

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER  
SONDERDRUCK



## AUSWIRKUNGEN DER NAHOSTKRISE

WIE IMMOBILIENINVESTOREN IN EINEM VOLATILEN  
ZINSUMFELD HANDLUNGSFÄHIG BLEIBEN

MORITZ KRANEIS



## IMMOBILIENFINANZIERUNG

## WIE IMMOBILIENINVESTOREN IN EINEM VOLATILEN ZINSUMFELD HANDLUNGSFÄHIG BLEIBEN

Die Inflation ist zurück. Und mit ihr steigt der Druck zu Zinserhöhungen durch die EZB. Das sorgt für eine Volatilität, die viele Marktteilnehmer in dieser Form nicht mehr gewohnt sind. Für den Autor dieses Beitrags ist klar: Exogene Schocks, steigender Inflationsdruck und eine zunehmend schwer kalkulierbare Geldpolitik der Europäischen Zentralbank verändern die Spielregeln für Immobilieninvestoren grundlegend. In diesem Umfeld wird Zinsabsicherung vom technischen Detail zur strategischen Kernkompetenz: Wer Risiken nur punktuell hedgt, sichert vielleicht den Kupon – aber nicht die Investition. Warum ein ganzheitlicher Ansatz entlang von Cashflow, Bewertung und Refinanzierung entscheidend ist und welche Instrumente sich in der Praxis bewähren, zeigt er in diesem Beitrag auf. Red.

Der Iran-Konflikt hat dem Kapitalmarkt schlagartig ins Gedächtnis gerufen, dass sich Zinsverläufe nicht ausschließlich nach klassischen Konjunkturmodellen richten. Die blockierte Straße von Hormus treibt Energiepreise und damit die Inflation nach oben – und zwar mit einer Dynamik, die das Risiko eines abrupten Inflationsschubs deutlich erhöht. In seiner aktuellen Prognose vom April erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) für Deutschland zwar ein Wirtschaftswachstum von nur noch 0,8 Prozent, gleichzeitig aber einen Anstieg der Inflation auf 2,7 Prozent nach 2,3 Prozent im vergangenen Jahr.

Das bedeutet: Nicht das Wachstum, sondern der Inflationsdruck wird zum bestimmenden Faktor für die Geldpolitik. Sollte sich diese Entwicklung verfestigen, dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) gezwungen sein, schneller und deutlicher zu reagieren, als es viele Marktteilnehmer aktuell einpreisen. Für Investoren bedeutet das vor allem eines: Zinsanpassungen erfolgen nicht nur in der Höhe, sondern auch im Tempo nicht mehr linear.

Bemerkenswert ist dabei weniger das einzelne Ereignis als die Wiederholung. Innerhalb weniger Jahre sehen sich Marktteilnehmer erneut mit einem exogenen Schock

konfrontiert, der Inflation und Zinsen kurzfristig nach oben treiben kann. Genau diese Dynamik macht ein aktives und vorausschauendes Hedging heute zu einer zentralen Voraussetzung für stabile Investitionsentscheidungen.

### Nahostkonflikt wird mehr und mehr zum belastenden Faktor

Für professionelle Investoren verschiebt sich damit der Fokus: Nicht mehr die Frage, ob Zinsen steigen, steht im Mittelpunkt, sondern welche potenziellen Risiken dies genau mit sich birgt. Gerade in der aktuellen Marktphase reicht es deshalb nicht, auf eine graduelle geldpolitische Entspannung zu hoffen. Zinssenkungserwartungen sind Makulatur und die Risikoaversion von Banken und Kapitalmarktinvestoren steigt – genau in einer Phase, in der Immobilienfinanzierungen aus der Niedrigzinsphase auslaufen und neu bepreist werden müssen.

Hinzu kommt der regulatorische Druck auf Banken, der die Dynamik des Marktes strukturell verändert. Steigende Anforderungen an Eigenkapitalunterlegung und Risikogewichtung führen dazu, dass Finanzierungen selektiver vergeben, Margen differenzierter bepreist und Beleihungsausläufe konservativer angesetzt werden.

Für Immobilieninvestoren folgt daraus eine zentrale Erkenntnis: Hedging ist keine Nebenbedingung der Finanzierung. Vielmehr handelt es sich um einen eigenständigen Werthebel. In der Praxis wurde Zinsabsicherung in vielen Transaktionen lange Zeit nur selektiv eingesetzt oder auf einzelne Finanzierungsbausteine begrenzt. In einem Umfeld stabiler oder fallender Zinsen war das ökonomisch vertretbar, weil Risiken selten materialisierten.

Wer Zinsrisiken jedoch nur taktisch betrachtet – also kurzfristig, instrumentengetrieben und ohne klare Anbindung an Cashflow, Haltedauer und Exitstrategie – sichert vielleicht den Kupon, aber nicht zwingend die Investition. Ein professionelles Hedging-Konzept muss deshalb drei Ebenen zugleich adressieren: das laufende Cashflow-Risiko, das Bewertungs- und Covenant-Risiko sowie das Refinanzierungsrisiko am Ende der Haltephase.

Variable Finanzierungen können bei steigenden Referenzzinssätzen den Schuldendienst rasch erhöhen und damit die Zinsdeckung aushöhlen. Höhere Zinsen verändern aber auch Renditeanforderungen, drücken auf Bewertungen, erhöhen LTVs und können Covenants reißen lassen, obwohl das Objekt operativ stabil bleibt. Für viele Marktteilnehmer ist heute jedoch die Anschlussfinanzierung das größte Risiko: Selbst wenn ein Bestand die laufende Zinslast noch trägt, kann die Refinanzierung zu deutlich schlechteren Konditionen erfolgen oder nur bei zusätzlichem Eigenkapital möglich sein.

### Ein fester Zinssatz allein reicht oft nicht aus

Der Denkfehler vieler Marktteilnehmer besteht darin, Zinssicherung mit der simplen Umwandlung von variabel in fest zu verwechseln. Ein gutes Hedge-Setup beginnt mit einer Diagnose der Risikostruktur im eigenen Immobilienportfolio: Welche Cashflows sind wirklich zinssensitiv? Wie lang ist der Hold? Wie sicher ist der Exit? Welcher Teil des Fremdkapitals wird amortisiert, welcher Teil muss refinanziert werden? Welche Rolle spielen CapEx, Vermietungsrisiken und Asset-Management-Maßnahmen? Erst dann lässt sich entscheiden, ob ein Investor linearen Schutz, optionalen Schutz oder eine Kombination aus beidem braucht.

Die schlichteste und in vielen Core-Strategien wirksamste Hedging-Form ist das klassische Festzinsdarlehen mit langer Zinsbindung. Für Wohn- oder Mischportfolios mit stabilen Cashflows, geringer CapEx-Unsicherheit und klarer Buy-and-Hold-Perspektive ist es oft die ökonomisch sauberste Lösung. Der Investor kauft keine derivative Struktur, sondern direkt Planbarkeit. Das re-

DER AUTOR

### MORITZ KRANEIS

Geschäftsführer,  
Deutsche Zinshaus  
Gesellschaft mbH,  
Frankfurt am Main



Foto: Deutsche Zinshaus

duziert Komplexität und macht den Businessplan gegenüber Anlageausschüssen, Co-Investoren und Kreditkomitees robuster.

Allerdings hat Planbarkeit ihren Preis. Lange Festzinsbindungen können bei vorzeitigem Verkauf oder größerer Repositionierung hohe Vorfälligkeitskosten auslösen. Zudem verliert der Investor Flexibilität. Wer mit Verkäufen, Teilrefinanzierungen oder Joint-Venture-Umbauten rechnet, sollte deshalb für seine Assets nicht reflexartig die maximale Zinsbindung wählen, sondern die Bindungsdauer an der erwarteten Asset-Strategie ausrichten.

### Zinsswaps ermöglichen Feinststeuerung für institutionelle Portfolios

Das Standardinstrument professioneller Zinssteuerung bleibt für institutionelle Immobilienportfolios der Payer-Swap. Er verwandelt ein variabel verzinstes Darlehen wirtschaftlich in eine Festzinsfinanzierung, indem der Investor einen festen Satz zahlt und einen variablen Referenzsatz erhält. Laufzeit, Nominalbetrag, Startzeitpunkt und Hedge-Quote lassen sich deutlich feiner auf die Finanzierungsstruktur abstimmen als bei einem pauschalen Festzinsdarlehen. Für Bestandshalter mit größeren Portfolios und professioneller Treasury-Funktion ist der Swap deshalb häufig das effizienteste Instrument.

Seine Stärke ist zugleich sein Risiko. Ein Swap schützt linear gegen steigende Zinsen, partizipiert aber nicht an fallenden Sätzen. Vor allem erzeugt er einen Marktwert. Wird ein Objekt früher verkauft, ein Kredit schneller zurückgeführt oder eine Finanzierung umstrukturiert, kann der Swap einen negativen Auflösungswert haben. Ein unsauber abgestimmter Swap ist dann kein Hedge, sondern eine zusätzliche Volatilitätsquelle.

Für institutionelle Immobilieninvestoren empfiehlt sich daher selten die binäre Entscheidung zwischen null und hundert Prozent Absicherung. Sinnvoller ist häufig eine gestaffelte Hedge-Quote. Beispielsweise kann der harte Kern eines Portfolios weitgehend per Swap fixiert werden, während für Objekte mit Repositionierungs- oder Verkaufsoption bewusst ein variabler Anteil offen bleibt. Der Mehrwert liegt nicht im Totalhedge, sondern in der Differenzierung.

### Zinsobergrenzen funktionieren in Übergangsphasen als Versicherung

Wo Cashflows noch nicht voll stabilisiert sind, wo Rückführungen unsicher bleiben

oder wo Projekte in Bau- und Vermietungsphasen bewusst Flexibilität benötigen, ist der Zinscap oft das überlegene Instrument. Ein Cap begrenzt den maximalen Referenzzinssatz, lässt den Investor aber an fallenden oder stabilen Zinsen partizipieren. Ökonomisch betrachtet kauft der Investor also eine Versicherung gegen den Extremfall, ohne sich vollständig auf einen Fixsatz festzulegen.

Gerade für Value-add-Strategien, Brückenfinanzierungen, Projektentwicklungen und Sondersituationen ist das attraktiv. Denn in diesen Strategien ist der zentrale Feind häufig nicht jeder Basispunkt, sondern der abrupte Ausreißer, der die Kalkulation während einer sensiblen Übergangsphase zerstört. Ein Cap schützt den Businessplan für einzelne Assets genau dort, wo er am verwundbarsten ist: zwischen Einstieg, Stabilisierung und Refinanzierung.

Der Preis dafür ist die Prämie. In Phasen hoher Zinsvolatilität kann sie erheblich sein. Professionelle Investoren dürfen Caps daher nicht isoliert nach Prämienhöhe beurteilen, sondern müssen sie gegen den vermiedenen Schaden rechnen. Nicht der günstige Einkauf des Caps ist entscheidend. Entscheidend bleibt die Absicherung verbunden mit der Sicherung von Handlungsoptionen.

Collars werden in der Praxis häufig eingesetzt, um Cap-Kosten zu reduzieren. Collars sind Zinsderivate mit optionalem Charakter, die bei Überschreiten einer festgelegten Obergrenze (Cap) oder Unterschreiten einer Untergrenze (Floor) einen Zahlungsvorgang auslösen. Dabei kauft der Investor ein Cap und verkauft im Gegenzug einen Floor. Er begrenzt also die Oberseite des Zinsrisikos, verzichtet dafür aber unterhalb einer definierten Untergrenze auf Teile des Vorteils sinkender Zinsen. Solche Strukturen können sinnvoll sein, wenn das primäre Ziel Budgetstabilität innerhalb eines akzeptierten Korridors ist. Problematisch werden sie wiederum dort, wo sie nur aus Preisgründen gewählt werden.

### Refinanzierungsrisiken mit Forward Hedges früh adressieren

Die größte Lernkurve der vergangenen Jahre liegt im Umgang mit Refinanzierungsrisiken. Viele Immobilieninvestoren haben erkannt, dass die eigentliche Zinswette nicht im Bestand, sondern in der Anschlussfinanzierung lag. Ein Objekt konnte unter dem alten Kupon funktionieren, verlor aber an Tragfähigkeit, sobald die neue Finanzierung mit höherem Zins-

satz, engeren Covenants und niedrigerem Beleihungsauslauf (LTV) gerechnet wurde. Genau hier gewinnen Forward Hedges an Bedeutung.

Ein Forward-Swap oder eine Payer-Swaption erlaubt es, sich ein künftiges Zinsniveau für eine Anschlussfinanzierung bereits heute teilweise zu sichern. Das ist besonders für große Portfolios mit konzentrierten Fälligkeiten relevant. Wer erst wenige Wochen vor Endfälligkeit in den Markt geht, verhandelt unter Druck. Professionelle Investoren beginnen die Zinssteuerung deshalb längst zwölf, achtzehn oder vierundzwanzig Monate vor der eigentlichen Refinanzierung der einzelnen Assets.

Allerdings kann ein zu früher oder zu großer Forward Hedge zum Problem werden, wenn sich Tilgungen, Verkäufe oder Bankenstrukturen ändern. Die Kunst besteht darin, nicht die gesamte Zukunft festzuschreiben, sondern kritische Teile der Refinanzierung planbar zu machen.

### Natürliche Hedges dank operativer Qualität nutzen

Die vielleicht wichtigste, aber am seltensten so benannte Hedging-Strategie liegt deshalb außerhalb des Derivatemarkts. Sie besteht darin, die operative Struktur des Investments so aufzubauen, dass Zinsanstiege nicht sofort in Ergebnisdruck umschlagen. Dazu gehören moderater Leverage-Level, gestaffelte Fälligkeiten, ausreichende Liquiditätsreserven, sauber geplante CapEx-Pfade, frühzeitige Vermietungserfolge und Mietstrukturen mit Indexierungsbezug.

Gerade institutionelle Investoren laufen Gefahr, in ihrer arbeitsteiligen Struktur finanzielle Hedges isoliert von Asset Management und Portfoliosteuerung zu betrachten. Die Praxis zeigt, dass Hedging-Strategien Teil eines größeren Ganzen sind, das für Immobilieninvestoren Mehrwert generiert. Dafür braucht es ein interdisziplinäres Team aus erfahrenen Experten, die alle Prozesse aus den Bereichen Projektentwicklung, Portfoliomanagement, Finanzierungsstrukturierung und Transaktionsmanagement vollumfänglich abdecken. In der Praxis entsteht die Robustheit erst im Zusammenspiel. Ein Objekt mit stabilen Mieteinnahmen, hoher Vermietungsqualität und angemessenem Nachhaltigkeitsniveau bleibt auch in einem restriktiveren Finanzierungsumfeld refinanzierbar. Genau das zeigen unsere Erfahrungen der vergangenen 24 Monate. (Re-)Finanzierungen sind selektiv verfügbar, aber sie setzen Projekte mit



tragfähigen Cashflows, realistischen LTVs und belastbaren Konzepten voraus.

Daraus folgt eine unbequeme Wahrheit: Ein Swap kann den Referenzzins absichern, aber keinen fehlenden Vermietungsplan, keine unklare ESG-Strategie und keine unrealistische Exit-Annahme. Wer nur finanziell absichert, unterschätzt die operative Seite des Risikos.

### Strategie und Risikoprofil müssen zueinander passen

Für Core- und Core-plus-Investoren mit langen Haltefristen, stabilen Ausschüttungszielen und hoher Fremdkapitaldisziplin sind lange Festzinsfenster, Payer-Swaps und eine hohe Hedge-Quote meist sachgerecht. Hier steht die Stabilität des laufenden Cashflows über der Option, jeden Zinsrückgang mitzunehmen.

Für Value-add-Strategien empfiehlt sich meist ein hybrider Ansatz. Stabilisierte Bestandteile können stärker fixiert werden, während Repositionierungs- oder Exit-Komponenten bewusst mit Caps oder nur teilweiser Absicherung gefahren werden. Das vermeidet teure Überhedgeds in Phasen,

in denen sich Businesspläne noch verändern.

Bei Projektentwicklungen ist die Lage anspruchsvoller. Bauzeiten verschieben sich, Abrufe sind nicht immer planbar, Vorvermietungsquoten verändern sich, Exit-Zeitpunkte sind unsicher. Hier ist der lineare Vollhedge oft kontraproduktiv. Caps, phasenweise Sicherung und eine enge Verzahnung zwischen Projektsteuerung, Finanzierer und Treasury sind in der Regel sinnvoller als starre Langfristfixierungen.

In Sondersituationen, bei notleidenden Finanzierungen oder Loan-to-Own-Strategien, gilt schließlich eine eigene Logik. Dort steht zunächst nicht die Optimierung des letzten Basispunkts im Vordergrund, sondern die Sicherung des Sanierungspfads. Wer einen problematischen Kredit oder ein gestörtes Objekt übernimmt, muss zuerst Transparenz über Baufortschritt, CapEx, Rechtslage, Vermietbarkeit und Refinanzierungsfenster herstellen. Marktseitig zählt in diesen Situationen heute Umsetzungskompetenz oft stärker als bloße Preisaggressivität. Banken verlangen belastbare Restrukturierungspläne, realistische LTVs und faire Strukturen.

Exogene Schocks machen Zinsmärkte nicht nur volatil, sondern auch diskontinuierlicher. Ein Ende der Volatilität in Verbindung mit steigenden Zinsen und Risikoprämien ist derzeit nicht absehbar. Genau deshalb reicht es für Immobilieninvestoren nicht, Zinsänderungen als externes Hintergrundrauschen zu behandeln. Wer heute professionell investiert, muss Zinsrisiken entlang der gesamten Wertschöpfungskette steuern: im laufenden Cashflow, in der Bewertung, in Covenants und vor allem in der Refinanzierung.

### Die Finanzierung entscheidet über die Projektstabilität

Die richtige Antwort ist dabei selten ein einziges Instrument. Erfolgreich ist vielmehr eine Architektur aus langen Zinsfenstern, gezielten Swaps, optionalen Caps, gestaffelten Fälligkeiten, konservativerem Leverage und operativer Exzellenz im Asset Management. Das eigentliche Ziel von Hedging ist nicht, jede Marktbewegung vorherzusagen. Es besteht darin, Handlungsfähigkeit zu bewahren, wenn der Markt unberechenbar wird. Genau hier liegt der Anspruch eines verlässlichen Partners: nicht Zinsmeinungen zu verkaufen, sondern Investitionen robust zu machen. ■