

Immobilie als Asset

Institutionelle Anleger: Zunehmendes Interesse an Immobilienkrediten

Auf der Suche nach einem Ausweg aus ihrem Anlagenotstand geraten nicht nur Investments in Immobilien, sondern inzwischen auch in Immobilienkredite zunehmend in den Fokus institutioneller Investoren wie großen Versicherer oder Pensionskassen. Denn diese bieten ebenfalls eine sichere Anlageklasse mit auskömmlichen Renditen. Allerdings ist der deutsche Markt von einem harten Verdrängungswettbewerb geprägt. Neben der direkten Vergabe von Immobilienfinanzierungen, die allerdings den Aufbau einer ganzen Abteilung erfordert, sieht die Autorin vor allem Kreditfonds als gute Möglichkeit der Zusammenarbeit von Banken und institutionellen Investoren. Die langfristige Zusammenarbeit sieht sie dabei als Knackpunkt. (Red.)

Bedingt durch das anhaltende Niedrigzinsniveau und die geänderten regulatorischen Anforderungen sind Versicherer und Versorger dazu gezwungen, sich mit alternativen Anlagen zu beschäftigen. Ziel der Investoren ist es in erster Linie, den erforderlichen Rechnungszins zu erzielen und dabei das Kapitalvermögen optimal zu allokierten. Staatsanleihen, die in der Vergangenheit ein lukratives Investment darstellten, erfüllen meist nicht mehr den erforderlichen Renditeanspruch (zum Beispiel Deutschland, zehn Jahre, 1,6 Prozent) und selbst risikoreichere und volatile Unternehmensanleihen sind deutlich unter Druck geraten (zum Beispiel BMW zehn Jahre, 2,3 Prozent).

Langfristige Sachwerte mit adäquaten Renditeversprechen liegen entsprechend in der Gunst der Anleger weit vorne. Die Anlage von direkten oder indirekten Immobilieninvestments bildet daher oft einen festen Bestandteil des Anlagevermögens. Immobilien, insbesondere in Deutschland, haben historisch gesehen vergleichsweise geringe Ausfallquoten, bieten stabile Cashflows und unterliegen

keiner Fair-Value-Bewertung, das heißt der Wertansatz im Geschäftsbericht ist vergleichsweise konstant.

Da ist es nur der nächste konsequente Schritt für Investoren, sich auch der Investition in Immobilienkrediten zu widmen, die ebenfalls die genannten Faktoren von langfristig stabilen Cashflows, keiner Fair-Value-Bewertung und geringen Ausfallquoten bieten. Senior-Immobilienkredite beleihen die Immobilien von etwa 50 Prozent bis 75 Prozent und bieten somit einen zusätzlichen Sicherheitspuffer zur Eigenkapitalinvestition. Historisch waren institutionelle Investoren immer Teil des gewerblichen Immobilienfinanzierungsmarkts – krisenbedingt hatte sich die überwiegende Anzahl der Investoren jedoch vollständig aus dem Markt verabschiedet.

Direkte versus indirekte Investition

Dabei bieten sich in der Praxis für den institutionellen Kunden diverse Möglichkeiten, sich dem Thema gewerbliche Immobilienkredite wieder zu nähern. Die risikoärmste Variante ist sicherlich der Erwerb von Immobilienpfandbriefen. Diese sind in Deutschland stark gesetzlich reguliert und bedienen einen liquiden Massenmarkt. Durch die konservative Beleihung von nur 50 Prozent des Verkehrswerts und der breiten Diversifizierung in den Portfolien waren Ausfälle in der Vergangenheit kaum zu verzeichnen. Ein weiterer Vorteil der Pfandbriefe ist, dass sie jederzeit veräußerbar sind. Mit einer Rendite von aktuell 2,2 Prozent bei einer Laufzeit von zehn Jahren, tragen die

Pfandbriefe jedoch nur begrenzt zur Erreichung der Zielrendite bei. Eine weitere Möglichkeit ist die Direktvergabe von Immobilienkrediten. Aufbauend auf den Hypothekenerfahrungen für Privatkunden und den Immobilieneigenkapitalinvestitionen, bauen einige Investoren Finanzierungsabteilungen auf. So ist der Presse zu entnehmen, dass Versicherer in der Lage sind, sehr große Volumina von über 300 Millionen Euro mit langen Finanzierungslaufzeiten zur Verfügung zu stellen.

Ein Versicherungskonsortium finanzierte sogar ein ECE Center in Höhe von 160 Millionen Euro für 15 Jahre, was in der Bankenlandschaft aufgrund des § 489 BGB (Kündigungsrecht nach zehn Jahren) und der Anforderungen zur Eigenkapitalunterlegung und Liquidität nicht mehr dargestellt werden kann. Der Aufbau eines professionellen Teams lohnt sich finanziell jedoch nur für einen dauerhaft geplanten Markteintritt mit entsprechenden Anlagevolumina. Nicht zuletzt im Hinblick auf die großen Finanzierungsabschnitte, sollte die Analyse und laufende Risikokontrolle von Investitionen im europäischen Immobilienmarkt mit Sorgfalt betrieben werden, was entsprechende Kapazitäten bindet.

Insbesondere bei mittleren oder kleineren Anlagevermögen erscheinen die Markteintrittskosten für den Aufbau eines professionellen Managements und die hohen Anforderungen an die laufende Verwaltung zu hoch. Daneben ist eine Diversifizierung über verschiedene Transaktionen und Lokationen nur schwer zu erreichen, da für erstklassige Finanzierungen oft Finanzierungsabschnitte von mehr als 75 Millionen Euro erforderlich sind.

Vorteile von Kreditfonds

Hier kommen die Investments in Kreditfonds in den Fokus, welche gemäß DTZ Research entsprechend weiter an Marktanteilen hinzugewinnen werden. Die Anleger bedienen sich dabei eines professionellen Kreditteams und können auch schon mit vergleichsweise kleineren Investitionen ein diversifiziertes Kreditport-

Die Autorin

**Stefanie
Lehmann**

Head of Debt Investments,
Union Investment Institutional
Property GmbH, Hamburg



folio einkaufen. Kreditfonds mit einem entsprechenden Anlagevolumen haben weiterhin den Vorteil, dass sie einen breiten Marktzugang mit einem systematischen Ankaufsprozess verbinden können und somit eine gute Einschätzung des Chancen-/Risikoprofils der Transaktion möglich ist.

Dabei ist zu beachten, in welches Segment der Fonds tatsächlich investieren wird. Ein Senior- oder Mezzanine-Fonds zum Beispiel bringt sehr unterschiedliche Renditen ist aber auch vom Risikoprofil komplett unterschiedlich ausgerichtet. Dabei sollte das Fondsmanagement tiefe Asset Expertise im Bereich Real Estate mitbringen, um sicher zu stellen, dass die beliebte Immobilie den Finanzierungszyklus wertbeständig übersteht. Andernfalls könnten sich die negativen Erfahrungen aus dem Verbriefungsmarkt nur allzu schnell wiederholen.

Weiterhin bringen die Kreditfonds zu meist den Vorteil, dass sie permanent im Gesamtmarkt akquirieren und somit Abhängigkeiten von der Strategie eines Kreditgebers nicht gegeben sind. Sollte beispielsweise eine Bank, im Zuge des laufenden Verdrängungswettbewerb, das Immobilienfinanzierungsgeschäft einstellen, so werden Auswirkungen im Fonds kaum bemerkbar sein.

Bedingt durch das Interesse der Investoren und die Finanzierungslücke in Europa von 76 Milliarden US-Dollar (DTZ Research November 2013) durch den Rückzug der Banken, erzielten europäische Kreditfonds in den letzten zwei Jahren ein dynamisches Wachstum. Gemäß Prequin gibt es derzeit 17 aktive Kreditfonds mit einem aggregierten Zielvolumen von rund 12,4 Milliarden Euro. Insbesondere in Großbritannien sind Kreditfonds entsprechend etablierte Marktteilnehmer, haben aber renditegetrieben in den letzten Jahren weniger den konservativen Seniormarkt bedient. Da aber auch ausländische institutionelle Kunden vermehrt nach sicheren Kapitalanlagen suchen, rückt der Seniorbereich zunehmend in den Mittelpunkt des Interesses.

Marktchancen in Deutschland ...

In Deutschland spielten Kreditfonds in der Vergangenheit im Seniorfinanzierungsmarkt eine untergeordnete Rolle. Wenige deutsche Kreditfonds, sind dabei das Feld vorsichtig zu belegen. Die ausländischen Fonds konnten in Deutschland bisher

nicht Fuß fassen, was durch die unterschiedlichen Marktansätzen und auch durch die deutlich höheren Renditeansprüche begründet war.

Bedingt durch die EU-Auflagen dürfen viele der deutschen Banken nur noch in Deutschland investieren. Diese Tatsache und die wirtschaftliche Sonderstellung von Deutschland in Europa bedingt den Zufluss von institutionellem Geld und führen insbesondere bei den Core-Objekten zu einem Liquiditätsüberfluss. Margen und Finanzierungsstrukturen sind in den letzten Monaten deutlich unter Druck geraten.

Einige Marktbeobachter hinterfragen entsprechend kritisch, ob es den Kreditfonds tatsächlich gelingt, sich auch im deutschen Finanzierungsmarkt zu etablieren? Schaut man genauer in den deutschen Markt, so ist festzustellen, dass der Verdrängungswettbewerb in vollem Gange ist. Es ist davon auszugehen, dass sich schwach kapitalisierte Institute mit hohen Liquiditätskosten mittelfristig vom Markt verabschieden werden.

So haben viele Häuser die strategischen Hausaufgaben gemacht. Die Bilanzen werden künftig stärker gemanagt, das heißt die Volumina für einzelne Kredite, Kundenengagements oder lange Laufzeiten werden deutlich reduziert. Dabei sind die Anforderungen an Return on Equity hoch, um die entsprechend dauerhafte Positionierung am Finanzierungsmarkt sicherzustellen.

... vor allem bei großen Losgrößen

Gerade die großen Finanzierungsabschnitte bieten jedoch attraktive Gebühren und Margen, da hier der Markteintritt für kleinere Finanzierer, wie zum Beispiel Sparkassen, in der Regel nicht möglich ist. Die Kunden sind weiterhin bereit, ein bestimmtes Premium für das Underwriting eines großen Tickets durch ein Finanzierungsinstitut zu übernehmen. Strategisches Ziel vieler Banken ist es, sich als Arrangeur zu positionieren, eine entsprechende Gebühr zu vereinnahmen und die Kredite anteilig wieder auszuplatzieren.

Institutionelle Investoren sind für dieses Geschäftsmodell interessante Geschäftspartner, da diese selbst oft kein Interesse an der Arrangierungsfunktion haben und lange Laufzeiten darstellen können. In der Praxis ist es jedoch immer noch schwierig, die Anforderungen von Banken und In-

vestoren zusammen zu bringen. So passen die Erwartungshaltungen in Sachen Prozessabläufe, Dokumentation, Renditeerwartungen und Risiken noch immer nicht gut zusammen.

Hier können die Fonds den Banken eine attraktive Plattform bieten. Durch die Bündelung der Investoren, können die Fonds in der Regel große Finanzierungsvorhaben unterschreiben. Insbesondere in Deutschland legen die Banken Wert darauf, eine langfristige Partnerschaft auf Augenhöhe zu etablieren, die bei einigen US-Fonds im Zweifel aktuell nicht gegeben ist.

Sofern die Fonds jedoch mit den Finanzierungsansätzen der deutschen Banken gut vertraut sind, entsprechendes „Immobilien-Know-how“ mitbringen und das Rendite-Risikoprofil zur Marktsituation passt, steht der Etablierung der langfristig strategischen Partnerschaft nichts mehr im Wege.

Der Zahn – mehr als nur ein Wörterbuch!



Wörterbuch für das Bank- und Börsenwesen

Band 1: Deutsch-Englisch
Von Hans E. Zahn.

6., überarbeitete und erweiterte Auflage 2012.
726 Seiten, gebunden, EUR 44,00.
ISBN 978-3-8314-2040-7.

Fritz Knapp Verlag

60046 Frankfurt | Postfach 11 11 51
Telefon (069) 97 08 33-21
Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de
www.kreditwesen.de