D 3921

3

1. März 2022
73. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

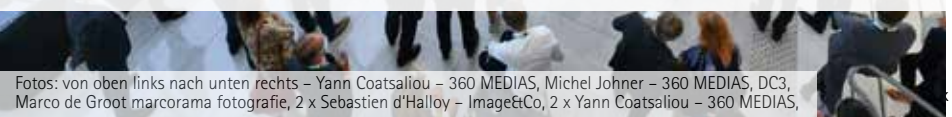
DER LANGFRISTIGE KREDIT

DIGITALER SONDERDRUCK

mipim 2022

MIT PRIVATE-DEBT-INVESTMENTS MASSGESCHNEIDERTE RISIKO-RETURN-PROFILE REALISIEREN

VON MATTHIAS SANDFORT, MARK HOLZ UND GEORG SCHATTNEY



Fotos: von oben links nach unten rechts – Yann Coatsaliou – 360 MEDIAS, Michel Johner – 360 MEDIAS, DC3, Marco de Groot marcorama fotografie, 2 x Sebastien d'Halloy – Image&Co, 2 x Yann Coatsaliou – 360 MEDIAS,

MIPIM-SPECIAL

MIT PRIVATE-DEBT-INVESTMENTS MASSGESCHNEIDERTE RISIKO-RETURN-PROFILE REALISIEREN

Nach wie vor steht die Welt unter dem Einfluss der Corona-Pandemie. Auch wenn das Gros der Immobilienwirtschaft bis dato gut durch die Krise gekommen ist, so gab es doch einzelne Assetklassen, die erheblich in Mitleidenschaft gezogen wurden. Dazu zählen sicherlich Hotels und der nicht lebensmittelgeankerte Einzelhandel. Gerade Banken agieren in diesem Umfeld weiterhin mit Vorsicht und zeigen sich bei der Kreditvergabe zurückhaltend. Nicht selten sind es dann Kreditfonds, die die daraus entstehenden Lücken schließen. Die Autoren berichten über die aktuellen Perspektiven dieser Assetklasse. Red.

Private Immobilienfinanzierungen öffnen Investoren den Zugang zur Assetklasse „Immobilie", allerdings nicht im Driver-Seat, es lässt sich eher mit einem Beifahrersitz vergleichen. Denn man managt die Immobilien im Vergleich zu klassischen Immobilieninvestments nicht selbst. Stattdessen erhält der Immobilieninvestor oder -entwickler, der in der Managementpflicht ist, eine Finanzierung und bekommt dafür einen festgelegten Zinssatz ausgezahlt.

Dieser ist abhängig davon, wie die Immobilie Einnahmen erzielt oder wie sich der Wert der Immobilie, etwa durch Planungsmehrwert, entwickelt. Das Risiko bestimmt die Rendite, diese Korrelation lässt sich nicht aushebeln. Daher lohnt sich ein genauer Blick auf den Markt: Warum wächst der private Immobilienfinanzierungsmarkt? Welche Rolle spielen die Banken? In welche Assetklassen sollte man investieren? Mit welchen Renditeerwartungen und Risiken? Und wie sollte eine Finanzierung professionell und marktkonform abgesichert sein? Wir geben einen Überblick über diesen attraktiven Markt, der auch und gerade in Krisenzeiten von gewissen Marktmechanismen profitiert, und schauen zudem etwas in die Zukunft.

Die Bedeutung von Private Debt ist seit der Finanzkrise 2009 enorm gestiegen. In dieser Zeit war die Corestate-Tochter HFS einer der ersten in dieser Nische im deutschsprachigen Markt und damit Vorreiter in der Branche. Banken sind bei Kreditvergaben vorsichtiger geworden und dazu hat sich das regulatorische Umfeld stark verschärft. Kredite sind seitdem nicht nur schwerer zu bekommen, die Prüfungsprozesse dauern mitunter auch sehr lange. Immobilien- und Projektfinanzierungen verlagern sich so auf einen Private-Debt-Markt, denn Prozesse sind hier wesentlich schneller.

Eine Krise als Ursprung neuer Produktivität

So bekommen Investoren chancenreiche Projekte eigenkapitalschonend finanziert, bei denen sie aus Budget- oder Zeitgründen sonst nicht zum Zuge gekommen wären. Private Debt hat sich als alternative Finanzierungsquelle etabliert und bietet die Option, chancenreiche Immobilienanlagen privat zu finanzieren, da aus genannten Gründen diese weder die erforderliche Beleihungshöhe noch zeitliche Verfügbarkeit im traditionellen Markt erreichen.

Auch während der Covid-Pandemie ist dieser Effekt zu beobachten. Banken agieren erneut restriktiv und risikoavers, aber auf dem Private-Debt-Markt gab es keinen Rückgang der Nachfrage. Die Nachfrage der Investorenseite, darunter sind auch viele ausländische Investoren, ist gegeben. Ein Abgleich eingehender Finanzierungsanfragen mit den Investmentopportunitäten zeigt deutlich, dass der private Finanzierungsmarkt in einer Krise relativ liquide bleibt. Um es mit den Worten von Max Frisch zu sagen: „Die Krise ist ein produktiver Zustand. Man muss ihm nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen."

Auch bei der Wahl der Assetklassen können sich Chancen auftun

Es gibt weiterhin eine starke Zurückhaltung gegenüber dem stationären Einzelhandel. Covid ist dabei ein Beschleuniger dieser Entwicklung. Zu differenzieren sind jedoch verschiedene Einzelhandelsformate. Nahversorger haben sich beispielsweise als krisenresistent bewiesen. Auch der Hotelmarkt wurde deutlich von der Pandemie getroffen: Privat- und Geschäftsreisen kamen teilweise vollständig zum Erliegen. Der Markt sollte allerdings wieder zurückkommen, was eine Chance für antizyklisch agierende Investoren ist. Büros müssen sehr differenziert betrachtet werden. Qualität, Lage und Flexibilität werden sich weiterhin durchsetzen, während ältere Objekte in peripheren Lagen unter Druck geraten.

Der Bereich Wohnen ist sehr breit. Die anhaltende Unterversorgung mit adäquaten Mietwohnungen treibt die Preise weiter hoch. Die Marktreaktionen auf den Wegfall der KfW-BEG-Förderung verändern die Umstände nicht, sondern strengen zum industriellen Weiterdenken an. Allerdings hat Covid hier auch einige Prozesse geändert, andere verstärkt. So beobachten wir beispielsweise nun verstärkt Binnenmigration

DER AUTOR

MATTHIAS SANDFORT

Group Head of Debt Finance, CORESTATE Capital Advisors GmbH, Frankfurt am Main

Foto: Corestate

DER AUTOR

MARK HOLZ

Group Head of Research, CORESTATE Capital Investors (Europe) GmbH, München

Foto: Corestate

DER AUTOR

GEORG SCHATTNEY

Group Head of ESG/Sustainability Officer, CORESTATE Capital Group GmbH, Frankfurt am Main

Foto: Corestate

aus den großen Zentren in attraktive Klein- und Mittelzentren. Gleichzeitig funktionieren in den großen Metropolen moderne Konzepte wie Micro Living nach wie vor sehr gut.

Grüne Investments haben Perspektive – nicht nur für das Gewissen

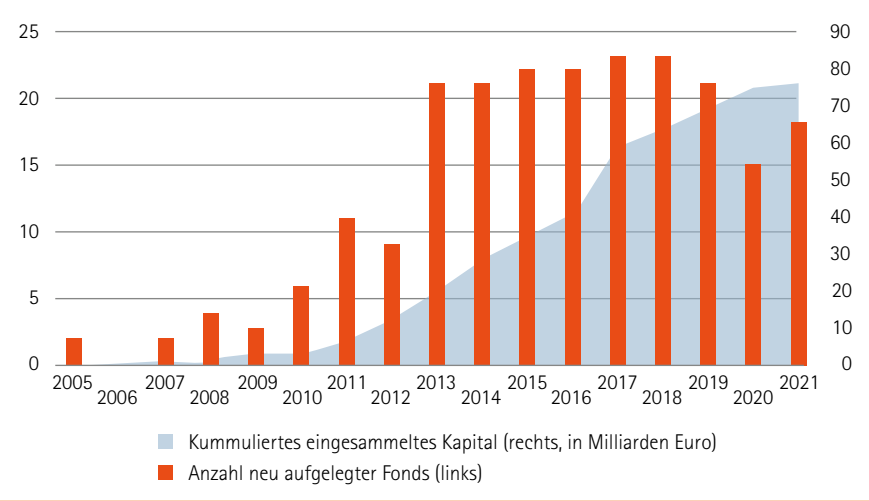
Aktuell werden von institutionellen Anlegern wie Pensionskassen und Versicherungen im Rahmen diversifizierter Portfolio-Strategien circa 10 Prozent der Gelder in Immobilien angelegt. Es ist damit die wichtigste Klasse der sogenannten Alternative Assets oder auch „hard" beziehungsweise „real assets". Die Entwicklung und Finanzierung sowie das effiziente und nachhaltige Management dieser Assets hat im Kontext der europäischen ESG-Agenda – und für eine nachhaltige Zukunft unserer Gesellschaften – einen extrem hohen Stellenwert und nimmt daher auch in der Regulierung eine herausragende Rolle ein.

Im Bereich der Immobilien wird das einerseits zu einer immer höheren Nachfrage nach nachhaltigen Objekten und Fonds führen, andererseits aber auch zu großen Chancen für Value-Add-Strategien bei Bestandsimmobilien, also der Wertsteigerung von etwas älteren Objekten durch nachhaltige Modernisierung. Die stärker ökologische Ausrichtung der Bauwirtschaft ist nach unserer Einschätzung eine dauerhafte Entwicklung. Und bei der Fremdfinanzierung grüner Immobilien werden auch grüne Finanzierungsinstrumente wie Green Bonds eine immer wichtigere Rolle spielen, perspektivisch werden diese Art von Finanzierungen über den Gläubigermarkt incentiviert.

Kurzfristig lockt bei Green Bonds ein „Greenium" – also ein Finanzierungsvorteil gegenüber einer „normalen" Finanzierung – so zumindest die Theorie und in manchen Fällen auch die Praxis. Es gibt bereits erste Banken, die eine Margenreduzierung von fünf bis zehn Basispunkten bei grünen Immobilienfinanzierungen versprechen. Langfristig dürfte aber genauso schwer oder sogar schwerer wiegen, dass nachhaltige Gebäude ein geringeres Risiko aufweisen, zum Stranded Asset zu werden, und leichter weiterveräußert werden können.

Durch niedrigere Betriebskosten aufgrund von Energieeinsparungen bleiben niedrigere Nebenkosten und eine höhere Vermietbarkeit gewährleistet. Hinzu kommen zahlreiche Fördermöglichkeiten, die auch einen Einfluss auf Risiko und Rendite haben können. Kurz: Der Alternative-Asset-Markt und ganz besonders der Immobilienmarkt wird grüner.

Abbildung 1: Entwicklung des europäischen Marktes für Immobilien-Finanzierungsfonds



Quelle: Corestate

Hohe Renditen möglich

Immobilienfinanzierungen bieten generell relativ stabile und attraktive Renditen. Das genaue Risikoprofil und der Rang der jeweiligen Finanzierung sind dabei entscheidend. Die Renditen im risikoarmen Senior-Loan-Bereich gehen bei 0,8 bis 1,5 Prozent los. Hier sprechen wir von Finanzierungen mit einem Loan to Value (LTV) von 50 bis 60 Prozent. Bei nachrangig besicherten (also Junior) Finanzierungen kann man zwischen 7 bis 12 Prozent und bei Mezzanine-Mitteln bis zu 15 Prozent Rendite und mehr erwarten. Hier ist das Risiko aber natürlich auch höher.

Whole-Loan-Strukturen erreichen als Mischkonzepte aus Senior- und Junior-Tranchen Ausschüttungen zwischen circa 4 und 7 Prozent, je nachdem wie die Aufteilung zwischen erst- und zweitrangigem Darlehen ist, wie der gesamte LTV und wie die Qualität der Objekteinnahmen aussieht. Hier kann ein Investor also fast schon maßgeschneidert auswählen, wie das Risiko-und-Rendite-Profil einer Finanzierung aussehen soll.

Wenn man umgekehrt eine Finanzierung über Mezzanine decken möchte, ist dies nicht günstig, denn das höhere Risiko ist eingepreist. Die Corestate-Tochter HFS beispielsweise wird im Markt als einer der schnellsten und vor allem verlässlichsten Partner angesehen. Eine Finanzierung kann bereits nach vier Wochen von der Anfrage bis zur Auszahlung umgesetzt werden.

Damit erzielt man einen deutlichen Mehrwert, denn die Geschwindigkeit entscheidet oft über den Zuschlag eines Investors bei einem begehrten Projekt. Ein neuer Senior-Fonds der HFS bildet auch erstrangige Finanzierung ab. Mittlerweile wird die Kapitalstruktur eines Immobilieninvestments über den kompletten Lebenszyklus finanziert. Und die Nachfrage nach alternativen Finanzierungsquellen bleibt vorerst hoch.

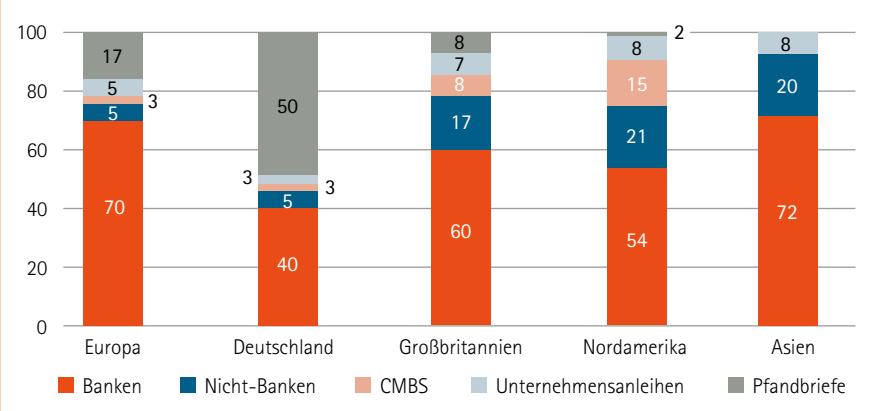
Risikominimierung durch professionelles Debt Management

Um das Risiko eines Immobilieninvestments gering zu halten und die Finanzierung abzusichern, sind sowohl regulatorische Rahmenbedingungen einzuhalten als auch ein besonnenes Vorgehen empfohlen. Eine seriöse Anlagestrategie sieht Verschuldungsrestriktionen wie LTV-Beschränkungen, Schuldendeckungsquoten, Refinanzierungsplanungen und Absicherungsstrategien vor.

Bei einer regulierten Anlagestruktur lassen sich nach dem KAGB bei deutschen regulierten Investmentvehikeln maximal 50 Prozent LTV umsetzen, wobei der Wert durch ein vom Investmentvehikel (Fonds) in Auftrag gegebenes und jährlich überprüftes Wertgutachten untermauert wird. Bei luxemburgischen Anlagestrukturen, die von der CSSF reguliert werden, kann die Hebelwirkung bis zu 60 Prozent LTV betragen.

Durch eine Kombination verschiedener Finanzierungspartner ist es Corestate in vielen Fällen gelungen, ein eigenkapitalschonendes Finanzierungsvolumen zu arrangieren. Generell ist in diesem Zusammenhang zu beachten, dass die maximale

Abbildung 2: Anteil der Darlehensgeber an Immobilienfinanzierungen (in Prozent)



Quelle: Corestate

Hebelwirkung den jährlich überprüften Bewertungsschwankungen unterliegen kann, sodass es ratsam ist, die maximal mögliche Hebelwirkung nicht voll auszuschöpfen.

Aufgrund der aktuellen Attraktivität verschiedener Assetklassen in Deutschland, beispielsweise Residential, sind ausreichend überregionale, aber auch lokale Finanzierungsressourcen mit guten Kreditvergabekriterien für qualitativ gute Objekte am Markt verfügbar. Diese Einschätzung basiert auf dem engen Austausch mit einem breiten Netzwerk über alle deutschen Hypothekenbanken, gewerblichen Banken, Landesbanken und im Groben der Sparkassen- und Genossenschaftsbankensektor in Deutschland und Westeuropa.

Bei der Gestaltung der Finanzierungsstrukturen gibt es, je nach Attraktivität der Assetklasse und des Objekts, eine hohe Flexibilität. Rollierende Finanzierungsstrukturen auf Basis des Euribor mit möglichen Zinssicherungsinstrumenten (SWAP und/oder CAP) sind ebenso denkbar wie Festzinsdarlehen auf Basis einer attraktiven Zinsstrukturkurve. Derzeit erscheint es ratsam, die günstigen langfristigen Referenzzinspositionen mit negativen Positionen bis in den langfristigen Bereich zu nutzen.

Eine gesamtschuldnerische Haftung und dingliche Querbesicherung ist bei Portfoliofinanzierungsstrukturen grundsätzlich denkbar und machbar. Um eine größtmögliche Flexibilität bei der Bankenauswahl und aus Wettbewerbsgesichtspunkten bei der Gestaltung der Finanzierungskonditionen zu gewährleisten, erscheint es jedoch ratsam, diese Assetklasse als Stand-alone-Transaktion objektweise zu finanzieren. Andererseits stehen Immobilienkreditgeber auch für Rahmenkreditstrukturen mit fester Marge plus Referenzzinssatz zur Verfügung, um den Finanzierungsprozess zu straffen und von besseren Kreditratings als Folge der Querbesicherung zu profitieren.

Verschiedene Absicherungsstrategien kommen infrage

Es ist möglich, verschiedene Absicherungsstrategien anzuwenden, indem SWAPs, CAPs oder eine Kombination aus beiden Instrumenten verwendet werden. Je nach Grundgeschäft wäre auch der Abschluss von SWAPTIONs ein denkbares Absicherungsinstrument. Diese Absicherungsstrategien sollten generell in Betracht gezogen werden, wenn Finanzierungsstrukturen gewählt werden, die auf kurzfristigen, revolvierenden Refinanzierungsgrundlagen wie Euribor basieren. Die Corestate Bank verfügt über alle aufsichtsrechtlich relevanten Lizenzen, um diese kapitalmarktorientierte Anlageberatung zusammen mit der Vermittlung des Grundgeschäftes anzubieten.

Die Alternative zu den oben beschriebenen Absicherungsinstrumenten wäre der Abschluss einer Festzinsvereinbarung, die den Abschluss eines Absicherungsgeschäftes nicht erforderlich macht, da der Zinssatz bei einer Festzinsvereinbarung für die Dauer der Zinsbindung festgeschrieben und damit abgesichert ist. Vor dem Hintergrund der derzeit sehr niedrigen und je nach Laufzeit sogar negativen Referenzzinssätze ist diese Option auch sehr gut geeignet, um einerseits das gewünschte Zinsänderungsrisiko auszuschließen und andererseits bei der Festlegung des All-in-Zinssatzes zu profitieren. Lang laufende Zinsvereinbarungen sichern den Eintritt von Renditeprognosen zu einem bedeutendem Anteil ab.

Zur effektiven Kreditsteuerung zählt auch das kontinuierliche Überwachen, ob die zugrunde liegenden Investitionen ihre Verschuldungspolitik einhalten. So prüft beispielsweise das Team der Banking Coverage in der Corestate in regelmäßigen Abständen das Einhalten der vertraglichen Verpflichtungen. Sowohl objektspezifische Berichte als auch Bonitätsunterlagen einschließlich KYC-Dokumente zu Kreditnehmern und Investitionsstrukturen werden den Banken in den vereinbarten Abständen zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus wird die Einhaltung der vereinbarten Covenants durch die Ausstellung entsprechender Compliance-Zertifikate überprüft, sofern Covenants mit den Banken vereinbart wurden und durch das Debt Finance Team betreut werden.

Sofortige Behebung von Leistungsstörungen

Aufgrund der exogenen Effekte der Corona-Pandemie und deren teilweise erheblichen Auswirkungen auf die Einflussfaktoren der Investitionsstrukturen und relevanter Sektoren wie Einzelhandel und Gastronomie beziehungsweise Hotellerie ist es zum heutigen Stichtag zu einigen Leistungs- und Vertragsstörungen gekommen. In ausnahmslos allen Fällen wurden diese durch sofortige Ergreifung geeigneter Maßnahmen und in Abstimmung zwischen dem Investor, dem Debt Finance Team und der beteiligten Bank behoben.

Die komplette von Corestate veröffentlichte Studie zu diesem Thema ist kostenfrei abzurufen unter: https://corestate-capital.com/de/real-estate-debt-studie/.