

Schwerpunkt Immobilien-Spezialfonds

Immobilien-Kreditfonds: Assetklassen im Aufwind

Immobilien-Kreditfonds sind eine Assetklasse mit hohem Wachstum und großen Entwicklungschancen. Denn die Nachfrage nach direkten und indirekten Immobilieninvestments ist bei institutionellen Anlegern ungebrochen. Das gilt insbesondere für Versicherungsunternehmen. Bei der Fondsauswahl zählen vor allem Erfahrung, Marktpräsenz und die richtige Struktur. Deshalb konzentrieren sich Immobilien-Kreditfonds auf die liquiden und transparenten europäischen Kernmärkte. Sektoral liegt der Anlagefokus dabei vor allem auf Einzelhandelsimmobilien, gefolgt von Büroobjekten und dem Sektor Wohnen. Mittel- bis langfristig könnten sich laut Autorin Immobilien-Kreditfonds so sogar als Substitut zur Bankenfinanzierung europaweit etablieren.

Red.

Institutionelle Immobilien-Investoren sind keine homogene Gruppe. Die Unterschiede etwa in Bezug auf Investitionsstrategie und Risikobewusstsein sind immens. Kapitalerhalt und langfristige Wertsicherung spielen neben der langfristigen und stabilen Ertragssicherung bei geringer Volatilität häufig die wichtigste Rolle für institutionelle Investoren. Den unterschiedlichen Bedürfnissen und Anforderungen institutioneller Anleger steht eine große Bandbreite von Investmentmöglichkeiten und -vehikeln gegenüber. Neben Direktinvestments stehen Fonds unterschiedlichster Machart als indirekte Investments zur Verfügung. Eine relativ neue Anlageklasse mit hohem Wachstum und großem Potenzial sind Immobilien-Kreditfonds.

Grundsätzlich ist das Interesse institutioneller Investoren an direkten und indirekten Immobilieninvestments ungebrochen: Aus einer aktuellen Umfrage von Ernst & Young geht hervor, dass Versicherungsunternehmen ihre Immobilienquoten auf durchschnittlich 7,7 Prozent bis Ende 2014 erhöhen wollten (aktuell liegt diese noch bei rund 7,3 Prozent). Bei indirekten Investments ist institutionellen Investoren jedoch wichtiger denn je, dass es innerhalb der Fonds keine divergierenden Anlegerinteressen gibt.

Wenn Institutionelle also gemeinsam mit anderen Investoren in einem Boot sitzen, ist es von immenser Bedeutung, dass hinsichtlich der Investitionsstrategie, der Zyklicität der Investitionen und der Renditeerwartungen Einigkeit herrscht. Die Anbieter haben hier in der jüngeren Vergangenheit reagiert und setzen verstärkt auf Club-Deal-Strukturen, um einen Interessengleichlauf innerhalb ihrer Produkte zu gewährleisten.

Aufstieg einer Assetklasse

Wie gehen institutionelle Investoren bei der Fondsauswahl vor? Wichtige Auswahlkriterien sind dabei neben der grundsätzlichen Anlagestrategie, der Track Record und der Marktzugang des Managers. Beispielsweise müssen global fokussierte Fonds von Anbietern mit entsprechender Erfahrung und eigener Marktpräsenz in den Zielmärkten gesteuert werden. Auch die richtige Struktur spielt hierbei eine entscheidende Rolle. So ist es beispielsweise für offene Immobilienpublikumsfonds, die sich an institutionelle Investoren richten, unter den neuen Regelungen mit einer Begrenzung der Kreditquote auf 30 Prozent kaum möglich, reine Globalfonds anzubieten, die in Euro notieren.

Aktuelle Herausforderungen: Gerade Fonds, die aktuell aufgelegt werden, starten in ein hochpreisiges Marktumfeld mit geringen Renditen. Hier muss genau selektiert werden, um sich nicht die Abwertungen von morgen ins Portfolio zu kaufen. Oftmals war genau das in der Vergangenheit der Fall. Springen Investoren auf einen Trend erst dann auf, wenn der Markt im Zyklus schon fortgeschritten ist, sind die Renditeaussichten begrenzt und das Rückschlagpotenzial entsprechend

höher. Nischenanbieter mit entsprechendem Track Record wären eine Alternative.

Vergleichsweise hohes Renditepotenzial verbinden Investoren derzeit mit Immobilien-Kreditfonds. Die Bedeutung von Immobilien-Kreditfonds hat in den vergangenen Jahren rasant zugenommen. Scope registriert in den vergangenen zwei Jahren starkes Wachstum bei Immobilien-Kreditfonds in Europa – dies gilt sowohl für deren Anzahl als auch für das geplante Zielvolumen: Während sich Anfang 2012 lediglich sechs Fonds mit einem Zielvolumen von insgesamt 4,8 Milliarden Euro in der Emission befanden, waren es Ende 2013 bereits 31 Kreditfonds mit einem aggregierten Zielvolumen in Höhe von 29,4 Milliarden Euro. Dies entspricht mehr als einer Versechsfachung des in Emission befindlichen Fondsvolumens in nur zwei Jahren. Was sind die Gründe für das starke Wachstum in den vergangenen zwei Jahren? Der Hauptgrund: Das derzeitige Niedrigzinsumfeld zwingt Investoren – vor allem Stiftungen, Versicherungen und Versorgungswerke – nach risikoarmen Substituten zu Staats- oder Unternehmensanleihen zu suchen. Kreditfonds versprechen deutlich höhere Erträge zu generieren.

Fokus auf Kernmärkte

Die von Scope erfassten Kreditfonds investieren überwiegend in die liquiden und transparenten europäischen Kernmärkte. Großbritannien, Frankreich und Deutschland vereinen 92 Prozent des geplanten Investitionsvolumens auf sich. Andere Kerninvestmentmärkte wie zum Beispiel Italien, Spanien und die Niederlande spielen bislang eine untergeordnete Rolle. Zurückzuführen ist dies vor allem auf Unsicherheiten in Bezug auf die wirtschaftlichen Aussichten und den weiteren möglichen Abwertungsdruck auf die Immobilienmärkte dieser Länder. Scope erwartet lediglich in Spanien mittelfristig signifikante Aktivitäten der Kreditfonds. Der Grund für diese Einschätzung ist das zuletzt deutlich angestiegene Investitionsvolumen auf dem spanischen Immobilienmarkt.

Die Nutzungsarten der den Krediten zugrunde liegenden Immobilien verteilen

Die Autorin

Sonja Knorr

Abteilung Immobilien, Scope Ratings GmbH, Berlin



sich breit über das gesamte Spektrum: 31 Prozent des geplanten Zielvolumens fließen in Kredite für Einzelhandelsimmobilien, gefolgt von Büroobjekten mit 30 Prozent und dem Sektor Wohnen mit 25 Prozent. Daneben spielen noch Industrie-/Logistikimmobilien mit elf Prozent eine relevante Rolle.

Neben dem starken Fokus auf die risikoarmen Kapitaltranchen der Finanzierungsseite (zu 79 Prozent Senior-Tranchen) reflektiert auch der geografische und sektorale Anlagefokus das Risikoprofil der Kreditfondsinvestoren. Die risikoärmsten und liquidesten Märkte werden deutlich bevorzugt. Dieser konservative Investmentansatz ist nicht zuletzt den regulatorischen Anforderungen, denen institutionelle Investoren unterliegen, geschuldet.

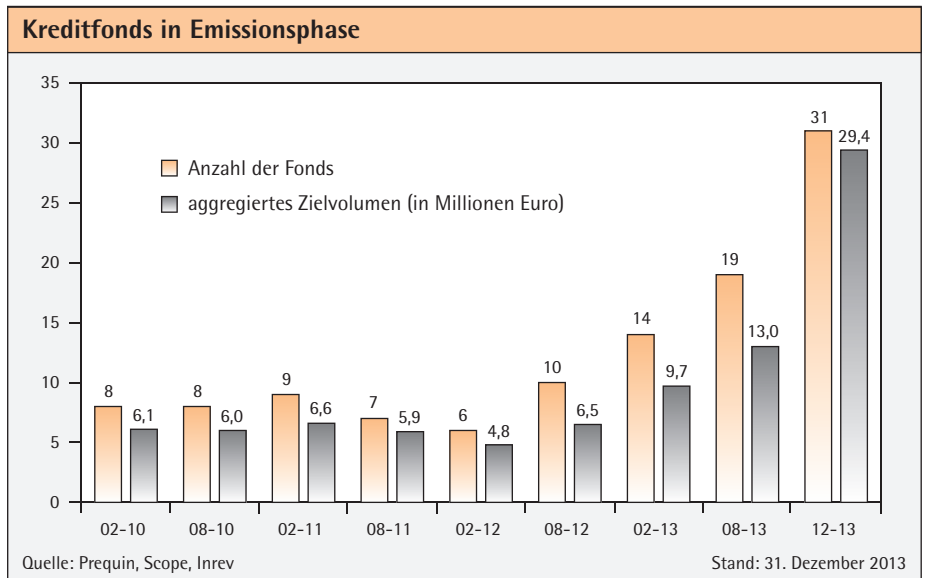
Ausgestaltung von Kreditfonds

Nach Berechnungen von Scope Ratings liegt das geplante Fondsvolumen im Durchschnitt bei knapp 800 Millionen Euro. Die durchschnittliche Größe der angekauften oder zu begebenden Immobilienkredite beträgt 28 Millionen Euro. Mehr als ein Drittel der betrachteten Kreditfonds (40 Prozent) hat ein Zielvolumen von mehr als 500 Millionen Euro. Das sind vergleichsweise große Volumina. Zum Vergleich: Deutsche Immobilienspezialfonds weisen ein durchschnittliches Eigenkapitalvolumen in Höhe von rund 150 Millionen Euro auf.

Eine Auffälligkeit beobachtet Scope bei der Höhe der durchschnittlichen Investments. In der Tendenz gilt: Je höher das Fondsvolumen, desto höher das angestrebte Einzelexposure. Das bedeutet, dass großvolumige Fonds in der Tendenz nicht mehr, dafür aber großvolumigere Kredite erwerben beziehungsweise vergeben. Umgekehrt bedeutet es aber auch, dass kleine Fonds einen Diversifizierungsgrad anstreben, der den größeren Gesellschaften entspricht.

Die auf dem Markt befindlichen Kreditfonds haben eine feste Laufzeit, die im Bedarfsfall seitens des Asset Managers um bis zu zwei Jahre verlängert werden kann. Die durchschnittliche Laufzeit beträgt sieben Jahre. Das Spektrum reicht dabei von drei bis zwölf Jahren.

Scope geht von einem weiteren, jedoch leicht verlangsamten Wachstum bei Kreditfonds aus. Das Wachstum wird sich vor allem auf Kapitalzusagen bei bereits aktiven Fonds konzentrieren.



Darüber hinaus erwartet Scope vermehrt Auflagen von sogenannten „made to measure“-Fonds. Dabei werden Fonds individuell und zugeschnitten auf die Anforderungen einzelner Investoren konzipiert.

Ein Wachstumsimpuls für Kreditfonds stellt die gegenwärtige Finanzierungslücke dar. 2014 und 2015 müssen europaweit Gewerbeimmobilienkredite im Umfang von rund 500 Milliarden Euro refinanziert werden. Zwar hat sich in jüngster Vergangenheit die Finanzierungssituation insbesondere für Core-Objekte wieder deutlich verbessert – dennoch wird die Finanzierungslücke in den kommenden beiden Jahren von DTZ Research mit 55 Milliarden Euro auf rund zehn Prozent beziffert.

Scope geht davon aus, dass Kreditfonds einen Teil dieser Lücke werden schließen können – entweder durch direkte Kreditvergaben oder den Erwerb von Darlehensforderungen und somit durch die Entlastung der Bankbilanzen. Allerdings konzentrieren sich die Investitionen der aktiven Kreditfonds derzeit stark auf Deutschland, Frankreich und vor allem Großbritannien. In diesen Märkten gibt es nahezu keine Finanzierungslücke. Investments in Regionen mit hohen Finanzierungslücken – also vor allem der europäischen Peripherie – stehen hingegen nicht im Fokus der derzeit aktiven Fonds.

Kleine Tranchen sind gefragt

Begrenzt wird das Wachstum bei Kreditfonds derzeit auch dadurch, dass dieser vergleichsweise jungen Assetklasse ein belastbarer „Track Record“ fehlt.

Institutionelle Anleger investieren daher zunächst nur in verhältnismäßig kleinen Tranchen. Sollten Kreditfonds in den kommenden Jahren die an sie gestellten Erwartungen erfüllen, wird das Investoreninteresse weiter stark zunehmen.

Ein sehr wichtiger Aspekt für das weitere Wachstum bei Kreditfonds ist die Verfügbarkeit von geeigneten Investments. Vor allem die gegenwärtig angestrebten Risiko-Rendite-Profile der Kredite sind sehr anspruchsvoll. Die geplanten Renditen von acht bis zehn Prozent können aufgrund des bisherigen Investmentfokus (79 Prozent Senior-Tranchen) nur schwer erreicht werden, sodass eine Anpassung der Renditeerwartungen oder des Risikoprofils bei neuen Produkten absehbar ist.

Ein weiterer Faktor, der das Wachstum kurzfristig beschränkt, ist die regulatorische Unsicherheit. Für eine wichtige Investorengruppe – Versicherungen und Versorgungswerke – hat beispielsweise Solvency II aber auch die neue deutsche Anlageverordnung erhebliche Relevanz für das künftige Investitionsverhalten. Da diese Regelwerke jedoch noch nicht in der endgültigen Fassung vorliegen, agieren diese Investoren vergleichsweise zurückhaltend.

Trotz dieser Einschränkungen und vorübergehender Wachstumshindernisse erwartet Scope, dass sich Immobilien-Kreditfonds mittel- bis langfristig als Substitut zur Bankenfinanzierung europaweit etablieren können. Ihr Anteil am gesamten Gewerbeimmobilien-Finanzierungsvolumen wird sich jedoch auf absehbare Zeit auf unter fünf Prozent belaufen.