

Mipim Special

Hotelfinanzierungen: „Back to the roots“

In Krisenzeiten sind die Ausfallraten von Hotelfinanzierungen größer als bei anderen Immobilientypen. Dieser Beobachtung aus früheren Branchenzyklen pflichtet der Autor zwar prinzipiell bei. Er verweist aber auf die berühmten Ausnahmen, die er insbesondere in jenen Fällen beobachtet, in denen sich Investoren und Kreditgeber gleichermaßen gut in diesem spezifischen Geschäftsfeld auskennen und über detaillierte Kenntnisse und Erfahrungen im Hotelgewerbe verfügen. Gelebte Geschäftsbeziehungen, hohes Fachwissen und eine dauerhafte Branchenloyalität sind seinem Fazit nach unerlässlich, um ein Hotelportfolio auch durch ungünstige Marktphasen ohne große Ausfälle steuern zu können. (Red.)

Überdurchschnittliche Renditen und leicht erhältliche CMBS-(Commercial Mortgage Backed Securities)-gestützte Darlehen waren für neue Investoren und Kreditgeber gleichermaßen ein Anreiz, während der letzten Boomperiode in die Hotelbranche zu drängen. Finanzierungen mit einer Loan-To-Value Ratio von 80 bis 90 Prozent und einer Schuldendeckungsquote von 110 bis 120 Prozent waren nicht die Ausnahme. In den Jahren 2006 und 2007 wurden Hoteltransaktionen in Rekordhöhen von rund 75 Milliarden US-Dollar beziehungsweise über 120 Milliarden US-Dollar abgeschlossen, Immobilienwerte erreichten Höchststände.

Das änderte sich abrupt, als die Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs vorbei waren. Infolge der Krise stiegen die Ausfallraten von Immobiliendarlehen über alle Immobilientypen hinweg an.

Der Autor

Dirk Große Wördemann

ist Mitglied des Vorstands der Aareal Bank AG, Wiesbaden.



Was Hotelfinanzierungen betrifft, so hat die Entwicklung gezeigt, dass sich die Ausfallraten in normalen Zeiten auf annähernd gleichem Niveau bewegen wie die Ausfallraten aller anderen Immobilientypen. In Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs aber liegen sie durchgängig darüber.

Bei genauer Betrachtung fällt allerdings auf, dass dies die Regel ist, von der es immer wieder Ausnahmen gibt: Einige wenige schaffen es dennoch, ihr Hotelportfolio ohne bedeutende Ausfälle durch die Krise zu steuern. Was genau machen diese anders, und was sollten wir bei einer nächsten Krise im Gedächtnis behalten? Um diese Frage zu beantworten, ist es notwendig, einen genauen Blick auf die Besonderheiten der Hotelimmobilien zu werfen.

Die Besonderheiten des Betreiberrisikos

Hotels sind keine Art Immobilien wie andere auch. Sie weisen einige sehr spezifische Charakteristika auf, die sie von denen anderer gewerblicher Immobilien unterscheiden. So ist beispielsweise der Cash-Flow eines Hotels im Gegensatz zu anderen Vermögenswerten abhängig vom Hotelbetrieb. Er erfordert daher ein hohes Maß an Erfahrung und Verständnis für das Geschäft. Hotels haben relativ hohe Fixkosten.

Die Hotelträge müssen im Tagesgeschäft erwirtschaftet werden im Gegensatz zu Erträgen, die auf der Grundlage langfristiger Mietverträge erzielt werden. Bei Unternehmen wie Privatpersonen ist das Reisebudget einer der ersten Posten, der gekürzt wird, wenn das Geld knapp ist.

Damit sind Hotels die Anlageklasse, die mit als erste unter einer Krise leidet. Sie ist aber ebenso auch mit die erste, die Anzeichen von Erholung zeigt, sobald sich die Lage wieder entspannt. Dementsprechend ist der Cash-Flow für Hotel Eigentümer volatil und anfälliger und das Geschäft als solches deutlich managementintensiver. Hotelfinanzierungen sind daher keine reinen Immobilienfinan-

zierungen, sondern weisen vielmehr Merkmale von Unternehmensfinanzierungen auf. Daher ist es äußerst wichtig, dass sich Investoren und Kreditgeber gleichermaßen in diesem Geschäftsfeld auskennen und über detaillierte Kenntnisse und Erfahrungen im Hotelgewerbe verfügen, um konjunkturelle Auf- und Abwärtsbewegungen verlässlich zu handhaben.

Pachtverträge versus Managementverträge

Auf dem deutschen Hotelimmobilienmarkt kommt eine weitere Eigenart hinzu. Hier ist noch immer der klassische Pachtvertrag weit verbreitet. Er schützt den Hoteleigentümer und folglich die Banken bis zu einem gewissen Grad vor dieser Volatilität. Allerdings hat sich die einstige Dominanz solcher Verträge in Deutschland in den letzten Jahren verringert, da die bedeutenden internationalen Hotelketten auch in Deutschland immer mehr Managementverträge durchsetzen. Gründe dafür sind offenkundig: Ein Managementvertrag belastet die Bilanz der jeweiligen Hotelkette wesentlich weniger und eröffnet gleichzeitig die Möglichkeit, schneller zu expandieren.

Bleibt die Frage, ob auch Investoren und Banken in den letzten Jahren ihre Bewertung von Pachtverträgen gegenüber Managementverträgen geändert haben. Managementverträge werden nicht mehr als etwas Fremdes oder Hinderliches betrachtet. Im Gegenteil: Manche Investoren und Banken bevorzugen sogar den Managementvertrag. Ein Grund dafür ist, dass Managementverträge transparenter sind als die klassischen Pachtverträge. Dies vereinfacht die Analyse des Risikos, die bei einer Finanzierung im Mittelpunkt stehen sollte.

Da Hoteleigentümer, und in folgedessen auch Finanzgeber, bei Pachtverträgen normalerweise keine oder kaum Einsicht in die operativen Erträge haben, werden sie über Probleme erst viel zu spät informiert und sind nicht mehr in der Lage, proaktiv zu reagieren. Es kommt also bei Pachtverträgen oft nur zu einer Verzögerung der Probleme.

Der Fokus sollte auf dem Cash-Flow liegen, der die Schuldzahlungen decken soll. Dies gilt auch für den Pachtvertrag. Wenn ein Betreiber langfristig die Pachtzahlungen nicht aus dem Ertrag des Objekts erbringen kann, wird dies letztendlich auch Konsequenzen auf den Hoteleigentümer und somit auf die Finanzierung haben. Wichtig ist, welche Person oder welche Gesellschaft hinter einem Pachtvertrag steht. Mit Blick auf die Intransparenz solcher Verträge muss sich der Financier häufig ausschließlich auf die Bonität des Betreibers verlassen.

Ferner stehen hinter solchen Pachtverträgen oft nur Zweckgesellschaften, die grundsätzlich substanzlos sind. Die Erfahrung von den großen Managementgesellschaften ist zweifellos von Vorteil. Ihre Abneigung gegen Pachtverträge erschwert es umso mehr, beides in Einklang zu bringen. Die Transparenz der Managementverträge ist bei der Volatilität und der Managementintensivität der Hotels vorteilhaft, was nach einer solchen Krise sicherlich immer wichtiger werden wird.

Was die Krise lehrt: Es kommt auf die Geschäftsbeziehung an

2010 war für den überwiegenden Teil des Hotelmarkts ein sehr schwieriges Jahr, doch zeigten sich auch erste Anzeichen für eine Belebung der Aktivitäten hotel-spezialisierter Investoren und Banken. Dies zeigte sich auch darin, dass einige Darlehensnehmer und Kreditgeber, deren Fokus mehr auf hohen Renditen als auf einem echten Geschäftsinteresse lag, sich aus dem Geschäft zurückziehen begannen. Diejenigen, die bleiben, zeichnen sich durch Fachwissen, langfristige Branchenzugehörigkeit und Nähe zum Kunden – kurz durch aktive und intensive Geschäftsbeziehungen aus.

Tatsächlich hatten viele Marktteilnehmer 2010 erwartet, dass angesichts der Fülle von Hotels mit hohem Fremdkapitalanteil eine große Anzahl problembehafteter Objekte auf den Markt kommen würde. Bis zu einem gewissen Grad traf dies zu, besonders in Großbritannien, Spanien und den USA. Dennoch haben viele Banken lieber die Laufzeiten verlängert und Verstöße gegen Kreditauflagen zugelassen, anstatt das Risiko eines unmittelbaren Verlustes in Folge einer Zwangsversteigerung einzugehen. Allerdings kann eine solche Vorgehensweise, auch bekannt als „extend and pretend“ (sinngemäß: „verlängern und so tun, als ob“), nur eine kurzfristige Lösung sein, weil sie das eigentliche Problem in die Länge zieht.

maß: „verlängern und so tun, als ob“), nur eine kurzfristige Lösung sein, weil sie das eigentliche Problem in die Länge zieht.

Verpflichtung gegenüber den Geschäftspartnern

Was ist zu tun? Um hier etwas zu bewegen, müssen problembehaftete Darlehen restrukturiert werden, indem sich beide Parteien gemeinsam um eine langfristige Lösung bemühen. Um das zu erreichen, müssen alle Beteiligten dauerhaft der Hotelbranche verpflichtet sein und über ein umfassendes Wissen des zugrunde liegenden Geschäfts verfügen.

Nur dann kann eine vernünftige Umstrukturierung erreicht werden. Die Darlehensnehmer werden dann dazu bereit sein, weiteres Eigenkapital zu investieren. Die Banken wiederum können Zugeständnisse machen, da sie die damit verbundenen Risiken einschätzen können und wissen, dass die zugrunde liegenden Hotel-Cash-Flows sich genau so schnell erholen können wie sie gefallen sind.

In der Zeit nach der Krise gibt es weniger Banken, die noch über das notwendige Fachwissen verfügen und die sich intensiv dem Abschluss von Hotelarlehnen widmen. Kreditgeber konzentrieren sich dann mehr auf erfahrene Inhaber mit langfristiger Perspektive und weniger auf Investoren, die bei der ersten Gelegenheit aussteigen und ihnen ohne jegliche weitere Bemühung „die Hotelschlüssel übergeben“.

Das Gleiche gilt in Bezug auf die Investoren. Es wird sicherlich mehr Investoren geben, die nach Banken mit dem nötigen Know-how Ausschau halten. Sie werden dann bereit sein, einen Aufschlag auf ihr Darlehen zu zahlen, wenn die Banken dafür im Gegenzug den Investoren die Sicherheit bieten, dass sie es mit einem engagierten und im Hotelgewerbe erfahrenen Kreditgeber zu tun haben – auch und gerade in Zeiten eines konjunkturellen Abschwungs.

Für 2011 zeichnet sich ab, dass sich die Hoteltrträge wieder erholen und Darlehensabschlüsse zulegen. In einigen erstklassigen Lagen, darunter Washington D.C., Paris und London, haben sich die Preise sogar fast wieder den Rekordwerten der Jahre 2006 und 2007 angenähert. Im Jahr 2011 wird sich der Fokus auf Qualitätsobjekte in Großstädten

richten. Damit werden Preissteigerungen bei diesen Immobilien erwartet. Die große Lücke, die zwischen den Preisvorstellungen von Verkäufern und Käufern klaffte, verringert sich zusehends. Viele Investoren und Kreditgeber, die mit problembehafteten Hotels zu tun haben, versuchen auszusteigen. Dies birgt für die übrigen Marktteilnehmer Chancen.

Neben der großen Anzahl fälliger Darlehen wird es im Jahr 2011 eine erhöhte Nachfrage nach Hotelarlehnen geben. Während die Nachfrage nach neuen Hotelarlehnen steigen wird, könnte das Angebot begrenzt bleiben, weil es weiterhin kaum CMBS gibt. Die Banken, die sich während der Krise aus der Branche zurückgezogen haben, werden ebenfalls nicht so schnell wieder einsteigen. Auch wenn die Darlehensbedingungen sich seit Erreichen der Talsohle etwas verbessert haben, ist die Krise den Kreditgebern noch in frischer Erinnerung und führt dazu, dass diese auf einem eher konservativen Niveau gehalten werden.

Die Konditionen haben sich verändert und die Konzentration auf relevante Parameter verlagert sich. Da die Loan-To-Value Ratio weniger verlässlich geworden ist, konzentriert man sich zunehmend auf den tatsächlichen Yield-on-Debt. Außerdem verlangen die Banken immer mehr Auskünfte von den Darlehensnehmern, ihrem Profil sowie Angaben zu ihrem fachlichen Hintergrund im Hotelgewerbe.

Dauerhafte Branchenloyalität

Kreditgeber werden im laufenden Jahr wieder in der Lage sein, stärker selektiv vorzugehen. Das gleiche gilt für Investoren und Darlehensnehmer, die einen langfristigen Finanzierungspartner suchen werden, der über umfassende Kenntnisse der Hotelbranche verfügt und daher eine geringere Neigung verspüren wird, sich zurückzuziehen, wenn die Zeiten das nächste Mal schwieriger werden.

Mit anderen Worten: Auch und gerade in der Krise ist es ratsam, sich auf die bewährten Werte zurückzubedenken – „back to the roots“: Gelebte Geschäftsbeziehungen, hohes Fachwissen und eine dauerhafte Branchenloyalität sind verlässliche Pfeiler, um sein Hotelportfolio auch in stürmischen Zeiten ohne große Ausfälle steuern zu können.