

Forderungsankauf

Distressed Real Estate Assets 2012 – Chancen und Risiken für Investoren

Der Markt für Distressed Assets gewinnt vor dem Hintergrund anhaltender Refinanzierungsengpässe und hoher regulatorischer Kapitalanforderungen mehr und mehr an Bedeutung. Allerdings sind Distressed Assets meist komplex strukturiert und dadurch schwer zu durchdringen. Für den Investor heißt dies, dass ohne entsprechendes Fachwissen die Risiken die Chancen übersteigen. Das zunehmende Angebot an notleidenden Immobilien dürfte somit nur für einen beschränkten Investorenkreis interessant sein, so der Autor. Für die veräußernden Banken ist die gute Nachricht, dass die Preisvorstellungen sich annähern. Im Fokus der Käufer stehen dabei Immobilien mit einer stabilen Vermietungsbasis, was vor allem auf Wohn- und Einzelhandelsimmobilien zutrifft. (Red.)

Das Jahr 2012 war bereits vor Ausbruch der Staatsschuldenkrise von zahlreichen Notenbankern und Finanzmarktteilnehmern als mögliches Schicksalsjahr diskutiert worden. Die kommende Refinanzierungswelle bei Banken und Staaten, der europäische Bankenstresstest, die Einführung von Basel III und Solvency II sowie die mögliche Einführung von Eurobonds stellen insbesondere den europäischen Finanzmarkt vor große Herausforderungen. Die neben der Finanzkrise entstandene Staatsschuldenkrise belastet das Finanzmarktsystem um ein Vielfaches mehr. Die drohende Konsequenz sind eine Kreditverknappung auf dem europäischen (Immobilien-)Finanzierungsmarkt und steigende Zinsen. Es lassen sich für den Finanzmarkt 2012 somit drei substantielle Probleme aufzeichnen:

- Bankenrefinanzierung,
- regulatorische Neuerungen,
- Staatsschuldenkrise.

Für Banken wird das Jahr 2012 zu einer Belastungsprobe. Positive Signale aus

dem Bankensektor sind derzeit eher selten. Hierzu zählen die gestiegene Unabhängigkeit der europäischen Banken von der Kapitalmarktfinanzierung (niedrige Quote von Krediten zu Bank-einlagen) sowie die gestiegenen Kernkapitalquoten bei den meisten Instituten.¹⁾ Diese positiven Signale werden derzeit von den systemischen Risiken deutlich überlagert. Grundsätzlicher Tenor bleibt, dass mit einer langen Phase der restriktiven Darlehensvergabe und steigenden Kreditmargen zu rechnen ist, Margen von weniger als 150 Basispunkten über dem entsprechenden Refinanzierungsstand dürften selten werden.²⁾

Drohende Finanzierungseingänge

Festzuhalten ist, dass es eine Reihe von Anzeichen gibt, die darauf schließen lassen, dass die Finanzierungskapazität 2012 nicht in dem Umfang bereitgestellt werden kann, wie es sich Investoren wünschen würden. Allein 2012 müssen die europäischen Banken rund 775 Milliarden Euro refinanzieren.³⁾ Dies ist doppelt so viel wie im Jahr 2011. Darüber hinaus belastet der europäische Bankenstresstest die Bankwirtschaft. Speziell in Deutschland kommt der Wegfall von bedeutenden Kapitalgebern wie der Eurohypo und der Westdeutschen Immobilienbank als weiterer Faktor für eine Verknappung der Finanzierungskapazität hinzu.

Auch wenn die momentane Finanzierungslage für die Unternehmen insgesamt als gut zu bezeichnen ist, sind deutliche Anzeichen für eine Eintrübung

der Finanzierungsbedingungen festzustellen. Eine allgemeine Kreditklemme in Deutschland wird grundsätzlich nicht erwartet. Dies setzt jedoch voraus, dass weitere Fortschritte bei der Bewältigung der Eurokrise und der Beruhigung der Finanzmärkte erzielt werden. Bereits jetzt zeichnen sich deutliche Finanzierungslücken ab. DTZ beziffert das europäische sogenannte „Funding Gap“ im Immobilienbereich – das heißt die Differenz zwischen verfügbaren Finanzierungskapazitäten und dem Kapitalbedarf der Immobilieninvestoren – auf 128 Milliarden Euro⁴⁾ im Jahr 2011. Dieses droht bis 2014 auf bis zu 192 Milliarden Euro⁵⁾ anzuwachsen. Wird dieser Betrag ins Verhältnis zum Darlehensbestand bei Gewerbeimmobilien in Deutschland gesetzt, wird die Tragweite der Finanzierungslücke deutlich (siehe Abbildung⁶⁾).

Marktbeobachter gehen jedoch davon aus, dass diese Finanzierungslücke durch andere und neu heranwachsende Finanzierungsquellen geschlossen werden kann.⁷⁾ Diese kommen vor allem aus dem Nicht-Immobilienbanken-Bereich. Größere Versicherungsfirmen und Pensionskassen, fremdkapitalorientierte REITs, Retailbanken, neue Pfandbriefemittenten, Real Estate Private Equity Fonds sowie ausländische Investoren können Kapital aufbringen, welches benötigt wird, um die Finanzierungslücke auf dem klassischen Bankenmarkt zu schließen. Des Weiteren wird die Neuregelung der Eigenkapitalvorschriften für Banken, das heißt Basel III, Auswirkungen auf die Darlehensvergabepraxis haben.

Alternative Finanzierungsquellen

Basel III erhöht unter anderem sowohl die Mindestanforderungen an das vorzuhaltende Kernkapital als auch die Anforderungen an die Qualität dieses Kernkapitals. Mit Auswirkungen auf die Darlehensvergabe ist zu rechnen, besonders wenn es den Banken nicht gelingt, neues Eigenkapital aufzunehmen. Das Neugeschäft könnte darunter leiden

Der Autor

Philip Radner

Wissenschaftlicher Mitarbeiter, EBS Business School Real Estate Management Institute, Wiesbaden



und die Finanzierungskosten könnten gleichzeitig steigen. Neben Basel III gibt es eine ganze Reihe anderer den Finanzmarkt betreffende regulatorische Veränderungen wie Solvency II, Kreditinstitute Reorganisationsgesetz (KredReorG), Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute (RStrukFG) sowie Bankenabgabe. Das Ausmaß aller Reformvorhaben dürfte in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte der westlichen Welt ohne Beispiel sein und die Wechselwirkungen dieser Maßnahmen bergen ein zusätzliches Risikopotenzial.

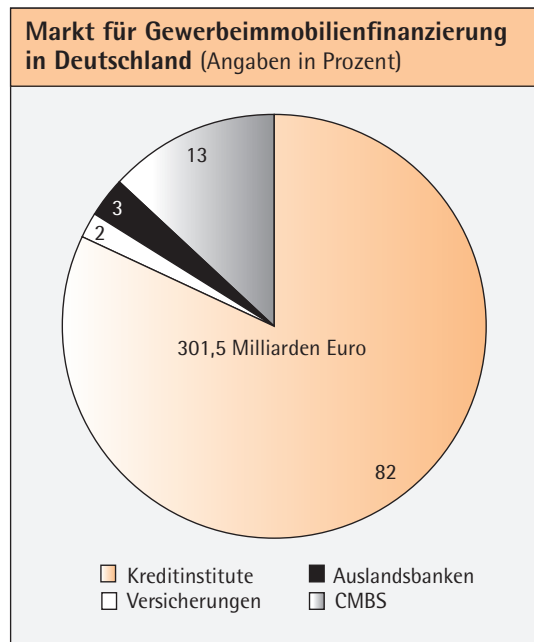
Der Finanzmarkt ist jedoch auch immer unmittelbar mit der Realwirtschaft und damit auch mit dem Immobilienmarkt verbunden. Der Immobilienmarkt ist heute ohne funktionierenden Immobilienfinanzierungsmarkt nicht mehr denkbar. Immobilien- und Finanzierungsmarkt stehen in einem engen Zusammenspiel mit zahlreichen Interdependenzen, denn Immobilieninvestitionen sind ohne entsprechende Finanzierung nicht möglich. Störungen auf dem Finanzierungs- und Bankenmarkt haben unmittelbare Auswirkungen auf den Immobilienmarkt.

Preisvorstellungen nähern sich an

In diesem Zusammenhang der Unterdeckung an Finanzierungskapital kommt der Markt für Distressed Real Estate Assets⁹⁾ ins Spiel. Die oben genannten Herausforderungen für Banken werden diese zwingen, neben einer vermutlich restriktiveren Kreditvergabepraxis mehr Eigenkapital vorzuhalten sowie die Kreditmargen zu erhöhen. Da im Jahr 2012 und in den Jahren darauf überproportional viele Kredite aus den Vorkrisenjahren auslaufen, besteht ein hoher Ablösungs- und Prolongationsbedarf.⁹⁾ Aufgrund der Belastungen und Herausforderungen der Banken ist es möglich, dass etliche Kredite nicht abgelöst beziehungsweise prolongiert werden.

Derzeit stehen Distressed Assets im Wert von 1,4 Billionen Euro weltweit zum Verkauf.¹⁰⁾ Über die nächsten vier Jahre werden zudem rund 1,2 Billionen Euro Darlehen aus gewerblichen Immobilienkrediten weltweit fällig, hiervon zirka 500 Milliarden Euro in Europa und 125 Milliarden Euro in Deutschland.¹¹⁾ Für opportunistische Investoren ist dies eine einmalige Chance, erhebliche Immobilienwerte zu generieren.

Ein Hinderungsgrund beim Verkauf leistungsgestörter Immobilienkredite lag in der Vergangenheit häufig in dem durch die Finanzkrise verursachten Preisverfall, der einen Verkauf für die Banken nicht attraktiv machte oder darin, dass die „Not“ noch nicht groß genug war. Mittlerweile erwarten viele Banken, dass sich die Preise nicht mehr auf Vorkrisenniveau erholen werden und die Zeit des „Pretend and Extend“ vorbei ist¹²⁾ – die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern nähern sich zunehmend an.¹³⁾ Der Druck der Banken entsteht aus dem Restrukturierungszwang, die Käuferseite unterliegt einem stärker werdenden Anlagedruck bereits eingesammelter Gelder. Ferner erkennen Banken zunehmend, dass die Bearbeitung leistungsgestörter Kredite



nicht ihre Kernkompetenz ist. Vor allem bei managementintensiven Immobilien wie Shoppingcentern dürften die Banken von daher versuchen, diese zu veräußern.

Viele Anzeichen sprechen dafür, dass sich das weltweite Angebot an notleidenden Immobilien erhöhen wird. Laut Ernst & Young European Non-Performing Loan Report 2011¹⁴⁾ wird das Transaktionsvolumen dabei voraussichtlich weit über den Werten aus den Boom-Jahren vor der Krise liegen. Angesichts gestiegener Eigenkapitalanforderungen suchen die Banken nach Wegen, ihre Bilanzsummen zu reduzieren und werden dabei auch den Verkauf notleidender Kredite sowie von Non-Core-Krediten (Kreditportfolios, die nicht mehr zum Kerngeschäft zählen) ins Auge fassen. Auf rund 750 Milliarden Euro¹⁵⁾ für Verkäufe zur Verfügung stehendes Volumen wird die Größe des NPL-Marktes in Europa geschätzt. Hinzu

kommen 1 000 Milliarden Euro¹⁶⁾ Non-Core-Kreditvolumen. Auf Deutschland entfallen 250 Milliarden Euro¹⁷⁾ NPL-Volumen (plus 20 Prozent gegenüber Vorjahr) und zusätzlich 500 Milliarden Euro¹⁸⁾ Marktpotenzial im Bereich Non-Core-Kredite.

Transaktionsvolumen dürfte deutlich ansteigen

In welchem Maße sich das Gesamtpotenzial von entsprechend 750 Milliarden Euro in tatsächliche Deals niederschlägt, ist nur schwer abzuschätzen. In der Zeit vor der Krise lag das Transaktionsvolumen bei etwa 20 Prozent des damaligen NPL-Marktpotenzials. Da das heutige Marktpotenzial um ein Vielfaches höher liegt, ist es wahrscheinlich, dass auch das Transaktionsvolumen deutlich ansteigt. Begünstigt wird die Entwicklung durch die Zurückhaltung der vergangenen Jahre, als krisenbedingt kaum Kreditportfolio-Deals getätigt wurden; dies hat zu einem Angebotsstau geführt. Dieser betrifft insbesondere den NPL-Markt. Hinzu kommen aber auch gesunde Kredite – ein Marktsegment, das bislang nur punktuell eine Rolle gespielt hat, künftig aber an Bedeutung deutlich gewinnen wird. Dabei ist zu bedenken, dass die Vorbereitung von Kreditportfolio-Transaktionen vergleichsweise komplex und zeitintensiv ist. Sollten in Deutschland Anfang 2012 die Verkaufsaktivitäten deutlich ansteigen, worauf viele Anzeichen hindeuten, würde der Großteil der Transaktion voraussichtlich erst ab der zweiten Jahreshälfte abgeschlossen.

Potenzielle Treiber, die dieser Entwicklung entgegenstehen könnten, zeichnen sich jedoch auch ab. Beispielsweise gibt es möglicherweise nicht genügend Investoren mit dem erforderlichen Know-how und den notwendigen Ressourcen (genügend Eigenkapital, einfacher Zugang zu Fremdkapital), um die typischerweise komplexen Transaktionen im Distressed-Assets-Bereich abwickeln zu können. Auch die Transaktionen im Distressed-Assets-Bereich müssen alle erst finanziert werden. Darüber hinaus ist für eine Zunahme der Verkaufsaktivitäten von entscheidender Bedeutung, inwieweit sich Käufer und Verkäufer bei den Preisvorstellungen entgegenkommen.

Darauf lässt auch die Tatsache schließen, dass Banken, die derzeit bereits in der

Umsetzung von Basel III sind, ihre Eigenkapitaldeckung erhöhen müssen. Dies hat Auswirkungen auf die Prolongationskonditionen (Zins, Tilgung, Laufzeit, Covenants) und wird dazu führen, dass Kreditnehmer diese im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2012 nicht mehr erfüllen können.

Es zeigt sich, dass der Markt für Distressed Real Estate Assets stark an Bedeutung gewonnen hat und für Investoren zahlreiche Chancen bietet. Distressed Assets sind jedoch überwiegend komplex strukturiert und dadurch schwer zu durchdringen. Expertise ist in diesem Bereich unabdingbar, um ihr Potenzial richtig einzuschätzen. Es bestehen sowohl wirtschaftliche als auch rechtliche Risiken, welche richtig eingeschätzt und verarbeitet werden müssen. Das zunehmende Angebot an notleidenden Immobilien dürfte somit nur für einen beschränkten Investorenkreis interessant sein; für diesen aber dafür umso mehr.

Attraktive Investitionsszenarien

Investoren mit Expertise, ausreichenden Ressourcen sowie dem passenden Rendite/Risiko-Profil bieten sich attraktive Investitionsszenarien über die nächsten Jahre. Entscheidend für eine erfolgreiche Investition ist somit immer eine umfassende und richtige Einschätzung der jeweiligen Distressed Assets. Genügend Eigenkapital, Zugang zu ausreichend Fremdkapitalquellen, Erfahrung, Expertise und Ressourcen, um das Objekt zu managen, sind dabei essenziell.

Ferner wird offenbar, dass Verkäufe von Stressed und Distressed Assets wohl weiterhin nicht enorme Ausmaße annehmen werden (keine sogenannte „Welle“), aber relativ betrachtet deutlich zunehmen, da zu neuen auslaufenden und schlecht performenden Krediten die Problemfälle aus den Vorjahren stoßen. Wahrscheinlich ist, dass Transaktionen vor allem dort realisiert werden, wo eine stabile Vermietungsbasis besteht. Dies trifft vor allem auf Wohn- und Einzelhandelsimmobilien zu. In diesen Immobilienklassen bieten sich also im Speziellen Chancen für Investoren.

Über die dabei zu erzielenden Renditen lässt sich nur spekulieren. Für Investoren sind bei Distressed-Assets-Investitionen die Preisabschläge zum sogenannten „Face Value“ – also dem ursprünglichen Nominalwert – bei der Renditeberechnung ganz entscheidend. Hier hat sich

momentan noch kein einheitliches Bild herauskristallisiert. Die Abschläge, die bezahlt werden, variieren teils erheblich. Dennoch lassen sich derzeit Abschläge von 20 bis 30 Prozent als grobes Mittel angeben.¹⁹⁾

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Banken gezwungen sein werden, vermehrt auslaufende (notleidende) Immobiliendarlehen nicht mehr zu verlängern, sondern zu verkaufen. Die Zeit des „Pretend and Extend“ scheint vorüber. Banken erkennen zudem vermehrt, dass die Bearbeitung leistungsgestörter Kredite nicht ihre Kernkompetenz ist. Auch trennen sich Banken zunehmend von Krediten, die nicht mehr der Geschäftsstrategie entsprechen. Der Markt für diese so genannten Non-Core-Kredite bietet aus diesem Grund neben dem Markt für notleidende Immobilienkredite ein weiteres enormes Marktpotenzial. Im Bereich der notleidenden Immobilienkredite dürften insbesondere Objekte aus dem Wohn- und Einzelhandelssegment interessant sein. Diese Segmente sind weniger von neuen Regularien wie Basel III betroffen und bieten grundsätzlich eine stabile Vermietungsbasis. Eine Tatsache, die bei Distressed-Investoren besonders relevant ist.

Das Angebot an Distressed Real Estate Assets trifft auf eine stark zunehmende Investorennachfrage. Insbesondere die das Angebot bei Weitem übersteigende Nachfrage nach Core-Immobilien lässt Investoren verstärkt auch Investitionsstrategien im Bereich der Distressed Assets entwickeln. Entscheidend für eine steigende Verkaufsaktivität auf dem Markt für Distressed Assets ist jedoch, dass sich die Preisvorstellungen von Käufern (Investoren) und Verkäufern (Banken) annähern. Viele Investoren haben Renditevorstellungen, die denjenigen aus den Vorkrisenjahren gleichen – es scheint, dass sie hier weiterhin keine Anpassungen in ihrer Renditeerwartung vorgenommen haben. Auf der anderen Seite suchen die Investoren aber auch den „sicheren Hafen“. Diesen Widerspruch müssen Investoren bei der Festlegung ihrer Investitionsstrategie beachten und mit „gesunden“ Renditeerwartungen an potenzielle Transaktionen herantreten.

Literaturverzeichnis

DTZ (2011, Hrsg.): Global Debt Funding Gap – Europe struggles despite positive trends, 8. November 2011, elektronische Version verfügbar unter URL: <http://www.dtz.fi/uploads/Markkinajulkaisut/DTZ%20Insight%20-%20Global%20debt%20funding%20gap%20-%20Nov%202011.pdf> (abgerufen am 17. Februar 2012).

EBS REMI (2011, Hrsg.): EBS REMI und Corestate Capital AG gründen Forschungsstelle „Distressed Real Estate Debt“ (Pressemittelteilung vom 28. November 2011), URL: http://www.ebs-remi.de/news-detailstartseite.html?&Hash=a7ff63f4692d04326c98485c269c95bc&tx_ttnews%5Btt_news%5D=999 (abgerufen am 17. Februar 2012).

Ernst & Young (2011, Hrsg.): European Non-Performing Loan Report 2011 (elektronische Version), November 2011, URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European_Non-Performing_Loan_Report/\\$FILE/European%20NPL%20Report%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European_Non-Performing_Loan_Report/$FILE/European%20NPL%20Report%202011.pdf) (abgerufen am 15. Februar 2012).

Fortress (2011, Hrsg.): The Great Liquidation & Great Litigation – Investing through the Credit Cycle, Juni 2011, elektronische Version verfügbar unter URL: <http://ir.fortress.com/phoenix.zhtml?c=205346&tp=iro-l-insightsviewpoints> (abgerufen am 13. Februar 2012).

Pricewaterhouse Coopers/Urban Land Institute (2012, Hrsg.): Emerging Trends in Real Estate Europe 2011 (elektronische Version), Januar 2012, URL: http://www.uli.org/sitecore/content/ULI2Home/ResearchAndPublications/EmergingTrends/~/_media/Documents/ResearchAndPublications/EmergingTrends/Europe/EmergingTrendsEurope2012.aspx (abgerufen am 15. Februar 2011).

Property Investor Europe (2012a, Hrsg.): Weekly Investor Newsletter, Jahrgang 8, Ausgabe 243, 13. Februar 2012.

Property Investor Europe (2012b, Hrsg.): Weekly Investor Newsletter, Jahrgang 8, Ausgabe 240, 23. Januar 2012.

Richolt, Dirk/Linsin, Jan (2012): Germany ViewPoint – Debt Advisory Market Insights (elektronische Version), Januar 2012, herausgegeben von CB Richard Ellis, URL: http://www.cbre.de/de_de/research/research_publications/research_publication_content/research_publicationen_leftcolumn/CBRE%20DAMI%202011-Q4.pdf (abgerufen am 13. Februar 2012).

Fußnoten

¹⁾ Vgl. Richolt, Dirk/Linsin, Jan (2012), S. 3.

²⁾ Vgl. ebenda, S. 3/S. 5.

³⁾ Vgl. Richolt, Dirk/Linsin, Jan (2012), S. 1.

⁴⁾ Vgl. Property Investor Europe (2012a), S. 12. In Quelle USD-Wert. Umrechnungskurs: 1 Euro = 1,30 USD.

⁵⁾ Vgl. ebenda, S. 12. In Quelle USD-Wert. Umrechnungskurs: 1 Euro=1,30 USD.

⁶⁾ Eigene Darstellung in Anlehnung an Richolt, Dirk/Linsin, Jan (2012), S. 5. Darlehensbestand Ende 2010.

⁷⁾ Vgl. Property Investor Europe (2012a), S. 12; vgl. Property Investor Europe (2012b), S. 2.

⁸⁾ Bei Distressed Assets handelt es sich um notleidende Vermögenswerte, die keinen stabilen Kapitalfluss generieren. Unter Stressed Assets werden hingegen Vermögenswerte verstanden, die ein erhöhtes Risiko-Rendite-Profil aufweisen, jedoch noch von keinem Zahlungsausfall geprägt sind.

⁹⁾ Die Ablösung von Darlehen bezeichnet dabei die Tilgung eines Darlehens durch die Aufnahme eines neuen Darlehens und ist abzugrenzen von der Prolongation, also der nachträglichen Verlängerung bereits gewährter Darlehen.

¹⁰⁾ Vgl. Fortress (2011), S. 4.

¹¹⁾ Vgl. EBS-REMI (2011).

¹²⁾ Vgl. Pricewaterhouse Coopers/Urban Land Institute (2012), S. 10.

¹³⁾ Vgl. Ernst & Young (2011), S. 27.

¹⁴⁾ Vgl. Ernst & Young (2011).

¹⁵⁾ Vgl. ebenda, S. 25. Ernst & Young geht in seinem Bericht stets nur von potenziell für Verkäufe zur Verfügung stehendem Volumen aus.

¹⁶⁾ Vgl. ebenda, S. 25.

¹⁷⁾ Vgl. ebenda, S. 36.

¹⁸⁾ Vgl. ebenda, S. 36.

¹⁹⁾ Vgl. Pricewaterhouse Coopers/Urban Land Institute (2012), S. 11; vgl. DTZ (2011), S. 6.