

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

STEUERUNG VON IMMOBILIENPORTFOLIOS
DURCH VOLATILES ZINSUMFELD

UWE KRAUSE

2022



INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

STEUERUNG VON IMMOBILIENPORTFOLIOS DURCH VOLATILES ZINSUMFELD

Investoren sehen sich zunehmenden Herausforderungen bei der Steuerung ihrer Immobilienportfolios ausgesetzt. Da ist zum einen die Zeitenwende in der Geldpolitik. Die Märkte haben die zu erwartenden Zinserhöhungen durch die Europäische Zentralbank im Laufe des Jahres vorweggenommen und für einen enormen Zinsanstieg gesorgt. Dadurch verändern sich zahlreiche Finanzierungsparameter. Für Investoren heißt dies, ihre Datenbasis zu überprüfen und zu verbessern, um für mehr Transparenz zu sorgen. Daneben gibt es eine ganz Fülle an weiteren Risikofaktoren dieser Entwicklung auf der Immobilienseite. Nachfragerückgänge, weniger Fertigstellungen und ein geringeres Flächenangebot, Investment-Alternativen wie Renten sind nur einige davon. Für den Autor heißt das, bei Neuankäufen die Renditekalkulationen und Businesspläne sehr genau zu überprüfen. Lage, Lage, Lage spielt wieder eine größere Bedeutung, ebenso wie eine ausgewogene Diversifizierung bei den Investments zwischen Assetklassen und Ländern. Wird das Portfolio dann noch auf ESG getrimmt, können Investoren auch weiterhin viel Spaß mit Immobilieninvestments haben.

Red.

Die über viele Jahre erfreuliche „Wetterlage“ für Darlehensnehmer trübt sich rapide ein: Seit Dezember vergangenen Jahres haben die mittel- bis langfristigen Zinsen deutlich angezogen. Dies geschah in einem Ausmaß, wie es seit Einführung des Euro beispiellos ist. Fondsmanager in ihrer Rolle als langfristige Immobilieninvestoren müssen nun auf das veränderte Umfeld reagieren.

Risiken frühzeitig erkennen

Zinsen für fremdkapitalorientierte Investoren waren lange Zeit erfreulich niedrig, dank der Nullzinspolitik der Zentralbanken. Der Leverage-Effekt bei Neu- oder Bestandsinvestitionen war deutlich positiv. Gleichzeitig war Fremdkapital für Investments im Core- bis Value-Add-Spektrum gut verfügbar. Beides zusammen bescherte Darlehensnehmern lange Zeit eine erfreuliche „Wetterlage“. Doch die erfolgreiche Steuerung des Immobilienbestands wird durch den Anstieg der Zinsen herausfordernder. Welche Maßnahmen gilt es nun

im bestehenden Finanzierungsportfolio umzusetzen?

Das erste Gebot lautet Transparenz und damit verbunden ein gutes Kennzahlen-Cockpit. Fondsmanager müssen ihr Darlehensportfolio gut überwachen können und benötigen hierfür aktuelle und tiefgehende Reportings zu wesentlichen Finanzierungsparametern. Die Spanne reicht von einer Übersicht zu Vertragsausläufen und den Formen der Zinsbindung bis hin zur Kontrahenten-Allokation und Covenant-Auslastung. Damit lassen sich etwaige Risikopositionen frühzeitig erkennen und – wo möglich – unmittelbar bepreisen.

Zudem ist ein tiefgehendes Verständnis der aktuellen Zinsentwicklung wichtig. Darüber hinaus gehende Zinsprognosen sind naturgemäß schwierig, einen Blick auf denkbare zukünftige Entwicklungen sollte man trotzdem wagen. Hier empfiehlt sich der interdisziplinäre Austausch zu den Zinsmärkten mit Experten aus dem Fixed Income- und Research-Bereich. Dabei profitiert vor allem, wer dafür Knowhow und langjährige Markterfahrung im eigenen Haus hat. Denn die Entwicklung an den Zinsmärkten dürfte volatil bleiben.

Parallel dazu zahlt sich ein breites und vertrauensvoll gepflegtes Netzwerk zu Finanzierungspartnern aus. Zum einem, um externe Perspektiven einfließen zu lassen, zum anderen dient es auch der Vorberei-

tung auf anstehende Finanzierungsaktivitäten. Bei ausreichender Portfoliogröße sollte das Fremdkapitalmanagement im eigenen Hause erbracht werden.

Aktiv- und Passivrisiken austarieren

Nach vorne blickend gilt es, sich vor allem die folgenden beiden Fragen zu stellen: Passen die strategischen Eckpunkte mit Blick auf die angestrebte Finanzierungsstruktur noch? Und: Gilt es, das Risikoprofil im Fremdkapitalbestand zu verringern oder gar zu erhöhen? Die Stellschrauben sind vielfältig, allen voran der Finanzierungsauslauf und die Zinsbindung. Wichtig ist dabei die Grundfrage, ob die Risiken im Immobilienportfolio eher auf der Aktiv- oder auf der Passivseite liegen sollen.

„Es zahlt sich aus, ein ausbalanciertes und diversifiziertes Immobilienportfolio aufgebaut zu haben.“

Ein Großteil der Immobilieninvestoren legt hier die Präferenz auf die Immobilienseite – sprich Marktsituation, Vermietung, Mietentwicklung, Refurbishment – und möchte auf der Finanzierungsseite sprichwörtlich „Ruhe haben“. Die Herausforderung ist hierbei, die passende Balance zu finden.

In der aktuellen Marktphase zahlt sich aus, über die vergangenen Jahre hinweg ein ausbalanciertes und diversifiziertes Immobilienportfolio aufgebaut zu haben. Gute Vermietungsstände und damit verbunden ein stabiler Cashflow helfen, unnötige Überraschungen zu minimieren – beispielsweise durch einen leerstandbedingten Bruch von Covenants, also kreditvertraglich vereinbarten Finanzkennzahlen.

International diversifizieren

Bei Neuankäufen gilt es, angesichts des gestiegenen Zinsniveaus die Renditekalkulationen und Businesspläne zu überprüfen. Dabei ist ein tiefgehendes Verständnis zu

DER AUTOR

UWE KRAUSE

Head of Real Estate Fund Management, MEAG, München



Foto: MEAG

den wirtschaftlichen Mechanismen des Fremdkapitaleinsatzes essenziell. Vor allem gilt es die Hebelwirkung – als Leverage-Effekt bezeichnet – in Abhängigkeit von Fremdkapital- und Gesamtzins sinnvoll zu nutzen, ohne die Auswirkungen auf das Risikoprofil und die steuerlichen Auswirkungen zu vernachlässigen.

Gleichzeitig hat auch in der aktuellen Marktlage ein eher qualitativer Investmentansatz Bestand: Langfristige Investoren achten beim Erwerb von Immobilien auf Qualität und dauerhaft funktionierende Standorte. Im Vordergrund steht ein stabiler Cashflow über Jahre oder gar Jahrzehnte hinweg.

Verschiedene Szenarien ebenso berücksichtigen...

Von Vorteil ist zudem ein international ausgerichtetes Immobilienportfolio, welches Möglichkeiten zu gezielten Gestaltungs- und Optimierungsmaßnahmen im Fremdkapitalmanagement bietet. Denn die Entwicklung von Inflation und Zinsen ist regional unterschiedlich.

Zwar mögen die Zentralbanken in den USA, Großbritannien und im Euroraum grundsätzlich eine ähnliche Stoßrichtung einschlagen, die konkrete Ausgestaltung ist jedoch verschieden. Damit weichen neben den Inflationsraten auch die Zinsniveaus in einzelnen Ländern durchaus voneinander ab.

Idealerweise unterstützen hauseigene Zinsexperten bei der Ausgestaltung der re-

Abbildung 2: Risikofaktoren

Risikofaktoren auf der Immobilienseite	Risikofaktoren auf der Finanzierungsseite
<ul style="list-style-type: none"> • Mietmarkt: Rückgang der Flächennachfrage. Ausweitung des Flächenangebots. • Investmentmarkt: Rückgang der Investorenachfrage. Renditeanstieg. Verkehrswertrückgang. • Vermietung: Bestehender fluktuationsbedingter oder struktureller Leerstand. Kurz- bis mittelfristige Mietvertragsausläufe. Klumpenrisiko durch Einzelmiet. Verschlechterung der Mieterbonität. • Lebenszyklus: Kurz- bis mittelfristige Instandhaltungs- oder Sanierungsmaßnahmen. Baukosten- und Bauzeitrisiken. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fremdkapitalquote: Risiko von Sondertilgungen. Verstärkung des negativen Renditeeffekts bei Abwertungen. Risiko von Nachbesicherungen. • Zinsbindung: Zinsänderungsrisiken bei variabel finanzierten Darlehen. • Darlehenslaufzeit: Klumpenrisiko durch Bündelung von Darlehensausläufen. • Kontrahentenrisiko: Klumpenrisiken bei Finanzierungspartnern. • Covenants: Risiko durch zu eng ausgestaltete Finanzkennzahlen. Nachschussrisiken. Cash-Trap.

Quelle: MEAG Research

levanten makroökonomischen Szenarien. Im Zuge dessen ist die Analyse verschiedener Szenarien ein vielfach bewährtes Instrument zur Risikobeurteilung. An welchen Stellen wirken Zinsänderungen mittelbar und unmittelbar auf die Renditekalkulation? Wo liegen versteckte Kosten? Ist das gestiegene Inflationsniveau in den Mieteinnahmen und der Verkaufspreisentwicklung adäquat berücksichtigt? Bei der Beantwortung dieser Fragen sind Sorgfalt und Weitsicht geboten. Dabei geht Qualität vor Quantität.

... wie strategische Ankerpunkte

Auch bei der aktuellen „Wetterlage“ an den Märkten zahlen sich die strategischen Ankerpunkte eines erfolgreichen langfristigen Immobilieninvestors aus. Dies sind

- eine breite sektorale und regionale Diversifikation über Landesgrenzen hinweg,
- ein Investmentfokus auf qualitativ wettbewerbsfähige Immobilien an langfristig attraktiven Standorten,
- eine gründliche Due Diligence im Ankauf,
- Transparenz zu ökonomischen und derzeit speziell finanziellen Zusammenhängen sowie Werttreibern im Portfolio,
- und eine möglichst tiefe eigene Wertschöpfung, sowohl im Lebenszyklusmanagement jeder einzelnen Immobilie als auch im Fremdkapitalmanagement.

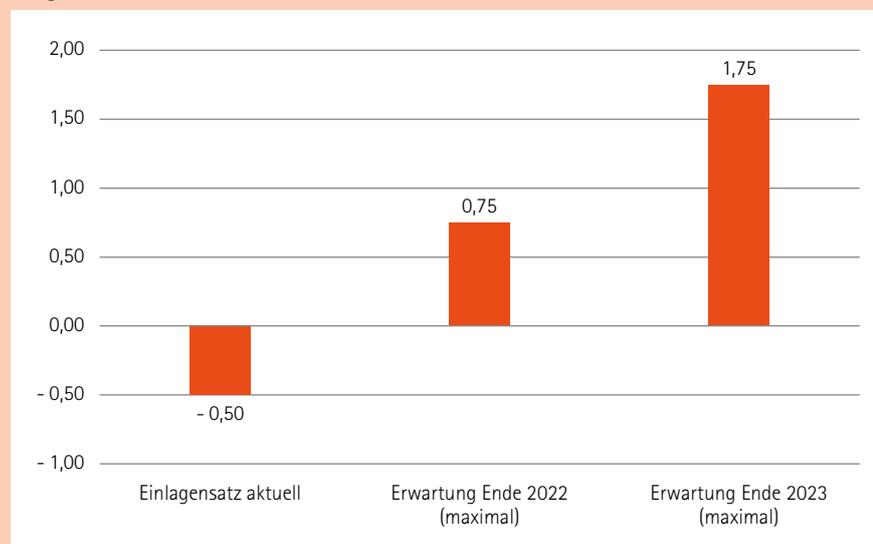
Unter Berücksichtigung dieser fünf Aspekte ließen sich die Herausforderungen auch schwieriger Marktphasen bislang gut meistern – egal, ob während der Subprime oder Euro-Krise, des Brexits oder der Corona-Pandemie. Viel spricht dafür, dass dies so bleiben dürfte.

Decarbonisierung priorisieren

An einem Faktor kommt aber heute keine Investition mehr vorbei: ESG. Entsprechend sollte der eingeschlagene Decarbonisierungspfad gleichzeitig zu den bisher dargestellten Faktoren unbedingt weiter verfolgt werden. Immobilienportfolios bis spätestens 2050 auf „Netto-Null“ zu bringen, ist unverändert ein wichtiger Kompass.

Dies gilt sowohl für die Steuerung auf Portfolio beziehungsweise Fondsebene als auch – und das noch viel mehr – für die unzähligen technischen und infrastrukturellen Maßnahmen auf Ebene der einzelnen Immobilien. Dieser Kraftakt muss mit aller Anstrengung weiter vorangetrieben werden.

Abbildung 1: Die Entwicklung der Zinsen (Angaben in Prozent)



Stand 8. Juli 2022. Anpassung der Prognose kurzfristig möglich aufgrund aktuell volatilem Marktumfeld.
Quelle: MEAG Research