

1. August 2023
74. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

REAL ESTATE DEBT:
WHOLE-LOAN-STRATEGIEN
BIETEN
WELTWEIT MARKTCHANCEN

DRC

savills

investment
management



IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS – INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

REAL ESTATE DEBT: WHOLE-LOAN-STRATEGIEN BIETEN WELTWEIT MARKTCHANCEN

Klassische Fremdkapitalgeber von Immobilienfinanzierungen agieren zunehmend zurückhaltend bei der Vergabe von Anschluss- und Neufinanzierungen. Höhere Eigenkapitalanforderungen sowie das herausfordernde Marktumfeld führen dazu, dass Finanzierungen deutlich teurer werden oder aus Risikogründen ganz abgelehnt werden. Und das in einer Marktphase, in der zunehmend Finanzierungen auslaufen und Refinanzierungen – zu deutlich schwierigeren Bedingungen – anstehen. Dies eröffnet attraktive Opportunitäten für Real-Estate-Debt-Manager sowie institutionelle Investoren – insbesondere im Bereich der Whole-Loan-Strategien. Der Autor beschreibt in folgendem Beitrag die Vorteile von Whole-Loan-Finanzierungen und geht dabei insbesondere auch auf die regionalen Unterschiede ein, die Investoren eine gute Diversifikation ermöglichen.

Red.

Nach dem Vorbild der USA haben sich die europäischen Real-Estate-Debt-Märkte in den letzten zehn Jahren erheblich weiterentwickelt. Es gibt nun eine Vielzahl von Produkten, Strategien und alternativen Fremdkapitalgebern. Dabei sind Whole-Loan-Strategien bei den alternativen Finanzierern, die keinen Bankhintergrund haben, besonders in den Fokus gerückt. Diese profitieren von der erstrangigen Hypothekensicherheit des zugrundeliegenden Objekts, werden allerdings mit etwas höheren Beleihungswerten (Loan-to-Value, LTV) vergeben als sie Banken und Versicherungen aufgrund ihrer konservativeren aufsichtsrechtlichen Auflagen gewähren können.

Whole-Loan-Finanzierungen immer beliebter

Whole Loans sind hinsichtlich des Anspruchs auf Rückzahlung und Risiko zwischen Senior Debt und High Yield Debt angesiedelt. Whole Loans bieten ein stabiles Rendite-/Risiko-Verhältnis. Typische LTVs für Whole Loans liegen bei bis zu 70 Prozent und weisen Margen im Bereich von 350-450 Basispunkten auf. Natürlich variieren diese Werte von Sektor zu Sektor, und auch die Merkmale eines Whole Loans können sich

ändern, je nachdem, wie viel traditionelles Senior Leverage in den einzelnen Sektoren verfügbar ist. Whole Loans haben in den letzten Jahren sowohl aus Sicht der Finanzierer als auch aufgrund der Nachfrage der Kreditnehmer an Bedeutung gewonnen.

Aus der Perspektive der Fremdkapitalgeber bieten Whole Loans den Vorteil, dass sie neben den Vorzügen einer vorrangigen Hypothek (senior mortgage) in der Regel von einem einzigen Finanzierer vergeben werden. Diese Eigenschaften sind ein wichtiger Faktor beim Risikomanagement dieser Darlehen. Die erstrangige Hypothek sichert die „Pole Position“ bei allen Rückflüssen und als einziger Darlehensgeber hat man mehr Flexibilität bei der Verwaltung des Darlehens während seiner Laufzeit.

Zudem profitieren Finanzierer von den defensiven Eigenschaften von derartigen „Cash Paying Loans“, denn diese werden in der Regel im Laufe der Zeit getilgt, wodurch sich der ausstehende Kapitalbetrag verringert. Berücksichtigt man die Zinserträge während der Laufzeit, so verringert sich das Risiko des Kreditgebers gegenüber dem ursprünglichen Vermögenswert im Laufe der Zeit durch Tilgung und Zinseinnahmen erheblich.

Aus Sicht des Kreditnehmers bieten Whole Loans die Möglichkeit, mit einer einzigen Finanzierungslösung eine höhere Fremdkapitalaufnahme zu erzielen. Dies ist besonders wichtig angesichts des aktuellen und zukünftigen makroökonomischen Umfeldes, in dem die meisten Kreditnehmer mit höheren LTVs ihrer fällig werdenden Kredite konfrontiert sind. Darüber hinaus sind Whole Loans im Verhältnis zu den Eigenkapitalkosten der meisten Kreditnehmer derzeit noch erschwinglich und wertsteigernd.

Die attraktiven Merkmale von Whole Loans gelten weltweit, die geografischen Unterschiede können von Investoren entsprechend zur Diversifikation genutzt werden.

Geografische Begebenheiten

USA – Liquider Markt mit einer Vielzahl von Angeboten: Die USA sind der größte und etablierteste Markt für Whole Loans mit einem einheitlichen Rechtsrahmen und einer Vielzahl von Kreditnehmern, Fremdkapitalgebern und Beratern. Das Kapital kann schnell und effizient eingesetzt werden, was zu einem wettbewerbsfähigen Preismfeld mit mehreren Darlehensanbietern und generell zu einer höheren Risikotoleranz führt.

Europa – Höhere Rendite, bei gleichem Risiko wie in den USA: In Europa befindet sich der Markt noch in der Entwicklungsphase mit einer Vielzahl unterschiedlicher Rechtssysteme und Marktstrukturen. Das macht die europäischen Märkte im Vergleich zum US-amerikanischen Markt weniger effizient. Während die Preisgestaltungsmöglichkeiten für die Finanzierer besser sind, ist es in Europa aber noch schwieriger, Investitionsmöglichkeiten zu finden. Das bedeutet, dass der Marktzugang eines Fremdkapitalgebers nochmals wichtiger ist. Der geringere Wettbewerb führt im Allgemeinen zu einer etwas höheren Rendite bei gleichem Risiko im Vergleich zu den USA.

Australien – Stark regulierter Bankensektor bietet Chancen: Insbesondere Australien ist ein interessanter aufstrebender Markt mit einem kreditgeberfreundlichen rechtlichen Umfeld. Der australische Markt für Whole-Loan-Strategien ähnelt etwa dem in Großbritannien, und profitiert von einem engen, stark regulierten Bankensektor. In der Vergangenheit haben sich bankfremde Finanzierer hier auf Opportunitäten mit höherer Rendite konzentriert, wodurch der Bereich der Whole Loans unterversorgt blieb (Abbildung 2).

Die Märkte weisen im Hinblick auf die Vielfalt der in den einzelnen Regionen tätigen Finanzierer große Unterschiede auf (Abbildung 1). Die hohe Anzahl von verschiedenen alternativen Fremdkapitalgebern in den USA bietet den Kreditnehmern eindeutig die

DER AUTOR

MOHAMED ALI

Debt Research Analyst,
DRC Savills Investment
Management,
London



Foto: Savills IM



größte Auswahl. Einige der in den USA verfügbaren Instrumente, wie zum Beispiel Kreditagenturen, gibt es im Rest der Welt nicht.

Nach der globalen Finanzkrise 2008/2009 war Europa ein von den Banken dominierter Markt. Im Laufe der Zeit hat sich das Angebot jedoch deutlich diversifiziert. Der australische Markt ist in gewisser Weise in einem ähnlichen Zustand wie die Märkte in Europa vor zehn Jahren waren. Die Banken dominieren noch, bieten jedoch viel Raum für das Wachstum alternativer Fremdkapitalgeber.

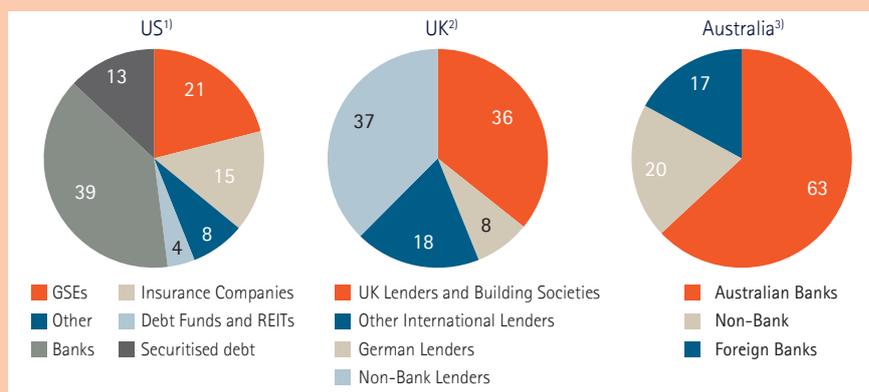
Alternative Finanzierer profitieren vom aktuellen Umfeld

Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage dürfte auf absehbare Zeit sehr zugunsten der Fremdkapitalgeber ausfallen, was auf zwei Schlüsselfaktoren zurückzuführen ist:

Erstens wird in den kommenden Jahren in allen Regionen ein großes Volumen an Finanzierungen auslaufen, das refinanziert werden muss. Da die Kreditvergabe der Banken gerade jetzt zurückgeht, während die Fälligkeiten ihren Höhepunkt erreichen, werden mehr Kreditnehmer Finanzierungen bei alternativen Fremdkapitalgebern anstreben. Im Allgemeinen dürften alternative Finanzierer die Qualität und die Bedingungen ihrer Finanzierungen aufgrund des geringeren Wettbewerbs mit traditionellen Fremdkapitalgebern verbessern.

Zweitens wirken sich der Anstieg der Leitzinsen und die niedrigeren zugrunde liegenden Immobilienwerte doppelt auf die bevorstehenden Fälligkeiten aus. Dies führt zu einem geringeren verfügbaren Fremdkapitalanteil und vergrößert die Finanzierungslücke (Abbildung 3). Das bedeutet: Die Differenz zwischen den bestehenden Schulden für eine Immobilie und dem, was derzeit schätzungsweise für eine Refinanzierung zur Verfügung steht, vergrößert sich. Der drastische Anstieg der Leitzinsen in den meisten Industrieländern in den letzten

Abbildung 1: Kreditgeberstruktur in den einzelnen Märkten



Quelle: 1) Mortgage Bankers Association (March 2023); 2) Bayes Business School (2022); 3) DRC Savills Investment Management LLP Prognose per Q1 2023

Abbildung 2: Wachstumsmarkt – Real Estate Debt in Australien

Makroökonomische Fundamentaldaten

- ➔ Niedrigere Inflation als in den meisten europäischen Volkswirtschaften (5,6 Prozent im April 2023)
- ➔ BIP dürfte sich ab Mitte 2023 erholen
- ➔ Niedrigste Arbeitslosenquote seit der Zeit vor der globalen Finanzkrise
- ➔ Durch kontinuierliche Zuwanderung gestütztes Bevölkerungswachstum steigt Nachfrage nach Wohn-, Logistik- und Büroflächen
- ➔ Immobilienwerte sehr stabil: stärkster Rückgang um 14 Prozent in Q1 2020 – in UK um 25 Prozent und Europa 17 Prozent, jeweils in Q4 2022

Wachsende Chancen

- ➔ Markt für gewerbliche Immobilienkredite hat sich in den letzten 10 Jahren fast verdoppelt
- ➔ Gewichtung des Kreditportfolios inländischer Banken in diesem Sektor im gleichen Zeitraum gesunken
- ➔ Gründe: Regulatorische Eingriffe, die jüngsten Zinserhöhungen sowie die unsichere globale makroökonomische Marktlage
- ➔ Ergebnis: Marktanteil von bankfremden Kreditgebern in den letzten zehn Jahren von 10 auf 20 Prozent gestiegen, bis 2032 wird dieser voraussichtlich auf rund 40 Prozent ansteigen

Fokus auf ESG

- ➔ In den letzten zwei Jahrzehnten bedeutender Wandel bei Energie-Performance-Standards
- ➔ Entsprechende Maßnahmen, die zu höheren Nachhaltigkeitsratings (National Australian Built Environment Rating Systems, kurz NABERS) führen, können in bis zu 20 Prozent längerer Mietdauer und Wertzuwachs von bis zu 25 Prozent resultieren
- ➔ Immobilien mit höchsten ESG-Standards in Melbourne verbrauchen dreimal weniger Energie als vergleichbare Immobilien in London
- ➔ Grüne Finanzierungen beschleunigen die ESG-Transformation zusätzlich
- ➔ Australischer Markt positioniert sich als führend in der globalen Nachhaltigkeitsbewegung

Fazit

- ➔ Spannender und lukrativer Markt für alternative Fremdkapitalgeber
- ➔ Rückzug der großen Banken hat Tür für alternative Finanzierer geöffnet, um die Nachfrage auf diesem schnell wachsenden Markt zu bedienen

Quelle: DRC Savills Investment Management LLP Prognose per Q1 2023

zwölf Monaten bedeutet, dass die tatsächliche Erschwinglichkeit der Zinsen in den meisten Fällen der begrenzende Faktor für die Höhe der tragfähigen Finanzierung einer Immobilie ist. Kreditnehmer, die über kein

weiteres Eigenkapital verfügen, um bestehende Kredite zu tilgen, sind daher gezwungen, auf alternative Finanzierungsstrategien wie Whole Loans zurückzugreifen.

Die hohe Verschuldung einerseits und die erhebliche Finanzierungslücke andererseits werden dazu führen, dass Whole Loans zukünftig eine wichtige Rolle bei den Marktchancen im weltweiten Real Estate Debt spielen werden. Darüber hinaus hat sich die Angebots- und Nachfragedynamik bei Immobilienfinanzierungen grundsätzlich zugunsten der Kreditgeber entwickelt. Investoren, die in Whole Loans investieren wollen, können sich geografisch diversifizieren und von der unterschiedlichen Dynamik auf den verschiedenen Märkten weltweit profitieren.

Abbildung 3: Erhebliche Finanzierungslücke bei der Verschuldung



Quelle: 1) AEW Monthly Research Report: Januar 2023; 2) Australien: DRC Savills Investment Management LLP Prognose per Q1 2023