

Messeausgabe 2008

Sichere Einnahmen mit Inflations-Swaps

Peter Axmann

Indexierte Mietverträge für Gewerbeflächen schützen den Immobilieninvestor zwar weitgehend vor den aktuell wieder zunehmenden Inflationsrisiken, aber eben nicht vollständig, wie der Autor zu bedenken gibt. Deshalb empfiehlt er eine zusätzliche Stabilisierung der Mieteinnahmen durch Inflations-Swaps. Allerdings weist er auch darauf hin, dass der Swap nur Geldentwertungen in dem vertraglich festgelegten Korridor absichert. Ein weiteres Risiko: Fällt der Mieter des indexierten Mietvertrages aus, bleiben die Verpflichtungen aus dem Inflations-Swap bestehen. (Red.)

Mietentwicklung, Leerstände, Volatilität der Preise: Die meisten Risiken einer Immobilienanlage sind den Investoren bekannt. Mit einer möglichst umfassenden Due Diligence versuchen sie, Objekt- und Marktrisiken zu erkennen, einzuschätzen und in ihrer Finanzplanung zu berücksichtigen. Nicht zu vernachlässigen sind aber auch makroökonomische Faktoren wie die Inflation, die ebenfalls die Wertentwicklung von Immobilienanlagen beeinflussen können. Jahrelang lag die Inflation in Deutschland auf einem niedrigen Niveau mit Raten unter zwei Prozent.

Geldwertstabilität als Risiko

Dieses Blatt hat sich in den vergangenen Monaten gewendet. Im Juli dieses Jahres betrug die Inflationsrate beispielsweise 3,4 Prozent, im Euro-Raum sogar rund vier Prozent. Genug Anlass für Immobilieninvestoren, diese höhere Geldentwertung stärker zu antizipieren und über die Auswirkungen auf die eigene Geschäftstätigkeit nachzudenken. Die Banken können beratend zur Seite stehen und Möglichkeiten aufzeigen, wie Investoren mit diesem neuen Risiko am besten umgehen können. Ein möglicher Weg ist die Absicherung über sogenannte Inflationsderivate.

Bei Derivaten handelt es sich um Finanzprodukte, deren Marktwert sich von zugrunde liegenden Finanztiteln, Indizes oder auch Gütern (Underlyings) ableitet. Derivate wurden ursprünglich entwickelt, um Marktteilnehmer gegen Preisschwankungen der Underlyings abzusichern. Sie entwickelten sich aber schnell zu einer eigenen Assetklasse, das „Hedgen“ ist

heutzutage nur noch eine Funktion. Ob für Aktien, Währungen oder Zinsen: Für nahezu jede Assetklasse wird das passende Derivat angeboten. Um sich vor den Risiken einer steigenden Inflationsrate abzusichern, gibt es am Markt entsprechende Inflationsderivate.

Unsicherheit wächst mit Investitionsdauer

Warum die Inflationsrate die Wertentwicklung einer Immobilieninvestition beeinflusst, ist auf den ersten Blick nicht immer leicht zu erkennen. Schließlich sind viele Mietverträge gerade im gewerblichen Immobilienbereich indexiert. Die Höhe der Mieten orientiert sich also an der Entwicklung der Inflationsrate, sprich des Verbraucherpreisindex oder eines anderen Indexes. Doch erweist sich genau diese Indexierung als problematisch. Die Inflationsrate beeinflusst sowohl die Entwicklung künftiger Mieteinnahmen als auch die Höhe des prognostizierten Verkaufserlöses einer Immobilie. Je stärker die Inflationsrate schwankt, desto ungenauer sind mögliche Prognoserechnungen.

Durch die Indizierung sind die Einnahmen aus Sicht des Investors variabel. Zinsen, Tilgungsleistungen und andere Aufwendungen sind dagegen meist fix. Man hat also mit der Indexierung auf der einen Seite variable Einnahmen, auf

Der Autor

Peter Axmann ist Global Head Real Estate der HSH Nordbank AG, Hamburg und Kiel.

der anderen Seite aber feste Aufwendungen – es kommt zu einem direkten Inflationsrisiko. Je länger der Zeitraum der Investition gewählt wird, desto stärker können dabei die Schwankungen sein. So müssen beispielsweise Geschlossene Fonds in Emissionsprospekten Prognoserechnungen für die nächsten 15 Jahre vorlegen. Für diesen Zeitraum treffen die Analysten Aussagen über die erwarteten Cash-Flows. Mit berücksichtigt sind auch Annahmen über die künftige Entwicklung der Inflationsraten. Doch alleine wegen der ungewissen Entwicklung der Inflationsrate sind sichere Prognoserechnungen kaum zu erstellen. Mit Inflations-Swaps kann das Risiko der Geldentwertung entschärft werden.

Sichere Cash-Flows durch fixen Zahlungsstrom

Ein Swap als eine Form des Derivats stellt immer eine Vereinbarung zwischen zwei Marktakteuren dar, künftige Cash-Flows auszutauschen. Der Austausch findet nach einer vorher genau festgelegten Formel statt. Auch ein Inflations-Swap funktioniert nach diesem Schema: Zwei Partner sichern sich vertraglich zu, an einem oder mehreren Zeitpunkten in der Zukunft die Zahlungsströme zu tauschen. So besteht der Inflations-Swap auf der einen Seite aus einer festen und auf der anderen Seite aus einer variablen, von der Inflationsrate abhängigen Zahlung.

Die Höhe der festen Zahlung orientiert sich am Durchschnitt der von den Finanzmärkten erwarteten Inflationsrate in dem entsprechenden Zeitraum. Die Höhe ist also zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bekannt. Die variable Zahlung dagegen ist unbekannt. Sie kann sich beispielsweise bei Gewerbemietverträgen an der zugrunde liegenden Inflationsindexierung orientieren. Der Investor ersetzt den unsicheren Inflationsanteil in seinem Mietvertrag und sichert sich langfristig die zukünftigen Einnahmen.

Minderung des Inflationsrisikos

Mit einem Inflations-Swap kennt der Investor bereits heute die künftigen Mieteinnahmen und kann so das Inflationsrisiko mindern. Dieses niedrigere Inflationsrisiko kann der Investor nutzen, um beispielsweise die Zinslasten zu reduzieren. Dadurch sind zu Beginn der Laufzeit aufgrund der höheren Liquidität auch höhere Zins- und Tilgungs-

leistungen möglich. Ein weiterer Vorteil für den Investor ist, dass er auch von den fixen Zahlungen aus dem Swap profitiert, wenn die Inflationsrate über einen längeren Zeitraum auf einem niedrigeren Niveau liegen sollte. Doch genau dieser Punkt hat auch eine Kehrseite: Der Investor verzichtet auf die Chancen einer überdurchschnittlichen Steigerung der Inflationsrate. Die Höhe der künftigen Mieteinnahmen ist fix – auch wenn sich die Inflationsrate im Nachhinein zugunsten des Investors entwickelt. Hinzu kommt die Gefahr, dass im Rahmen der Inflation die Betriebskosten stärker als erwartet ansteigen. Ist das der Fall, werden diese Kostensteigerungen nicht durch entsprechende Mietsteigerungen aufgefangen.

Mit einem Inflations-Swap tauscht der Investor mögliche Chancen der Inflation gegen Prognosesicherheit. Dieses Instrument ist daher für eher konservative Investoren empfehlenswert, die im Rahmen ihres Risikomanagements die Volatilität ihrer Erträge verringern wollen. Dabei gewinnen Inflations-Swaps an Bedeutung, je stärker die Schwankungen der Geldentwertung in den kommenden Jahren sein werden.

Zielgruppen für Derivate

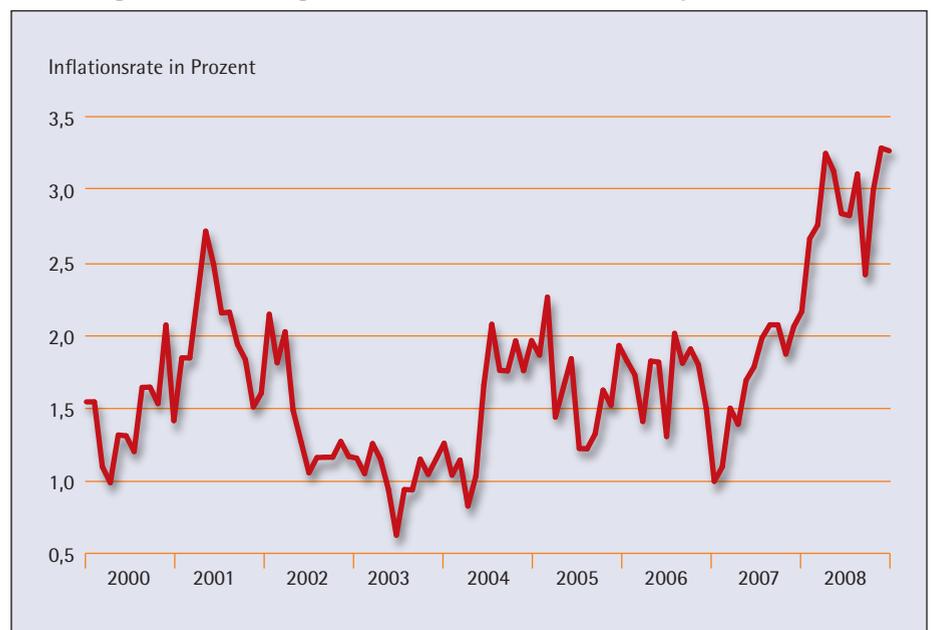
Zur Zielgruppe gehören beispielsweise Offene und Geschlossene Immobilienfonds mit indexierten Mietverträgen. Sie können einen wesentlichen Risikofaktor ihrer Prognoserechnung mit einem Inflations-Swap eliminieren. Die Swaps eignen sich auch für Mieter mit inflationsindexierten Mietverträgen, die sich gegen die steigende Inflation absichern möchten. Darüber hinaus sollten generell Investoren, die eine Realverzinsung ihrer Investition präferieren, über den Einsatz dieses Instruments nachdenken.

Mit den Inflationsderivaten bietet die HSH Nordbank ein weiteres Produkt an, das über die klassische Darlehens- oder Hypothekenfinanzierung hinausgeht. Das Ziel ist, je nach Bedarf der Investoren spezielle Finanzierungslösungen zu strukturieren – beispielsweise mit Senior-Loans, Mezzanine-Krediten oder Non-Recourse-Strukturen. Neben der reinen Finanzierung müssen dabei häufig weitere Bedürfnisse der Investoren wie Sicherheit berücksichtigt werden. Vor dem Hintergrund der hohen Geldentwertung der vergangenen Monate nehmen Inflationsderivate deshalb an Bedeutung zu.

Abbildung 1: Beispielrechnung für einen Inflations-Swap

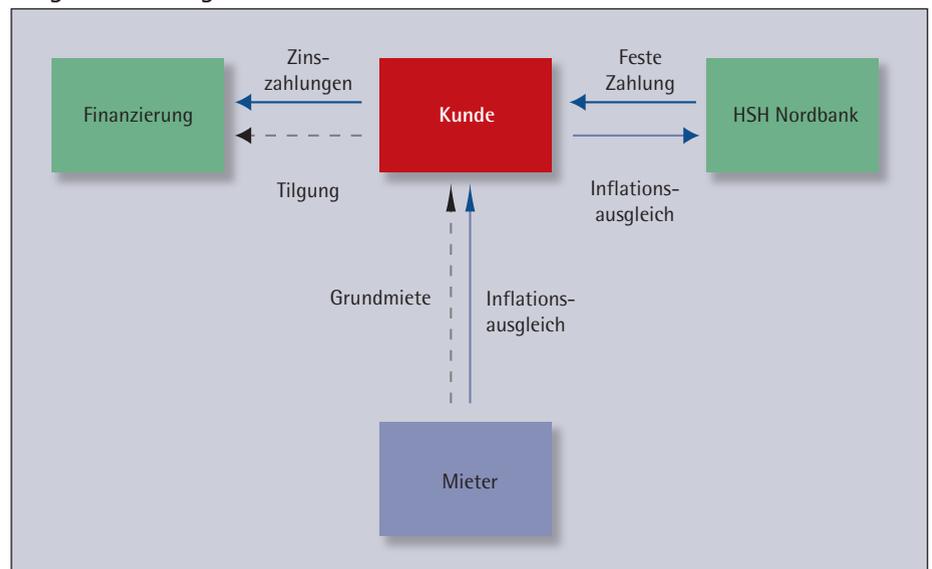
Ausgangsdaten	
Netto-Mieteinnahmen	2 Millionen Euro p.a.
Indexierung	jährliche Anpassung nach der Entwicklung des deutschen Verbraucherpreises
Laufzeit	10 Jahre, Start 1. August 2008
Ausgleichszahlungen	
Kunde erhält feste Zahlungen als Ersatz der inflationsindexierten Mieteinnahmen	192 000 Euro p.a.
Kunde zahlt durch die Weiterreichung der variablen inflationsbedingten Steigerungen der Mieteinnahmen (bei Annahme einer Inflation von 2,5%)	
Jahr 2: (2 000 000 Euro x 2,5% Inflation)	50 000 Euro p.a.
Jahr 3: (2 050 000 Euro x 2,5% Inflation + 50 000)	101 250 Euro p.a.

Abbildung 2: Veränderungsrate des deutschen Verbraucherpreises



Quelle: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2008, Stand: 15.07.2008

Abbildung 3: Zahlungsströme bei einem Inflations-Swap mit jährlicher Ausgleichszahlung



Quelle: HSH Nordbank