

## MIPIM Special

# Real Estate Debt Funds als attraktiver Diversifikationsbaustein im Immobilienportfolio

**Die Immobilie als Asset ist heute gefragter denn je. Dabei sollten Investoren allerdings ruhig auch mal über die klassischen Formen direktes versus indirektes Investment in den europäischen Core-Märkten hinausdenken und sich dem Spielfeld der Investition in Immobilienfinanzierungen zuwenden, erklärt der Autor. Sie können ebenfalls stabile und planbare Zahlungsströme bei einem kalkulierbaren Risiko generieren. Gerade bei über die Senior-Tranche hinaus gehender Fremdfinanzierung sieht der Autor gute Chancen für alternative Finanzierungspartner wie Kredit- und Mezzanine-Fonds. Da diese zudem auch noch über Schnelligkeitsvorteile bei der Kreditzusage verfügen, sei das auch im Interesse der Darlehensnehmer. Von daher geht der Autor von wachsender Bedeutung dieses Segmentes aus. Red.**

Institutionelle Investoren sind verstärkt unter Druck, ihre Asset Allocation zu überdenken. Traditionell überwiegen in den meisten Portfolios noch Aktien und Anleihen, da es in den vergangenen Jahrzehnten genügte, über diese beiden Anlageklassen zu diversifizieren. Während in den achtziger und neunziger Jahren eine hohe Aktienquote vorteilhaft war, empfahl es sich nach der Jahrtausendwende, den Schwerpunkt auf Anleihen zu legen.

Doch inzwischen haben eine hohe Nachfrage der Investoren in Kombination mit massiven Markteingriffen der Zentralbanken einerseits die Renditen für erstklassige Anleihen abschmelzen lassen und andererseits für ungewöhnlich hohe Volatilität an den Aktienmärkten gesorgt. Zudem ist die Korrelation der beiden Assetklassen gestiegen, sodass die Vorteile der Diversifikation schwinden. Als Reaktion darauf suchen institutionelle Investoren verstärkt nach alternativen Anlagen, die zum bestehenden Portfolio

möglichst geringe oder negative Korrelationen aufweisen. Immer öfter im Fokus stehen dabei Immobilienanlagen. Allein in Deutschland stieg einer aktuellen Umfrage des Beratungsunternehmens Ernst & Young (EY) zufolge der Anteil der deutschen Versicherungsunternehmen, die in diesem Jahr Immobilien in Deutschland erwerben wollen, auf 88 Prozent.

### Angebotsknappheit

Doch es gibt mehr Kaufinteressenten als geeignete Objekte, sodass es schwierig geworden ist, überhaupt in den Bieterverfahren zum Zuge zu kommen. Deshalb weichen deutsche Investoren verstärkt auf andere Immobilienmärkte aus. Sieben von zehn Versicherungsunternehmen wollen laut EY in ausländische Liegenschaften investieren. Im Zentrum des Interesses stehen dabei die europäischen Core-Immobilienmärkte.

Ein weiterer Trend: Die Bereitschaft, in indirekte Immobilienanlagen zu investieren, wächst. Indirekte Immobilieninvestitionen versprechen neben einer breiteren Diversifikation innerhalb der Assetklasse auch die Nutzung eines professionelleren Managements und einer größeren Marktexpertise. Entsprechend höher sind einerseits die Renditeerwartungen und andererseits die Ansprüche an die Manager, in den umkämpften Märkten die begehrten Objekte zu erwerben. Investoren, die ihre Immobilienquote erhöhen wollen, akzeptieren dann tendenziell auch höhere Risiken, die aus den Objekten selbst oder aus deren Standorten resultieren. Zwar werden weiterhin Core-Immobilien favo-

riert, doch immer öfter auch sogenannte Core-Plus-Objekte akzeptiert, deren Qualität nicht ganz erstklassig ist.

Zweifellos sind Immobilien begehrt und werden als Portfoliobestandteil wichtiger. Doch lohnt es sich, darüber nachzudenken, ob tatsächlich der – direkte oder indirekte – Besitz der Liegenschaft zwingend notwendig ist, um die Vorteile einer Immobilienanlage hinsichtlich ihres Risikos und ihrer Rendite zu nutzen. Eigentlich ist die Immobilie auch bei der Direktinvestition „nur“ das Underlying Asset, aus dem ein regelmäßiger Cashflow erwartet wird. Dafür ist jedoch erheblicher Aufwand erforderlich – für Ankauf, Instandhaltung, Vermietung und schließlich Verkauf muss technisches, wirtschaftliches und rechtliches Know-how vorgehalten oder eingekauft werden. Zudem verlangt die Investition in Immobilien ein aktives Management vor Ort: Die Mieter wollen im Objekt betreut werden und nicht am Verwaltungssitz des Investors. Auch um den Zustand des Gebäudes zu kennen, braucht es Mitarbeiter vor Ort.

So haben viele institutionelle Investoren die Erfahrung gemacht, dass Immobilienanlagen zwar nur einen Bruchteil des eigenen Portfolios ausmachen, aber einen überproportional großen Anteil an Managementressourcen binden. Daran ändern auch indirekte Investments über Fonds nur bedingt etwas.

### Opportunitäten für institutionelle Investoren

Als eine Lösung bieten sich Immobilienfinanzierungen an, da sie stabile und planbare Zahlungsströme bei einem kalkulierbaren Risiko generieren können. Zudem kann aufgrund der vergleichsweise geringen Liquidität dieser Investments eine Illiquiditätsprämie vereinbart werden.

Da institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke jedoch oftmals nicht das spezialisierte Wissen einer immobilienfinanzierenden Bank haben, sind Investiti-

#### Der Autor

#### Andrea Vanni

Managing Director, Head of European Debt Investments, Alternatives and Real Assets, Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited, London



onen in Kreditfonds eine Alternative. Interessant wird diese Anlage angesichts der Tatsache, dass auch institutionelle Immobilienvorhaben aufgrund der hohen Nachfrage nach erstklassigen Liegenschaften, den steigenden Preisen und dem unverändert günstigen Zinsniveau wieder mit hohen Fremdkapitalanteilen finanziert werden.

Nach Schätzungen des Beratungsunternehmens DTZ beläuft sich das Volumen der zwischen 2014 und 2016 benötigten Anschlussfinanzierungen für Immobilien in Europa auf rund eine Billion Euro. Wobei die geschätzte Refinanzierungslücke für europäische Gewerbeimmobilien für den Zeitraum 2014 bis 2015 zirka 51 Milliarden Euro betrug.

Zudem hat sich der durch die Bankenregulierung geforderte Kapitalbedarf für Immobilien europaweit um 50 Prozent auf 73 Milliarden Euro erhöht. Damit erweiterte sich die Bruttofinanzierungslücke um fast zwei Prozent auf 124 Milliarden Euro. Hier eröffnet sich, unterstützt durch regulatorische Änderungen wie zum Beispiel Solvency II, Basel III und EBA, institutionellen Investoren und Investment-Managern ein großer Markt.

Das Analysehaus EY ermittelte, dass für die Finanzierung von gewerblichen institutionellen Immobilienvorhaben derzeit rund 200 Institutionen zur Verfügung stehen, von denen etwa die Hälfte Banken sind, während sich die andere Hälfte aus Nicht-Banken und Institutionen aus dem gering banken-regulierten Bereich, also zum Beispiel Mezzanine Funds, Debt Funds oder Private Equity Funds, zusammensetzt.

Diese Vielfalt an Finanzierungspartnern erklärt sich aus unterschiedlichen Erwartungen der Anbieter an die Verzinsung, die wiederum von der jeweiligen Risikoeignung und dem regulatorischen Rahmen bestimmt wird. So sind die Banken in Europa derzeit tendenziell daran interessiert, den gut abgesicherten Erstrang- oder Senior-Bereich zu finanzieren. Hier besteht aktuell mehr Angebot als Nachfrage, was sich in niedrigen Zinsen und engen Margen widerspiegelt. In Deutschland liegen beispielsweise die Margen bei erstrangigen Hypothekarkrediten in den Top-6-Städten etwa im Bereich von 70 bis 150 Basispunkten, während es in französischen, spanischen und italienischen Core-Standorten zwischen 100 und 250 Basispunkte sind.

Bedarf es jedoch einer über die Senior-Tranche von zirka 60 Prozent des Loan-to-

Value (LTV) hinausgehenden Fremdfinanzierung, agieren die Banken restriktiver. Hier eröffnen sich vor allem bei komplexeren und unternehmerisch geprägten Immobilienvorhaben Chancen für alternative Finanzierungspartner wie Kreditfonds. Aufgrund des geringeren Angebots sind bei sogenannten Finanzierungstranchen zwischen 60 und 75 Prozent LTV je nach Standort und Objektart 300 bis 700 Basispunkte Marge realisierbar. Bei Mezzanine-Krediten, die bis 85 Prozent LTV reichen können, sind sogar Margen von sieben bis zehn Prozent üblich.

### Vorteile von Mezzanine-Finanzierungen

Damit lassen sich in diesem Bereich nahezu eigenkapitalähnliche Renditen erzielen, jedoch mit einem deutlich besseren Risikoprofil. Denn der Eigenkapitalanteil des Darlehensnehmers bietet dem Mezzanine-Investor einen wirksamen Risikopuffer gegen fallende Immobilienpreise. Bei einer Finanzierung bis 80 Prozent des LTV kann die Immobilie bis zu 20 Prozent ihres Wertes einbüßen, ohne dass der Mezzanine-Kapitalgeber betroffen ist.

Zu unterscheiden ist außerdem zwischen Equity Mezzanine, wo der Kapitalgeber am Cashflow-Gewinn oder am Veräußerungserlös beteiligt wird und dem teureren, aber nicht grundbuchrechtlich besicherten Debt Mezzanine.

Für den Darlehensnehmer hat die Einbindung eines Mezzanine-Finanziers gerade in Zeiten intensiven Wettbewerbs um die besten Objekte einen weiteren Vorteil: die Schnelligkeit der Kreditentscheidung. Während die grundbuchrechtliche Besicherung des Erstrangdarlehens weitgehend unkompliziert ist, gestaltet sich die Absicherung des Nachrangkredits durch Banken regelmäßig schwieriger. Der Grund: In der Regel gewähren Erstrangkapitalgeber ungern die grundbuchrechtliche Eintragung des Nachrangkredits.

Stattdessen werden zur Absicherung der Junior-Tranche häufig Gesellschaftsanteile verpfändet, sogenannter Share Pledge. Dafür müssen aber entsprechende Covenants ausgehandelt werden. Werden die Kreditvertragsabreden verletzt, kann das die Kündigung des Nachrangdarlehens und im äußersten Fall die Zwangsversteigerung zur Folge haben. Dabei würde auch das Erstrangdarlehen in Mitleidenschaft gezogen, obwohl es

womöglich noch bedient wird. Entsprechend schwierig und langwierig sind die Vertragsverhandlungen.

Erfahrungen aus dem Markt zeigen, dass Mezzanine-Kapitalgeber ihre Kreditentscheidung schneller fällen als Banken. Durch die Einbindung eines Mezzanine-Kapitalgebers lässt sich also der Abschluss einer Transaktion oder die Realisierung eines Projektes beschleunigen. Gerade im Wettbewerb um die besten Liegenschaften kann diese Schnelligkeit ein entscheidender Vorteil sein.

Es spricht vieles dafür, dass der Markt für Mezzanine-Immobilienfinanzierungen weiter wachsen wird. Damit wird er einerseits für institutionelle und semi-institutionelle Investoren immer mehr an Attraktivität gewinnen, andererseits aber auch kompetitiver. Daher ist fundiertes Wissen über die Immobilienmärkte und die Finanzierungsstrukturen essenziell, um für institutionelle Investoren sich bietende Opportunitäten zu erkennen und zu erschließen. Aktuell führt in Deutschland der intensive Wettbewerb in der gewerblichen Immobilienfinanzierung dazu, dass Banken nicht selten 80 Prozent des LTV und darüber hinaus finanzieren. Entsprechend rar sind derzeit die Möglichkeiten für Mezzanine-Kapitalgeber.

### Erfolgsfaktoren

Dagegen eröffnen die derzeitigen Fehlpreispisierungen, beispielsweise in Großbritannien, attraktive risikoadjustierte Rendite-Opportunitäten. Diese liegen für Value-Add-Assets zwischen acht und zehn Prozent und für Core-Büro- sowie Einzelhandelsimmobilien zwischen fünf und sieben Prozent. Auch Projektentwicklungen von Wohnimmobilien bieten interessante Renditen. In Frankreich, konkret im Großraum Paris, lassen sich mit Mezzanine-Finanzierungen bis 80 Prozent des LTV bei qualitativ hochwertigen Prime-Liegenschaften Renditen zwischen sechs bis acht Prozent erzielen.

Um zwei bis drei Prozentpunkte höhere Renditen als in Frankreich und Großbritannien sind in Spanien und Italien möglich. In beiden Märkten besteht nach wie vor eine Finanzierungslücke im Mezzanine-Bereich. Aufgrund der höheren Risiken in diesen Märkten hängt der Erfolg der Investitionen jedoch ganz entscheidend davon ab, ein erfahrenes Team vor Ort zu haben, das selektiv investieren kann.