

Immobilien

Wo Fremdkapital attraktiver ist als Eigenkapital

Investments in Immobilienfinanzierungen in der Zeitenwende – Institutionelle Investoren sind zurückhaltend, warten erst einmal ab

Börsen-Zeitung, 1.10.2022

Auf der Suche nach Rendite und planbaren Ausschüttungen wurden institutionelle Investoren in Zeiten von ultraniedrigen Zinsen bei Investments in Immobilienfinanzierungen fündig. Die Assetklasse Real Estate Debt war bis zum Ausbruch des Ukrainekriegs auf starkem Wachstumskurs. Zwar haben danach steigende Inflation und Zinsen die Projektentwicklungstätigkeit gebremst. Aber institutionelle Anleger investieren weiter in die Assetklasse, denn die Verzinsung hat sich erhöht.

Der allgemeine Zinsanstieg im ersten Halbjahr in der Folge der Inflation hat erhebliche Auswirkungen auf die gesamte Anlageklasse Immobilien. Der Zehnjahres-Swap-Satz, ein wichtiger Indikator für die Zinsen von langfristigen Immobilienfinanzierungen, kletterte von 0,34 % Anfang 2022 auf 2,53 % Mitte September. Laut Finanzierungsplattform Interhyp stiegen die Zinsen für eine zehnjährige Immobilienfinanzierung von 1,0 % Anfang des Jahres auf 3,3 % im September. Dies entspricht mehr als einer Verdreifachung in wenigen Monaten. So hoch waren die Zinsen zuletzt vor über zehn Jahren.

Eine Auswirkung auf Real Estate Debt ist, dass Fremdkapital aus Renditegesichtspunkten mittlerweile attraktiver ist als Eigenkapital. Im Immobilienbereich sind die Eigenkapitalrenditen in der Krise bislang nicht auf breiter Front gestiegen und bewegen sich immer noch zwischen 2,5 und zumeist maximal 4 %. Damit haben Immobilien im Vergleich zu anderen Anlagen an Attraktivität verloren. Beispielsweise bringen zehnjährige US-Anleihen mittlerweile ebenfalls rund 3 % Verzinsung pro Jahr.

Dagegen lassen sich im Bereich Real Estate Debt die Renditen aktuell nach oben anpassen. Der Aufschlag gegenüber liquideren und gegebenenfalls auch weniger riskanten festverzinslichen Produkten bleibt also erhalten. Während die laufende Verzinsung von Whole-Loans vor der Krise bei 4,0 bis 6,0 % pro Jahr lag, sehen wir bei neu ausgereichten Dar-

lehen durchaus auch Zinssätze zwischen 7,0 und 8,0 %.

Projektentwicklungsrisiko

Bei der höheren Verzinsung handelt es sich um eine Kombination aus Marktzinseffekten und angepassten Risikoprämien, da die Risiken im Projektentwicklungsgeschäft deutlich zugenommen haben, etwa durch Baukostensteigerungen, Energiekrise und die Rohstoffknappheit. Aktuell baut nur, wer aus vertraglichen Verpflichtungen bauen muss. Vertriebsphasen sowohl beim Einzelverkauf von Wohnungen als auch beim En-bloc-Verkauf ganzer Objekte verlängern sich. Zahlreiche Projektentwicklungen werden verschoben oder abgesagt.

Dies wiederum hat Auswirkungen auf Investments in Immobilienfinanzierungen. Bei bestehenden Finanzierungen nehmen Prolongationen deutlich zu, etwa weil es zu Bauverzögerungen aufgrund von Materialknappheit kommt oder mit dem Bau noch gar nicht begonnen wird. Unserer Beobachtung nach werden die Kreditverlängerungen bei qualitativ hochwertigen Projekten mit guter Renditeprognose auch überwiegend gewährt.

Eine andere Folge ist die Zunahme von Brückenfinanzierungen. Diese kommen zum Einsatz, wenn sich Vermarktungs- oder Verhandlungsphasen in die Länge ziehen oder auch, wenn ein Entwickler mit dem Ausstieg noch warten will, weil er in sechs oder zwölf Monaten mit besseren Verkaufsbedingungen rechnet.

Es kommt auch zu Verschiebungen innerhalb des Real-Estate-Debt-Segments. Generell werden Kreditfonds bislang seltener für die klassische Bestandsfinanzierung genutzt, weil das Kapital zu teuer ist. In der Regel kommen die Gelder in Wertschöpfungs- und Sondersituationen zum Einsatz, beispielsweise bei Ankaufsfinanzierungen von Grundstücken, bei Projektentwicklungen mit gesichertem, aber entwicklungsfähigem Baurecht, bei Objekten mit der hohen Risikoklasse Value-Add, bei Umnutzungen und Umbauten.

Weitere Einsatzmöglichkeiten

sind Bridge-Finanzierungen zur Überbrückung eines Zeitraums, bis eine endgültige Anschlussfinanzierung gewährt ist. Da jetzt weniger gebaut wird, wird weniger Mezzanine-Kapital ausgereicht. Whole-Loans, mit denen häufig Aktivitäten vor der Bauphase finanziert werden, kommen im Gegenzug stärker zum Einsatz.

Banken ziehen sich zurück

Auswirkungen auf Kreditfonds und andere Real-Estate-Debt-Anlagen hat auch das Verhalten der Banken. Die Institute sind bereits in den beiden Coronajahren bei der Finanzierung von Wertschöpfungs- und Sondersituationen zurückhaltender geworden. Diese Entwicklung hat sich nach Ausbruch des Ukrainekriegs noch einmal verstärkt. Dies zeigt auch die Studie „Emerging Trends in Real Estate 2022“ von PwC und dem Urban Land Institute (ULI). Im Rahmen der Erhebung wurde auch die Herkunft von Fremdkapital untersucht. Bei Banken gab es die größten Rückgänge, bei alternativen Fremdkapital-Plattformen wie Kreditfonds und anderen nicht-bankengebundenen Kreditgebern hingegen das größte Wachstum.

Bereits in den Jahren vor dem Ukrainekrieg hatte die Assetklasse Real Estate Debt in institutionellen Portfolios kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. Vor allem Versorgungswerke und Pensionskassen waren relativ früh offen für das Thema. Die Versicherungen zogen etwas später nach, und schließlich näherten sich auch Sparkassen und Volksbanken dem Thema, letztere allerdings eher zögerlich. Beim Gros der Investoren liegt der Anteil von Real Estate Debt am Gesamtportfolio im Schnitt bei weniger als 1 %, allerdings mit wachsender Tendenz. Die Gruppe der Versorgungswerke ist schon weiter und hat höhere Quoten.

Die weitaus meisten Investoren setzen auf Kreditfonds, einige auch auf Schuldscheine oder Anleihen. Ein Vorteil von Anlagen in Fonds liegt darin, dass kein oder zumindest

weniger eigenes Personal mit spezialisiertem Know-how aufgebaut werden muss, sondern auf die Expertise des Fondsanbieters zugegriffen werden kann. Denn qualifiziertes Personal in diesem Segment ist sehr rar. Ein weiteres Pro-Argument neben der hohen Planbarkeit der Ausschüttungen: Real Estate Debt fällt nicht in die aufsichtsrechtliche Immobilienquote, sondern stellt als Kreditprodukt ein Fixed-Income-Surrogat dar. Dies war lange ein Vorteil, da die Immobilienquote vieler Investoren ausgeschöpft war.

Selektiveres Vorgehen

Wie reagieren nun die institutionellen Investoren auf die veränderten Marktbedingungen? Wie oft in Krisensituationen sind sie sehr zurückhaltend und warten erst einmal ab. Außerdem hat die Krise zu Verwerfungen in vielen Portfolien geführt. Aktien- und Anleihepositionen weisen seit Beginn des Jahres 2022 in der Regel Kursverluste aus,

die sich je nach Bilanzierung bereits materialisiert haben oder zum Abschmelzen von stillen Reserven führen. Im Gegenzug wachsen häufig die Quoten in illiquiden Assetklassen, da diese aufgrund der nachlaufenden Bewertungsmethodik langsamer reagieren. Solche Effekte bedeuten allerdings keinen totalen Stillstand der Investitionen, sondern eher ein deutlich selektiveres Vorgehen.

.....
Manuel Köppel, Geschäftsführer
der BF.capital GmbH