in der Dimension niedriger ausfällt als die vorfällige Aufhebung eines klassischen Festsatzkredits.

Swap und klassischer Festkredit – Vergleichsbetrachtung

Auflösung bei gestiegenem Zinsniveau



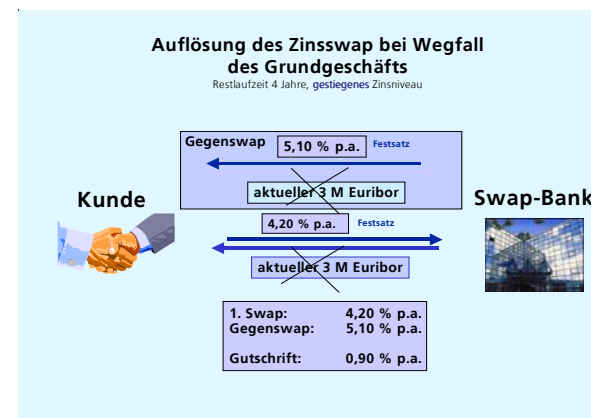
Stand: 09/2004

Auflösung bei gesunkenem Zinsniveau

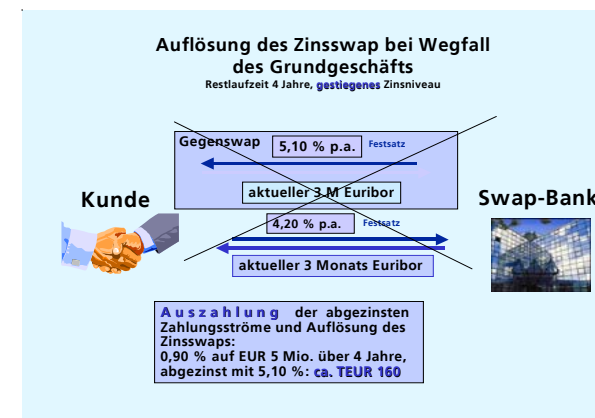


Stand: 09/2004

Auflösungseffekte eines Swaps



Stand: 09/2004

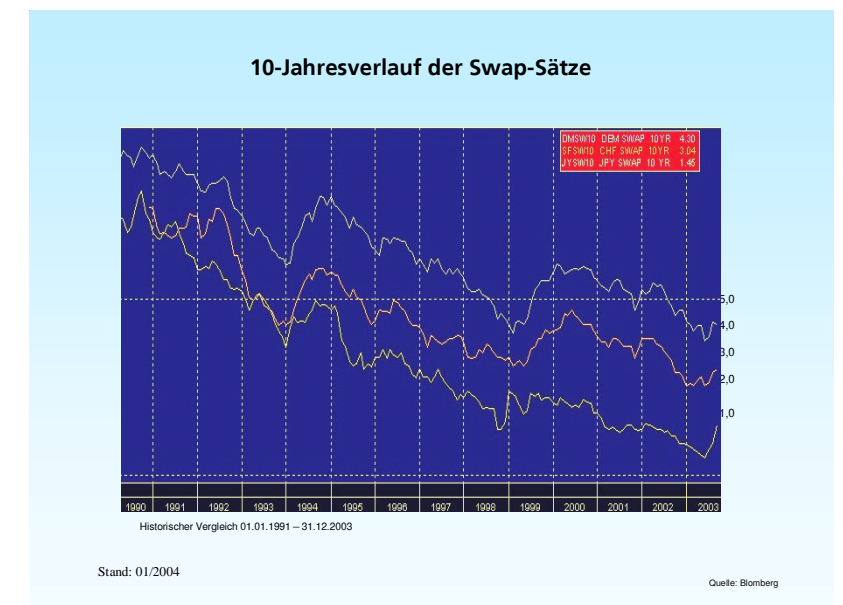


Stand: 09/2004

Zinskostensenkung durch Swaps in Fremdwährung (cross currency)

Der weitergehende Schritt der Zinskostenminimierung erfordert den Blick auf die internationalen Kapitalmärkte und darauf abgestellte Swap-Kombinationen. Durch Einbindung von Zinsabsprachen in Fremdwährungen und die darin enthaltenen Zinsdifferenzpotentiale erfolgt der Feinschliff für die Kapitalkosten. Der historische 10-Jahres-Verlauf der Swap-Zinssätze für Euro, Schweizer Franken und Japanischen Yen zeigt das Gefälle.

Diese Ansätze lassen sich mit den großen namhaften Bankadressen realisieren, die zunehmend Swap- und CAP-Derivate als Instrumente der Immobilienfinanzierung anbieten. Das Produkt „synthetischer Festkredit“ hat eine neue Ära eingeläutet. Durch ihn lassen sich die Vorteile flexibler Finanzierungsvereinbarungen mit dem internationalen Zinsgefälle fremder Währungen kombinieren.



Stand: 01/2004

Quelle: Bloomberg