

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

REGIONALBANKEN: IMMOBILIEN-SPEZIALFONDSDESIGN
FÜR DAS DEPOT A

CHRISTIAN MAASS | SAMUEL HILGART | ANSELM KRIEG | TOBIAS MORONI

2022



INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

REGIONALBANKEN: IMMOBILIEN-SPEZIALFONDSDESIGN FÜR DAS DEPOT A

Mit dem erfolgten Eintritt der Zinswende profitiert die Immobilienanlage nicht mehr von der ihr in den zurückliegenden Jahren attestierten Alternativlosigkeit. Da gleichzeitig auch die regulatorischen Vorgaben steigen, führt das dazu, dass Regionalbanken den Business Case „Immobilien-Spezialfonds“ nicht nur auf Fondsebene, sondern in einer Gesamtbeurteilung auf Grundlage der internen regulatorischen Kosten beurteilen müssen. Dies sind vornehmlich Kapitalkosten für Eigenkapitalhinterlegung, aber auch der mit der ressourcenintensiven Anlagenbetreuung von Immobilien-Spezialfonds verbundene Aufwand. Die Autoren geben in diesem Beitrag eine Einordnung der wesentlichen Stellgrößen für den Anlageerfolg im Depot A auch unter dem CRR-Regime und betonen vor allem die Bedeutung von Technik und Fachlichkeit bei der Erstellung der Reportings. Ihr Fazit: Mit der richtigen Aufstellung und Unterstützung dürfte das keine größere Hürde darstellen und sollte keine Sparkasse oder Volks- und Raiffeisenbank von einer Immobilienanlage im Depot A abhalten.

Red.

In den vergangenen Jahren haben Depot-A-Manager Immobilien in der Allokation der Vermögensanlagen stark gewichtet. Mit der Zinswende rentieren festverzinsliche Wertpapiere wieder höher und mit Blick auf die Zukunft dürfte daraus folgen, dass Immobilien-Spezialfonds innerhalb der Eigenanlage einem stärkeren Wettbewerb gegenüber ihrem „natürlichen Feind“, den Renten, stehen.

Bei Gegenüberstellung beider als cashflow-stabil geltenden Anlageklassen ist Ausgangspunkt dieser Betrachtung, dass sich bislang Immobilienrenditen nicht vollständig in dem Umfang der gestiegenen Fremdfinanzierungskosten bewegt haben. Daraus folgt bei der Immobilienanlage zu Lasten der Gesamtinvestitionsrendite auf Fondsebene eine starke Abschwächung des Leverage-Effekts, sofern dieser überhaupt noch durchweg positiv ist.

DIE AUTOREN

DR. CHRISTIAN MAASS

LL.M., Head of Reporting, ServelInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft, München

**SAMUEL HILGART**

Associate Regulatory Reporting, ServelInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft, München

**ANSELM KRIEG**

Executive Director Masterfonds Management, Institutional Investment Partners, Frankfurt am Main

**TOBIAS MORONI**

Managing Director, Institutional Investment Partners, Frankfurt am Main



Ungeachtet dessen dürften Immobilien weiterhin ihre wichtige Diversifikationsfunktion bei der Portfoliooptimierung beibehalten: geringe Korrelation zu Aktien und Renten sowie stabiler Cashflow. Und trotzdem dürften Depot-A-Manager kritischer als zuvor prüfen, ob sie Mittelrückflüsse oder aus Veräußerungen freigesetzte Mittel erneut innerhalb der Immobilienquote verlangen.

Renten als „natürlicher Feind“ im Aufwind

Ob hierbei die Rechnung für Immobilien-Spezialfonds in Zukunft weiterhin aufgeht, muss zunehmend mit noch viel „spitzerem Bleistift“ ausgerechnet werden. Erstens: Basel IV wirft seinen regulatorischen Schatten voraus. Für die Berechnung der Gesamtinvestitionsrendite von Immobilien-Spezialfonds ist es zunehmend insuffizient, sich isoliert auf die Fondsrendite zu fokussieren. Zweitens: Die Anlagenbetreuung von Immobilien-Spezialfonds ist gegenüber dem Erwerb und „Einloggen“ von Renten vergleichsweise ressourcenintensiv, also spielt hier die Aufwandsbetrachtung eine Rolle.

Die Entscheidung, dennoch in Immobilien-Spezialfonds zu investieren, kann allein deswegen Spitz auf Knopf stehen und von einem auf die Anlegerbedürfnisse zugeschnittenem Fonds-Reporting abhängen. Auf die beiden wichtigen Aspekte Eigenkapitalkosten und Skalierung der Fondsimmobilienanlage durch effizientes Meldewesen und Reporting gehen die nachfolgenden Abschnitte näher ein.

Neben der dargestellten aufwendigeren Anlagenbetreuung von Immobilien-Spezialfonds ist es aus Institutssicht unerlässlich, die durch Eigenkapitalhinterlegung verursachten jetzigen und zukünftigen Kapitalkosten der Depot-A-Investments in der Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Die Capital Requirement Regulations (CRR) kennt verschiedene eigenkapitalrelevante Kenngrößen.

In der Säule I der CRR ist das operationelle Risiko, das Marktrisiko und das Kreditrisiko zu nennen. Die zentrale Kenngröße für Fondsanlagen ist das Kreditrisiko, dessen Eigenkapitalanforderungen entweder mit dem auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRB) oder mit dem Kreditrisiko-Standardansatz (KSA) berechnet werden. Der Letztgenannte ist der bei Fondsanlagen häufiger genutzte Ansatz.

Steigende Eigenkapitalkosten

Die Berechnung des durchschnittlichen KSA-Risikogewichts des Fonds – der sogenannten Solvabilitätskennziffer – erfolgt gemäß Artikel 132 CRR, welcher in seiner ursprünglichen Form bis Juni 2021 Bestand hatte. Zu diesem Zeitpunkt trat die CRR II in Kraft, welche die KSA-Risikogewichte und damit die Kapitalkosten eines Großteils der Immobilien-Spezialfonds stark hat anwachsen lassen. Verantwortlich dafür war die Umstellung der KSA-Berechnung von einer Bruttobetrachtung auf die Nettomethode (Art. 132 Abs. 7 CRR II) mit der Folge, dass sich ein hoher Verschuldungsgrad des Fonds negativ auf dessen KSA-Risikogewicht auswirkt.

Vereinfacht gesagt wird in beiden Methoden der Gesamtrisikobetrag des Fonds bestimmt, welcher bei der Bruttobetrachtung durch das Bruttofondsvermögen und in der Nettomethode durch das Nettofondsvermögen geteilt wird. Da in der Berechnung gemäß Nettomethode der Nenner kleiner ist, erhöht sich entsprechend die Solvabilitätskennziffer. Als Reaktion hierauf sind gelegentlich Strukturierungsansätze von KVGen zu beobachten, welche indirekt über gegründete Immobiliengesellschaften investieren, um auf dieser Ebene das Fremdkapital zur teilweisen Immobilienfi-

nanzierung aufzunehmen. Da – jedenfalls gegenwärtig noch – solche Immobiliengesellschaften in der CRR keinem Transparenzansatz unterliegen (siehe Art. 133 CRR), wird deren Fremdkapital in der Verschuldungsquote des Fonds nicht berücksichtigt.

Mit der CRR III, welche 2025 in Kraft treten soll, steht schon die nächste Änderung der Verordnung vor der Tür. Eine dieser wesentlichen Änderungen umfasst die Forderungsklasse Beteiligungen und damit die oben genannten Immobiliengesellschaften. Deren Risikogewichte sollen bis 2030 stufenweise von 100 Prozent auf 250 Prozent angehoben werden. Unter dem Aspekt steigender Eigenkapitalkosten bei der Immobilienanlage über Immobiliengesellschaften muss neu bewertet werden, inwiefern eine Reduzierung des KSA-Risikogewichts des Fonds durch diese Konzeptionsform überhaupt noch möglich ist.

Um die erhöhten Eigenkapitalkosten zu veranschaulichen, mag die Betrachtung des in Abbildung 2 dargestellten Muster-AIF dienen, welcher ausschließlich in indirekt gehaltene Immobilien investiert und dessen Eigenkapitalkosten unter der CRR II & III (nach den Übergangszeiträumen bis 2030) dargelegt werden.

Auswirkungen auf einen Muster-AIF

Der Muster-AIF hält eine Beteiligung, welche sowohl sämtliches Fremdkapital als auch die Immobilie enthält. Weiterhin wird vereinfacht davon ausgegangen, dass die Institute 8 Prozent des Gesamtrisikobetrags als Eigenkapital hinterlegen müssen. Damit ergibt sich unter der CRR II ein über die KSA-Methode ermitteltes Risikogewicht des Fonds zu 94,29 Prozent und das in dem in der Abbildung gewählten Beispiel daher pflichtig zu hinterlegende Eigenkapital von 5,28 Millionen Euro. Das sind Werte, die auch schon vor der Einführung der CRR II üblich waren.

Die Situation im „CRR III“-Regime stellt sich dagegen weitaus ungünstiger dar. Das KSA-Risikogewicht des Fonds und die damit verbundenen Kapitalkosten betragen jeweils mehr als das Zweifache des alten Wertes. Mit der Einführung der CRR III lohnt es sich daher mit Blick auf die Eigenkapitalkosten nicht mehr, Beteiligungen nur zum Zweck der Minimierung des Verschuldungsgrades zu erwerben. Zudem sind Strukturierungs- und Bewirtschaftungskosten von Immobiliengesellschaften bei einer Vollkostenbetrachtung ebenfalls

anzusetzen. Kann aus geschäftspolitischen oder steuerlichen Gründen nicht gänzlich auf Beteiligungsgesellschaften verzichtet werden, bietet sich an, die Gesellschaften in einem hohen Maße mit Gesellschafterdarlehen auszustatten. Da sich diese Darlehen wertmindernd auf die Beteiligungen auswirken und auf der Forderungsseite des Fonds mit günstigeren Risikogewichten zu Buche schlagen, lassen sich die Folgen der CRR III damit etwas abmildern.

Sinkende Renditen

Entscheidend für die Attraktivität eines Immobilien-AIF sind jedoch nicht isoliert die Eigenkapitalkosten, sondern ebenso die Auswirkungen der gezeigten Änderungen auf die Effektivrendite des Fonds. Diese droht unter der CRR III ebenfalls eine veränderte Betrachtung zu erfahren und kann sich unter Umständen reduzieren. In dem aufgezeigten Muster-AIF spielen bei Berechnung der Rendite neben den Eigenkapitalkosten auch die Zinskosten, die Ankaufrendite und die Fondskosten eine Rolle.

In der in Abbildung 3 dargestellten Berechnung sind letztere Parameter fixiert, sodass die Auswirkungen der CRR III isoliert betrachtet werden können. Unberücksichtigt bleibt die etwaige Rendite des gebundenen Eigenkapitals durch Veranlagung in liquide

Vermögensgegenstände und Komponenten der Wertänderung, die ebenfalls die Rendite beeinflussen können.

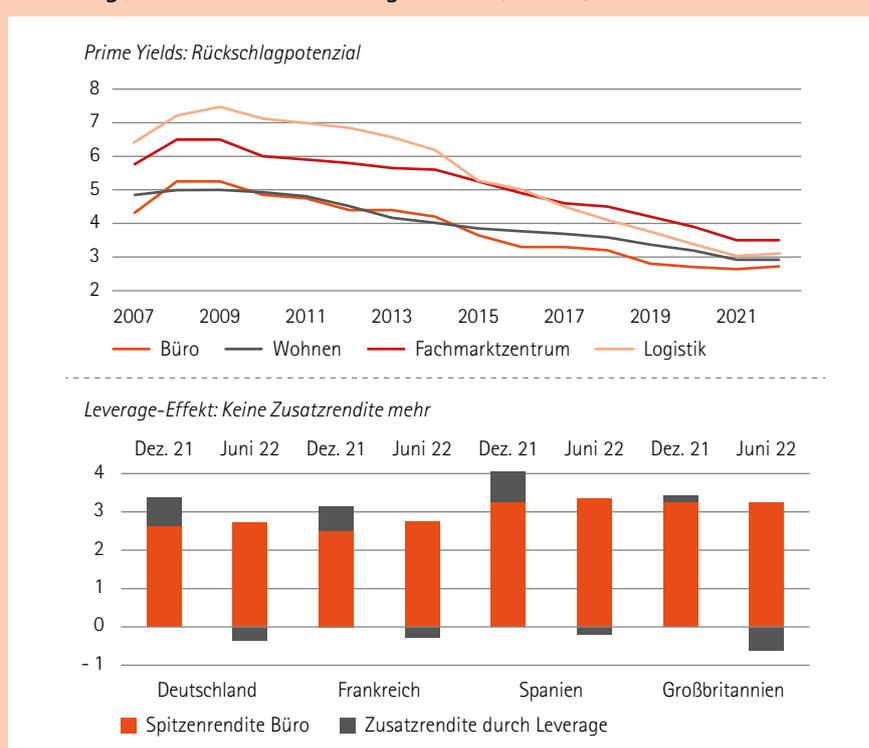
Bedingt durch den jüngsten Zinsanstieg wurde ein willkürlicher Zinssatz von 3,25 Prozent (all-in) unterstellt. Die Fondsrendite (CoC) vor Leverage und CRR und nach den Fondskosten wurde mit 3,50 Prozent angenommen. Vergleicht man nun die Effektivrendite (Kapitalrendite Investor inklusive CRR) unter beiden Regulierungen, bietet sich ein ähnlich ernüchterndes Bild wie bei den CRR-Kennzahlen. Sie büßt unter der CRR III deutlich an Höhe ein. Vormalig 3,40 Prozent, würde sie unter der neuen Regulierung nur noch 3,11 Prozent betragen, was einem Rückgang von 8,73 Prozent entspricht.

Auch die relative Veränderung der Effektivrendite aufgrund der Eigenkapitalhinterlegung verdoppelt sich von 7,01 Prozent auf 15,13 Prozent. Zusammenfassend kann man festhalten, dass über Immobiliengesellschaften strukturierte Fonds allein durch ihre steigenden Eigenkapitalkosten im Laufe der kommenden Jahre an Attraktivität einbüßen werden.

Vorteil direkt investierte AIF

Auch wenn das neue Bankenregulierungspaket erst in einigen Jahren seine volle

Abbildung 1: Ausbleibender Leverage-Effekt (Prozent)



Quelle: JLL für Deutschland, Wohnen: Durchschnitt Angebotsmiete/-preis für Top-7-Standorte (oben); ZIP, Annahme 50% LTV (unten)

Abbildung 2: Erhöhte Eigenkapitalkosten

Werte in Mill. Euro		Werte in Mill. Euro					
Beteiligung		Indirektinvestment	CRR II	CRR III			
Immobilienwert	100	Beteiligung	60	100%	60	250%	150
Liquidität	5	Liquidität	5	20%	1	20%	1
Fremdkapital	-45	Sonstiges	5	100%	5	100%	5
NAV	60	NAV/Risikobetrag	70		66		156
		Solvabilitätskennziffer		94,29%		222,86%	
		Notwendige Kapitalhinterlegung bezogen auf den KSA		5,28		12,48	

Quelle: Institutional Investment Group

Wirkung entfaltet, könnte schon jetzt die Zinswende dafür sorgen, dass die KVGn die Strukturierung ihrer Fonds überdenken müssen. Das langjährige Niedrigzinsumfeld sorgte dafür, dass stark gehebelte Fonds wesentlich höhere Renditen abwarfen als reine Eigenkapitalinvestments. Der sogenannte Leverage-Effekt kehrt sich jedoch bei zunehmenden Fremdkapitalkosten ins Gegenteil.

Der Wendepunkt, ab dem die Renditen bei zunehmender Fremdfinanzierung sinken, liegt stets auf Höhe der erzielten Fondrendite. Bezieht man die Eigenkapitalkosten durch die CRR mit ein, so erhält man leicht verschobene Leverage-Wendepunkte. Bei einer Fondrendite von 3,50 Prozent liegen diese für das obige Beispiel unter der CRR II und III bei 3,51 Prozent beziehungsweise 3,54 Prozent. Wird nun auf Fremdkapital verzichtet, verlieren indirekt strukturierte Fonds ihren – bezogen auf die Eigenkapitalkosten – größten Vorteil gegenüber direkt investierten AIF.

Letztere weisen bei reiner Eigenkapitalfinanzierung sogar schon unter der CRR II leicht bessere KSA-Risikogewichte auf als ihre indirekten Pendanten. Ab 2025 wird sich dieser Trend weiter verstärken. Während die durchschnittlichen Risikogewichte von über Immobiliengesellschaften strukturierte Fonds bis 2030 stetig ansteigen, bleiben jene der direkt strukturierten AIF stabil.

Meldewesen- und Reporting-Anforderungen

Neben der Bedeutung von Eigenkapitalquoten für die Fondsstrukturierung und der oben gezeigten Notwendigkeit, die CRR-Regulierungsanforderungen schon in die Auflageplanung einzubeziehen, besteht eine weitere Herausforderung darin, genau diese Werte transparent zu machen und im laufenden Betrieb die Reporting-Anforderungen der investierten Institute zu bedienen.

Regulatorik und Reporting-Anforderungen gaben drei Viertel der Teilnehmer an der Studie „Depot-A-Strategie für Sparkassen und VR-Banken“, durchgeführt von CFin – Research Center for Financial Services im Januar 2021 – als größte Hemmnisse von Alternativen Assets an. Diese eher eindrückliche Aussage zeigt, dass ein Investoren-Reporting und die Datenversorgung in den vergangenen Jahren ihr Gewand von einer ungeliebten oder gar zu vernachlässigenden Backoffice-Pflicht hin zu einem Herausstellungsmerkmal und vor allem auch Ausschlusskriterium vollzogen haben. Um den als Hemmnis wahrgenommenen Regulatorik- und Reporting-Anforderungen offensiv begegnen zu können, müssen KVGn ihren Datenhaushalt im Griff haben.

An für sich eine Selbstverständlichkeit, sind in Zeiten von DSGVO, KAIT und diversen Vorgaben der ESAs zu datenbezogenen Fragestellungen, Systemen und cloudbasierten Anwendungen doch Daten und ihre Verwendung in aller Munde. Neben oder gerade wegen neuer Anforderungen aus dem ESG-Umfeld stehen datengetriebene Projekte und Implikationen ganz oben auf den Umsetzungsplänen der Marktteilnehmer.

Doch mit diesen Regularien compliant zu sein, heißt nicht automatisch auch CRR-Reporting-compliant zu sein. Denn wagt man einen zweiten, genaueren Blick, be-

deutet CRR-Reporting-Compliance mehr als nur Regulatorik nach Schema F umzusetzen und eine IT-Governance nach dem BSI-Leitfaden zu implementieren. Die weitergehende Herausforderung besteht darin, die Anforderungen des Gegenübers zu verstehen und zunächst vollständig zu erfassen.

Abbildung 4 zeigt, dass Sparkassen und Raiffeisenbanken ein breites Set von Outputs abfordern. Lücken im Reporting-Package führen zu einer Unterversorgung der Institute und damit zu einer mangelnden Datentransparenz in den Zielsystemen dieser. In der Folge kann es zu einer ausufernden Eigenkapitalhinterlegungspflicht auf das gesamte Investment kommen, welche bei bis zu 1250 Prozent liegen kann. Werte wie diese zeigen, warum die Datenanforderungen beziehungsweise die Transparenz aus der Sicht der investierenden Institute so wesentlich sind und sogar dazu geeignet sind, Anlagehemmnisse aufzubauen.

Datenanforderungen und Transparenz

Hat man alle Reportings erfasst und analysiert, wird schnell deutlich werden, dass diese nicht trivial mit Werten aus dem Fondsrechnungswesen befüllt werden können und diverse Aggregationen, Wertansätze und Transformationen ein breites Spezialwissen dieser Materie erfordern. Spätestens zu diesem Zeitpunkt ist die Entscheidung zu treffen, entweder Know-how im eigenen Hause anzusiedeln oder externe Spezialisten heranzuziehen.

In jedem Falle sollte gleichzeitig das nötige IT-Know-how Beachtung finden. Zum einen sollten eben genannte Basisdaten aus dem Rechnungswesen möglichst automatisiert aggregiert und umgerechnet werden. Nur so kann mit einem geringen laufenden Aufwand die Konsistenz der Werte über mehrere Outputs hinweg gewährleistet

Abbildung 3: Einflüsse auf die Effektivrendite

Indirektinvestment	CRR II	CRR III
Kapitalstruktur des Investors		
Investiertes Kapital	70,00	70,00
Gebundenes Kapital (CRR)	5,28	12,48
Summe Kapital	75,28	82,48
Fondsrendite nach Leverage exklusive CRR		
Notwendige Kapitalhinterlegung	7,54%	17,83%
Kapitalrendite Investor inklusive CRR	3,40%	3,11%
Veränderung der Effektivrendite um		
	7,01%	15,13%

Quelle: Institutional Investment Group

tet und eine regelmäßig offenzulegende Berechnungsdurchschau ohne betriebsstörende Rückfragen absolviert werden. Zum anderen bringen unterschiedliche Output-Formate wie zum Beispiel .xml und notwendige Schnittstellenanbindungen excelgewohnte Anwender schnell an ihre Grenzen.

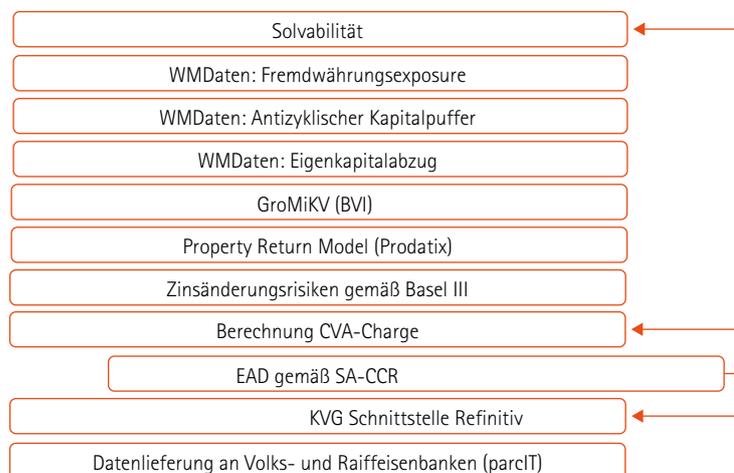
Denn ein XML-Code schreibt sich nicht so leicht wie eine Formel oder ein Makro und ohne einen entsprechenden Generator ist man diesbezüglich nicht handlungsfähig. Die Umsetzung von Schnittstellenspezifikationen können ferner für einen größeren Zeitraum umfassend Ressourcen binden und drohen ebenso die Handlungsfähigkeit zumindest partiell zu bremsen. Zudem gilt es zu beachten, dass die sich ändernden Regularien und die technische Weiterentwicklung zentraler Datenverarbeiter und Verteiler eine stetige Dynamik in die Systeme und Abläufe bringt. Starre Programmierungen werden in diesem Umfeld schnell auf der Strecke bleiben.

Vorarbeiten leisten

Auch wenn das neue Bankenregulierungspaket erst in etwa acht Jahren seine volle Wirkung entfaltet, sind bereits heute aufzulegende Immobilienfonds für Regionalbanken als Anleger hierauf vorzubereiten, da die bestandshaltenden Strategien wegen ihrer Cashflow-Stabilität die Nachfrage von Regionalbanken dominieren dürften. Die gestiegenen Leverage-Kosten wirken als weiterer Katalysator für frühzeitige CRR-III-Strukturierungsüberlegungen, weil sich der Leverage-Effekt bei zunehmenden Fremdkapitalkosten zunehmend

Abbildung 4: Reportingliste

Für Investoren aus dem CRR-Sektor, insbesondere Sparkassen und Volksbanken, sind folgende Reportings bereitzustellen



Quelle: Institutional Investment Group

ins Gegenteil verkehrt. Sollten die Zinsen noch weiter steigen, dürften eigenkapitalfinanzierte AIF ohne Beteiligungsgesellschaften in Antizipation des Inkrafttretens der CRR III weiter in den Fokus der KVGn und Institute rücken.

Ferner sollten sich die CRR-Anforderungen möglichst nahtlos in das gesamte Reporting-Universum einer KVG einbinden lassen. Denn neben den CRR-Instituten bringen zum Beispiel Versicherungsunternehmen unter der Solvency-II-Richtlinie beziehungsweise dem VAG ihre ganz eigenen Anforderungen mit. Unter diesen Gesichtspunkten bekommt die bislang eher fachlich getriebene Disziplin mehr und

mehr eine bedeutsame technische Komponente. Mit wachsenden AIF in Anzahl und Assets under Management gewinnt dieser technische Aspekt des Investoren-Reporting zunehmend an Bedeutung und unter dem daraus bedingten größeren Datenvolumen steigt die Herausforderung der KVG, ihren Datenhaushalt umfassend und weitblickend in den Griff zu nehmen. Werden beide Disziplinen, Technik wie Fachlichkeit, gleich gut beherrscht und von smarten (Output-)Systemen unterstützt, dürften diese Reportings keine größere Hürde darstellen und sollten keine Sparkasse oder Volks- und Raiffeisenbank von einer Immobilienanlage im Depot A abhalten.