MIPIM-SPECIAL

IMMOBILIENKREDITFONDS: MEHR RENDITE, WENIGER RISIKO – UND EINE REGULATORISCHE HÜRDE

Der europäische Markt für Immobilienkreditfonds ist in den vergangenen Jahren ordentlich gewachsen. In Deutschland steckt das Produkt allerdings nach wie vor in der Nische. Die Gründe dafür sind vielfältig – neben der dominanten Stellung der Banken im Rahmen der Immobilienfinanzierung spielten bislang auch regulatorische Hürden eine Schlüsselrolle. Die Autoren des folgenden Beitrags identifizieren diesbezüglich jedoch wichtige Veränderungen, die dem Segment wertvolle Impulse verleihen könnten. Sie verweisen dabei unter anderem auf das infolge strenger Eigenkapitalregeln zunehmend zurückhaltende Agieren der Banken sowie den unverändert hohen Anlagedruck institutioneller Investoren. Für Letztere gebe es aufgrund der Anlageverordnung im Übrigen einige wichtige Dinge zu beachten. Red.

Der Anlagedruck für institutionelle Investoren wächst. Er wird umso stärker, je länger die Niedrigzinsphase andauert. Lebensversicherungen, Versorgungswerke oder Pensionskassen – sie alle finden immer weniger liquide Anlagemöglichkeiten mit stabilen und planbaren Renditen, die zudem hoch genug ausfallen, um die festen Garantiezusagen gegenüber ihren Kunden einhalten zu können.

Insbesondere bei älteren Verträgen sind das Renditen mit oftmals drei oder vier Prozent, die mit risikoarmen Anleihen nicht mehr zu erwirtschaften sind. Der Aktienmarkt wiederum ist geprägt von hohen Bewertungen und größerer Volatilität, die viele auf Stabilität und Kapitalerhalt ausgerichtete Investoren zu meiden versuchen.

DER AUTOR

JÖRG HOMANN

Managing Partner, Institutional Investment Consulting-Partners GmbH, Frankfurt am Main

Quelle: 2IP

DIE AUTORIN

SANDRA LUDWIG

Managing Director, Institutional Investment Consulting-Partners GmbH, Frankfurt am Main

Quelle: Sandra Ludwig

In den vergangenen Jahren haben institutionelle Investoren daher verstärkt illiquide Sachwerte in ihre Portfolios aufgenommen, allen voran Immobilien. EY Real Estate geht davon aus, dass Lebensversicherer ihre Immobilienquoten zum Jahreswechsel durchschnittlich auf den Rekordwert von 10,7 Prozent erhöht haben – hauptsächlich direkt gehalten.

Die Nachfrage von Investorenseite, aber auch die Flächennachfrage in wachsenden Städten haben in den zurückliegenden Jahren an den Immobilienmärkten ihre Spuren in Form von stark gestiegenen Preisen und damit sinkenden Mietrenditen hinterlassen.

Mögliche Trendumkehr beeinflusst Immobilienstrategien

In vielen Immobiliensegmenten, vor allem bei den begehrten Core-Objekten in besten Lagen, liegen die Renditen abzüglich Kosten mittlerweile nur noch gerade so auf dem Niveau, welches institutionelle Investoren ihren Kunden als Renditen versprochen haben, oder sogar schon darunter. Direkt gehaltene Immobilieninvestments sind davon genauso betroffen wie viele der klassischen, in Eigenkapital investierenden Immobilienfonds.

Doch während die Renditen gegenwärtig größtenteils weiter sinken, steht gleichzeitig die Möglichkeit einer plötzlichen Trendumkehr im Raum: Eine deutliche Zinswende im Euroraum beispielsweise könnte eine Rendite-Dekompression einleiten. Die Folgen wären sinkende Marktwerte und damit entsprechende Wertberichtigungen im Portfolio von Immobilieninvestoren. Daher setzt sich die Suche nach alternativen, rentableren und sicheren Möglichkeiten für Immobilieninvestitionen fort.

Die Entdeckung der Fremdkapitalseite

Vor diesem Hintergrund haben Kapitalanleger die Fremdkapitalseite als Alternative zu Direkt- beziehungsweise Eigenkapital-Investitionen in Immobilien identifiziert. Feste Zinszahlungen garantieren einen regelmäßigen, gut prognostizierbaren Cashflow. Das Rendite-Risiko-Profil ist in der aktuellen Marktsituation vielen Eigenkapitalinstrumenten überlegen. Allerdings ist die Direktanlage in die Finanzierung von Einzelobjekten, etwa durch die Vergabe eines Nachrangdarlehens, regulatorisch komplex, für Investoren nicht einfach zu strukturieren und mit einem gewissen (Klumpen-)Risiko behaftet.

Eine geeignete Alternative dazu können Immobilienkreditfonds darstellen. Diese besondere Art der Immobilieninvestition hat in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. Laut Creditreform stieg ihr Volumen in Europa im Verlauf des Jahres 2016 um 8,9 Milliarden auf 47,4 Milliarden Euro. Entsprechende Marktzahlen für 2017 sind noch nicht verfügbar, doch in Anbetracht von 16 neu aufgelegten Real-Estate-Debt-Fonds allein im ersten Halbjahr dürfte das Wachstum angehalten haben. Im Vergleich zu Equity-Investments ist das noch immer ein sehr kleiner Markt, aber einer, der stark gewachsen ist.

Nischendasein in Deutschland

In anderen europäischen Ländern hat sich dieses Instrument für Immobilienfinanzierungen schon wesentlich stärker etabliert als in Deutschland. Das hat im Wesentlichen zwei Gründe: Zum einen ist hierzulande die Stellung der Banken bei der Kapitalversorgung der Wirtschaft traditionell wesentlich dominanter als in anderen Ländern, wo der Kapitalmarkt eine größere Rolle spielt.

Immobilienfinanzierungen erfolgen daher hauptsächlich über die Kreditinstitute. Und zum anderen war die Darlehensvergabe

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Helmut Richardi Verlag GmbH

von in Deutschland aufgelegten Spezialfonds lange Zeit unzureichend geregelt und de facto untersagt. Der Kauf von Forderungen über den Sekundärmarkt war zwar gestattet, nicht aber Umstrukturierungen oder Prolongationen. Dazu war in der Vergangenheit die Zusammenarbeit mit Partnerbanken notwendig.

Steigende Nachfrage von Kreditnehmern und Investoren

In diese Ausgangslage ist nun Bewegung gekommen. BaFin und Bundesregierung haben die Kreditvergabe durch deutsche Fonds 2015 und 2016 klar geregelt und somit erlaubt. Doch das ist der weniger entscheidende Grund. Andere europäische Jurisdiktionen, zum Beispiel Luxemburg oder Irland, bieten nach wie vor die attraktiveren regulatorischen Rahmenbedingungen für die Auflage von Kreditfonds.

Entscheidender sind zwei weitere Ursachen: Erstens führen die immer strengeren Eigenkapitalregeln wie beispielsweise Basel III dazu, dass die Banken zurückhaltender agieren. Aus der Finanzierung von höheren Beleihungsausläufen (Loan-to-Value, LTV) ziehen sie sich zurück. Daher wächst die Nachfrage potenzieller Kreditnehmer nach alternativen Fremdkapitalquellen. Gleichzeitig steigt zweitens mit dem zunehmenden Anlagedruck in der Niedrigzinsphase auch das Interesse von Investoren an solchen Instrumenten.

Das Rendite-Potenzial von Kreditfonds hängt von verschiedenen Faktoren ab, etwa dem Rang und der Laufzeit der Finanzierungen, dem Standort sowie der Risikoklasse der finanzierten Objekte. Ein entscheidendes Kriterium ist zudem die gewählte LTV-Bandbreite. Im Senior-Bereich, also bei einer Beleihungsquote von bis zu 60 Prozent, gelten Immobilienfinanzierungen als relativ sichere Anlagen. Zudem ist der Wettbewerb durch Kreditinstitute in dieser Tranche sehr groß. Die Zinsen liegen daher bei deutschen Objekten zumeist bei weniger als zwei Prozent, entsprechend gering sind die Margen.

Für Immobilienkreditfonds ist das nicht attraktiv. Sie bevorzugen in der Regel die Mezzanine-Tranche zwischen 60 und 80 Prozent LTV. Dort liegen die Zinsen bei acht Prozent und mehr, zum Teil bis in den zweistelligen Bereich. Einige Fonds verfolgen auch eine Whole-Loan-Strategie, die den gesamten LTV-Bereich bis zu 80 Prozent vollständig abdeckt, bei einer Verzinsung von um die sechs Prozent. Die Fondsrendite (IRR) liegt typischerweise etwa ein bis zwei Prozentpunkte unterhalb dieser Zinssätze.

Bei den von Kreditfonds finanzierten Objekten handelt es sich häufig um Value-Add-Objekte oder Projektentwicklungen. Nachgefragt werden dann oftmals relativ kurzfristige Überbrückungskredite oder Anschubfinanzierungen. Dabei spielen die Immobilienkreditfonds auch gegenüber den Kreditnehmern einen weiteren Vorteil aus: Entscheidungen werden in der Regel wesentlich schneller und unbürokratischer getroffen als bei Kreditinstituten.

Günstigeres Rendite-Risiko-Profil als Eigenkapital

Bezüglich der Rendite sind Immobilienkreditfonds durchaus mit Eigenkapitalinstrumenten konkurrenzfähig, zum Teil sind sie sogar rentabler – und das bei einer geringeren Risikoneigung. Die Darlehen, gleich ob erstrangig oder nachrangig, sind mit der Immobilie besichert. Das Risiko von deutlichen Preisrückgängen hängt insbesondere von der gewählten LTV-Tranche ab. Zunächst steht immer der Puffer aus Eigenkapital in der Haftung. Bei einer LTV-Quote von 70 Prozent beispielsweise müsste die Immobilie erst 30 Prozent ihres Wertes verlieren, bis dieser Verlust auf den Kreditgeber durchschlägt. Damit sind Kreditfonds besser für mögliche Preisrücksetzer an den Immobilienmärkten, beispielsweise infolge einer Zinswende, gewappnet als Eigenkapitalinvestments.

Zudem sind Kreditfonds in zahlreiche Immobilienfinanzierungen gleichzeitig investiert und verfügen daher über ein ausreichend breit diversifiziertes Portfolio, um vereinzelt auftretende Leistungsstörungen gegebenenfalls zu absorbieren. Dabei handelt es sich allerdings zumeist um Einzelfälle, denn die Darlehen zeichnen sich in der Regel durch kurze Laufzeiten mit einem gut kalkulierbaren Risiko aus. Investoren schätzen zudem die verlässlichen, regelmäßigen Erträge, die auf fest vereinbarten Zinszahlungen beruhen.

Anlageverordnung stellt regulatorische Hürde dar

Der gestiegenen Anzahl an Investmentopportunitäten in Immobilienkreditfonds stehen jedoch auch einige Hürden für institutionelle Investoren gegenüber, die dem Versicherungsaufsichtsgesetz und damit der Anlageverordnung unterliegen. Das betrifft kleinere Assekuranzen sowie Pensionskassen und Versorgungswerke. Die Anlageverordnung weist unterschiedlichen Assetklassen bestimmte Höchstquoten zu. Immobilienkreditfonds werden häufig als sonstige alternative Investmentfonds (AIF) eingeordnet. Deren Höchstquote liegt bei lediglich 7,5 Prozent und ist oft schon ausgeschöpft. Könnten die Fonds wie gesicherte Schuldverschreibungen oder normale, regulierte Equity-Fonds einsortiert werden, wären Quoten von 30 bis 35 Prozent möglich.

Doch es gibt durchaus Mittel und Wege, die Investition in Immobilienkreditfonds so zu strukturieren, dass diese Assets nach der deutschen Anlageverordnung für institutionelle Investoren günstiger eingestuft werden. Ein denkbares Beispiel besteht darin, mehrere Fonds in einem Bündelungsvehikel zu verpacken und mit einem Rating zu versehen. Spezialisierten Adressen ist es möglich, dieses gerade im derzeitigen Marktumfeld attraktive Anlageinstrument damit auch für Kapitalanleger investierbar zu machen, die der Anlageverordnung unterliegen und bislang wenig Zugang dazu haben.

Diesen Anlegern ist daher am besten geholfen, wenn ihr Berater für den Aufbau eines Portfolios aus Immobilienkreditfonds nicht nur über die obligatorische Markt- und Produktkompetenz in dieser Assetklasse verfügt. Idealerweise bringt ihr Partner auch besondere aufsichtsrechtliche und steuerrechtliche Expertise mit, die in Lösungen münden, die Anlageklasse für VAG-Anleger besser investierbar zu gestalten.

IMMOBILIEN FINANZIERUNG
DER LANGFRISTIGE KREDIT

Aktuelle Studien finden Sie online unter

www.kreditwesen.de/research

Ihr Anspruch ist Expertenwissen. Unserer auch!

Mit „Immobilien & Finanzierung“ sind Sie noch näher am Markt.

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Helmut Richardi Verlag GmbH