

Die Jagd nach risikoadjustierter Rendite im Niedrigzinsumfeld

Real Estate Debt hat als Alternative zu klassischen Fixed-Income- und Immobilien-Investments viele Vorteile. Allerdings sind bei der Umsetzung von Investments in Immobilienkredite einige Feinheiten zu beachten.

Viele Jahrzehnte lebten Investoren in einer Welt, in der Investitionen in Staatspapiere als uneingeschränkt sicher galten und ansehnliche oder zumindest auskömmliche Erträge erzielten. Seit nun schon einigen Jahren sieht die Welt ganz anders aus: Die Sicherheit von Staatsanleihen ist in Teilbereichen lediglich zu einer Fiktion auf regulatorischer Ebene geworden. Bundesanleihen werfen keine beziehungsweise sogar negative Renditen ab. Da auch die Papiere vieler unserer europäischen Nachbarn inzwischen negativ verzinst sind, müssen Investoren auf Nicht-Euroländer ausweichen, um die unattraktiven Renditen europäischer Staatspapiere zu kompensieren. Zum Bonitätsrisiko kommt damit oft noch ein Wechselkursrisiko hinzu. Im aktuellen Spannungsfeld von anhaltend niedrigen Zinsen und zunehmender Regulierung müssen institutionelle Anleger aber weiter investieren und suchen daher nach stabilen und dennoch Rendite tragenden Anlagemöglichkeiten, die zugleich das Sicherungsbedürfnis nach Kapitalerhalt bestmöglich erfüllen.

In dieser herausfordernden Marktphase haben viele Investoren begonnen, sich neue Asset-Klassen zu erschließen, die sie bislang eher weniger auf dem Radarschirm hatten. Natürlich sollen es dabei am liebsten trotzdem Investments mit einem im Vergleich der Asset-Klassen attraktiven Risiko-Rendite-Verhältnis bei geringer Volatilität sein. Die oft bereits vollzogene Erhöhung der Immobilienquote ist hierbei sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung.

Allerdings befinden wir uns in einer Marktphase, in der die Preise in fast allen Asset-Klassen seit mehreren Jahren gestiegen sind. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Preissteigerungen nimmt immer mehr ab und irgendwann wird es wohl über alle Asset-Klassen hinweg zu einer – wohl unvermeidlichen – Korrektur kommen.

Auch im inzwischen vorangeschrittenen Immobilienzyklus ist es daher der richtige Zeitpunkt, defensiver zu investieren. Wenn die Wachstumsperspektiven geringer werden beziehungsweise die Rückschlaggefahr zunimmt, bietet die Investition in Immobilienkredite (Real Estate Debt) eine hervorragende Möglichkeit, auf defensive Art in Immobilien zu investieren.

Als Kreditgeber hat der Investor eine Gläubigerposition und verfügt damit selbst bei einem LTV (loan-to-value) von 80-85 Prozent noch

immer über einen Sicherheitspuffer von 15-20 Prozent durch das extern gehaltene „first-loss-piece“, namentlich das Eigenkapital des Darlehensnehmers. Wenn sich die Cap Rates – also das Verhältnis von erzielbaren Nettoeinnahmen zum Marktwert – verändern, weil die Zinsen steigen, dann trifft es zuerst das Eigenkapital. Gegen den Direkterwerb von Immobilien sprechen auch die Nebenkosten in Höhe von rund zehn Prozent, was je nach Immobilienstrategie beziehungsweise Nutzungsart schnell zwei, wenn nicht gar drei, Jahresausschüttungen entsprechen kann.

Kreditgeber hingegen werden an der vom Darlehensnehmer üblicherweise gezahlten Upfront-Fee beteiligt und erhalten damit gleich beim Einstieg in das Investment einen Ertrag und darüber hinaus natürlich von Anfang an Erträge in Form von Zinsen auf ihr Investment. Damit sind Immobilienkredite eine Asset-Klasse, die den Anforderungen der meisten institutionellen Investoren sehr gut gerecht wird.

Immobilienkredite sind auch im Bilanzkontext sehr stabil gegenüber Marktwertveränderungen. Sie können nach dem Fair-value-Ansatz zu „amortized costs“, das heißt, zu fortgeführten Anschaffungskosten, bilanziert werden. Anhand jährlich vorgenommener Impairment-Tests wird überprüft, ob die Darlehen einen Wertberichtigungsbedarf aufweisen. Solange dies nicht der Fall ist, bleibt der Marktwert stabil. Diese geringe Volatilität in der Kapitalanlage macht die Asset-Klasse Immobilienkredite für viele Investoren zusätzlich attraktiv.

Immobilienkredite sind darüber hinaus auch regulatorisch gegenüber Direkt-Investments in Immobilien im Hinblick auf das SCR (Solvency Capital Required) im Rahmen der Solvency-II-Regulierung privilegiert. Während Direkt-Investments in Immobilien mit 25 Prozent Eigenkapital zu unterlegen sind, ist bei gewerblichen Immobilienkrediten eine deutlich geringere Eigenkapital-Unterlegung erforderlich. Bei üblichen Beleihungsausläufen für Senior-Darlehen und einer Duration von fünf bis sieben Jahren liegt die Eigenkapitalunterlegung für das Spread-Risiko zwischen 7,5 bis 9,2 Prozent.

Für eine Versicherung ist es unter Solvency II also deutlich attraktiver, über die Finanzierungsseite in Immobilien zu investieren. Solvency II privilegiert Anleihen allgemein, aber eben auch Kredite. Es gibt derzeit keine andere Anlageklasse, die unter Solvency II eine höhere Rendite bezogen auf die erforderliche Eigenkapitalunterlegung bietet.



Michael Morgenroth, CEO
CAERUS Debt Investments AG



Dr. Patrick Züchner, CIO
CAERUS Debt Investments AG

Auf der Ertragsseite sind für Mezzanine-Kapital, je nach Risikograd, zwischen acht und 15 Prozent erzielbar. Für erstrangig besicherte Senior- beziehungsweise Whole-Loans sind drei bis vier Prozent Rendite realistisch, soweit man sich nicht nur auf klassische A-Städte beschränkt, sondern auch B- und C-Städte in den Investmenthorizont einbezieht. Gegenüber klassischen Kapitalmarktprodukten profitieren Investoren in Immobilienkredite dabei von Renditeaufschlägen durch die Vereinnahmung von Liquiditäts-, Marktzugangs- und Komplexitätsprämien.

Auch gegenüber Anleihen weisen Immobilienkredite attraktive Spreads auf. Zugleich bieten sie jedoch eine hohe Sicherheit durch die erstrangige Besicherung, das heißt, eine Gläubigerposition vergleichbar mit Covered Bonds. Weitere Vorteile sind die niedrige Korrelation mit anderen Asset-Klassen sowie der stetige attraktive Cashflow.

Allerdings gibt es bei Investments in Immobilienkredite einiges zu beachten. Die Asset-Klasse stellt komplexe Herausforderungen an die Risikoidentifikation und die Übersetzung der identifizierten Risiken in ein belastbares und im Ernstfall auch durchsetzbares Kreditvertragswerk sowie an die Absicherung über entsprechende Kreditrisikokennziffern und Sicherungsinstrumente.

Die klassische Frage „Make or Buy?“ beantworten viele Investoren in diesem Zusammenhang unterschiedlich. Größere institutionelle Anleger haben eigene Teams aufgebaut. Für die Mehrzahl der mittelgroßen bis kleineren institutionellen Investoren macht es jedoch mehr Sinn, sich Marktzugang und Expertise extern einzukaufen und einen spezialisierten Investment Advisor oder Fondsmanager zu beauftragen.

Dabei spielen insbesondere auch Faktoren wie der erforderliche Zeitaufwand für die Etablierung einer effizienten Investmentstruktur und die Suche nach erfahrenen Kreditexperten eine Rolle.

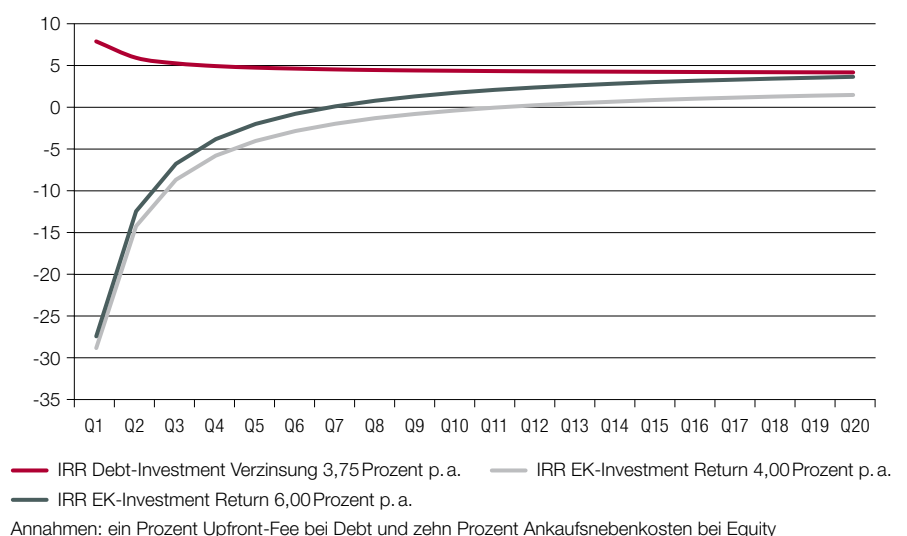
Ist die Entscheidung für die Einbindung eines externen Investment Advisors oder Fondsmanagers gefallen, sollte dieser über ein etabliertes und belastbares Netzwerk im Immobilienmarkt verfügen, um jeder-

zeit einen detaillierten Überblick über das Investmentuniversum und die Marktbedingungen auf der Eigen- und Fremdkapitalseite zu haben. Gleichzeitig sollte er die Fähigkeit nachweisen können, das eingesammelte Kapital der Investoren auch zeitnah in geeignete Immobilienkredite investieren zu können. Er sollte die Anforderungen institutioneller Investoren – insbesondere auch aus aufsichtsrechtlicher Sicht – kennen und Best Practice bei den Investmentprozessen, dem Reporting und dem Risikomanagement gewährleisten können. Gebühren sollten nur auf investiertes Kapital anfallen, um entsprechend gleichgerichtete Interessen zu gewährleisten (alignment of interest).

Die von vielen Investoren heute gewünschten Kontrollmöglichkeiten bei der Beauftragung externer Manager hängen dabei immer auch von der Größe des Investments ab. In einem Individualmandat sind Vetorechte des Investors und eine frühzeitige Einbindung in die Investmententscheidungen eher der Normalfall, in einem Pool-Fonds mit vielen Investoren im Interesse eines zügigen Investmentprozesses eher unüblich.

Unabhängig jedoch von der Frage „Make or Buy?“ haben viele Investoren inzwischen die Vorzüge eines Investments in Immobilienkredite für sich entdeckt. Das weitere Wachstum der Asset-Klasse „Real Estate Debt“ ist damit vorprogrammiert.

Debt liegt vorn: Debt Investment versus Equity Investment im IRR-Vergleich



Angaben in Prozent

Quelle: CAERUS