

## Schwerpunkt Alternative Finanzierungen

# Immobilienkreditfonds nach Investmentgesetz – Anlagefokus, Konstruktionsmerkmale, Risikostruktur

Weil Versicherer und Versorger mit ihren traditionellen Kapitalanlagen die gegebenen Renditeversprechen immer schwerer erfüllen können, wächst die Bereitschaft, auch gewerbliche Immobilien zu finanzieren. Zusätzlich befördert wird die Entwicklung durch das geplante Regelwerk Solvency II, demnach Hypotheken künftig mit deutlich weniger Eigenkapital unterlegt werden müssen als direkte Investitionen in Liegenschaften. Um institutionelle Anleger an Immobiliendarlehen zu beteiligen, werden schon seit Jahren ausländische Sondervermögen angeboten. Auch Spezialfonds dürfen laut deutschem Investmentgesetz in Hypotheken investieren. Wie von dieser Möglichkeit seit Kurzem tatsächlich Gebrauch gemacht wird, zeigt der Autor. (Red.)

Ende 2012 hat das Internationale Immobilien-Institut (iii-Investments) von einem institutionellen Investor ein Individualmandat für einen Spezialfonds nach dem deutschen Investmentgesetz erhalten, der ausschließlich in Immobilienfinanzierungen investiert. Das anfängliche Zielvolumen liegt bei 200 Millionen Euro. Bei dieser Innovation handelt es sich um den ersten Spezialfonds für Immobiliendarlehen nach Investmentgesetz (InvG) einer deutschen Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft, der auch für VAG<sup>1)</sup>-Anleger geeignet ist. Wegen der starken Nachfrage dürfte es aber nicht der letzte bleiben. Aktuell platziert iii-Investments bereits sein zweites Produkt, einen Poolfonds mit einem Gesamtvolumen von 300 Millionen Euro.

Dass institutionelle Investoren Fremdkapital für Immobilieninvestitionen zur Verfügung stellen, ist an sich nichts Neues. So haben die Allianz und die Bayerische Versorgungskammer (BVK) beispielsweise im Jahr 2011 zwei große Finanzierungen für Objekte im Frankfurter Bankenviertel geschultert. Aus

heutiger Sicht kann man sagen, dass damit ein Ball ins Rollen kam, der mehr und mehr an Fahrt gewinnt. Der Treiber dafür liegt in einer Mischung aus attraktiver Rendite und einer vorweggenommenen Reaktion auf geplante Änderungen bei den Eigenkapitalanforderungen.

### Versicherer und Versorger als Fremdkapitalgeber

Stichwort dafür sind im Bankenmarkt Basel II/III und im Versicherungsgeschäft Solvency II. Als Folge fahren auf der einen Seite die deutschen Banken als traditionelle Financier von Immobilien ihre Aktivitäten erheblich zurück und hinterlassen eine Lücke, die schon an sich interessant ist. Zusätzliche Attraktivität bekommen Darlehensfonds durch die geplanten Eigenkapitalunterlegungspflichten für Versicherungsunternehmen. Im Vergleich zu Direktinvestments in Immobilien bedarf es bei der Darlehensvergabe deutlich niedrigerer Eigenkapitalunterlegungen.

Nach derzeitigem Stand sind Immobilieninvestments nach dem Standardmodell von Solvency II mit 25 Prozent Eigenkapital zu unterlegen. Ist Fremdfinanzierung im Spiel, steigt dieser Prozentsatz voraussichtlich weiter auf bis zu 39 Prozent an. Darlehensforderungen, die mit Immobilien besichert sind, sind dagegen mit deutlich weniger Eigenkapital zu unterlegen. Nach QIS6, der sechsten quantitativen Auswirkungsstudie von Solvency II, wären sowohl verbrieft, als auch unverbrieft Darlehensforderungen in Abhängigkeit von Rating und Laufzeit zu unterlegen.

Bei einem Rating von „AAA“ wäre eine Darlehensforderung bei einer Laufzeit von fünf Jahren beispielsweise mit 4,5 Prozent Eigenkapital zu unterlegen, bei einer Laufzeit von 20 Jahren mit 12,15 Prozent. Bei einem „BBB“-Rating wäre bereits bei einer Laufzeit von fünf Jahren eine Eigenkapitalunterlegung von 12,5 Prozent notwendig. Bei einer Laufzeit von 20 Jahren wiederum eine Eigenkapitalunterlegung von 30 Prozent.

Mit Blick auf die beiden genannten Produkte von iii-Investments mit einer eher konservativen Anlagestrategie sollte eine Eigenkapitalunterlegung in Höhe von etwa zehn bis zwölf Prozent über das gesamte Vehikel erreichbar sein.

Hinzu kommt das derzeit niedrige Renditeniveau von erstklassigen Staatsanleihen, welches gerade den traditionell sehr rentenlastigen institutionellen Investoren zu schaffen macht. Dieses Renditeniveau, bedingt durch die mit der Eurokrise einhergehende Risikoaversion, lässt institutionelle Investoren derzeit vermehrt nach risikoarmen Alternativen suchen, mit welchen diese dennoch ihren Rechnungs- beziehungsweise Garantiezins erzielen können. Mit Immobilien besicherte Finanzierungen sind da eine interessante Option. Die Attraktivität von Darlehensinvestments wird aber durch die geringe Korrelation solcher Darlehensengagements gegenüber anderen Assetklassen oder die grundsätzlich geringe Wertschwankung von Darlehensforderungen. Daneben weisen Darlehen, die mit Immobilien unterlegt sind, eine vergleichsweise hohe Recovery Rate auf.

Auch die Entwicklung der Immobilienmärkte spricht für das Engagement im Kreditbereich, hat doch bei Eigenkapitalinvestments die Core-Orientierung vieler Anleger, also der Drang nach erstklassigen Objekten in zentraler Lage, die Preise beflügelt und damit Druck auf die Renditen ausgeübt. Inzwischen stellen institutionelle Investoren immer häufiger fest, dass das Rendite-Risiko-Profil geplanter Investments nicht mehr stimmt. Statt nun in Objekte im Core-plus- oder Value-Added-Segment auszuweichen,

#### Der Autor

#### Reinhard Mattern

Geschäftsführer, Internationales Immobilien-Institut GmbH (iii-Investments), München



erschließt sich über die Darlehensvergabe ein neuer Weg zu Core-Objekten.

Für kleinere bis mittelgroße institutionelle Investoren ist eine direkte Anlage in gewerbliche Immobilienfinanzierungen jedoch nur schwer zu stemmen. Voraussetzungen, um im gewerblichen Immobiliendarlehensgeschäft aktiv zu werden, ist die rechtliche Möglichkeit zur direkten Darlehensvergabe, wie Versicherungsunternehmen diese gemäß § 2 (1) Nr. 1 der Anlageverordnung (Pfandbrieftranche) haben. Daneben sollte der Investor über ausreichend interne Kapazitäten und Kredit-Know-how sowie genügend Immobilien-Kompetenz verfügen, um die zu finanzierenden Objekte professionell prüfen zu können. Essenziell ist auch ein Zugang zum Finanzierungsmarkt, um entsprechende Investitionsmöglichkeiten überhaupt akquirieren zu können.

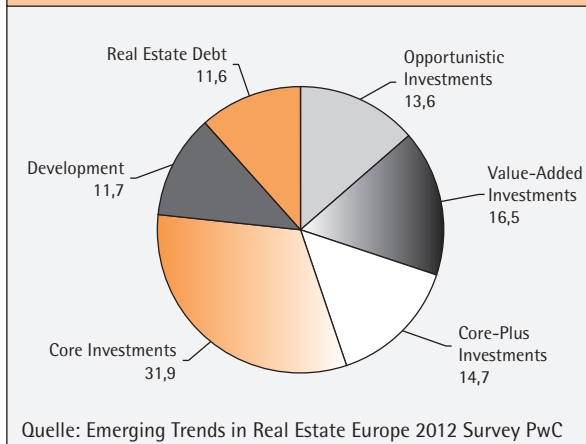
### Spezialfonds als Finanziere

Es ist offensichtlich, dass für kleinere bis mittelgroße institutionelle Investoren diese Voraussetzungen nur schwer zu erfüllen sind. Sie haben meist einen zu geringen Investitionsrahmen, verfügen über zu geringe interne Kapazitäten oder ein Markteintritt würde zu hohe interne Kosten mit sich bringen. Speziell für diesen Investorenkreis kann eine Fondslösung eine attraktive Möglichkeit darstellen, sich im gewerblichen Immobiliendarlehensgeschäft zu engagieren und im Vergleich zu größeren Wettbewerbern nicht ins Hintertreffen zu geraten. Sie ermöglichen auch einem institutionellen Investor mit einem geringeren Investitionsrahmen den Marktzugang und liefern ihm zudem ein professionelles Know-how, welches zum Management solcher Darlehensprodukte notwendig ist.

Ein Darlehensfonds kann in der von deutschen institutionellen Investoren bevorzugten Rechtsform eines Spezialfonds nach InvG aufgelegt werden. Einzelne Versuche von Asset Managern in den letzten Jahren, Darlehensfonds in anderem rechtlichen Gewand auf den deutschen Markt zu bringen, haben zumindest nicht dazu geführt, dass diese Fondsgattung sich nachhaltig etabliert hätte. Dieses Tor steht nun erstmals mit der Ausgestaltung in der vertrauten Form des deutschen Spezialfonds wirklich offen.

Nach deutschem Investmentgesetz kann ein Spezialfonds, der in verbriefte und

### Interesse institutioneller Investoren an Immobilienanlagen (Angaben in Prozent)



unverbriefte Immobiliendarlehen investiert, aber nur dann von einer Kapitalanlagegesellschaft aufgelegt werden, wenn sie über eine erweiterte Erlaubnis zur Verwaltung solcher Darlehen verfügt. Diese setzt insbesondere fundierte Erfahrungen des Managements der Kapitalanlagegesellschaft im Kreditgeschäft voraus. Sie muss ferner die notwendigen Rahmenbedingungen, wie Gutachter mit BaFin-konformen Bewertungsmodellen, sowie ein qualifiziertes Portfolio- und Risikomanagement, schaffen. Diese Anforderungen hat iii-Investments erfüllt.

### Investitionsobjekte und Renditeanforderungen

Seit Änderung des Investmentgesetzes 2008 und Anpassung der Anlageverordnung für Versicherungen Ende 2010 kann ein Spezialfonds für deutsche Versicherungsunternehmen nicht nur in verbriefte Darlehen, sondern mit bis zu 30 Prozent auch in unverbriefte Darlehen investieren. Die restlichen Darlehen des Fonds werden speziell für den Zweck der Fondsinvestition verbrieft. Die Rendite des Fonds hängt von der Objektqualität und neben der aktuellen Zinsstrukturkurve dem Loan to Value (LTV) ab.

Im aktuellen Marktumfeld kann ein extrem risikoaverser Investor bei einem Festdarlehen mit einer Laufzeit von fünf Jahren (Senior Loan) zur Finanzierung eines Core-Objektes in einem Real-Estate-Debt-Fonds nur mit einer Rendite von knapp zwei Prozent rechnen. Nutzt ein Investor dieses Investment als Alternative, um der Niedrigrendite bei fünfjährigen deutschen Staatsanleihen zu entgehen, erzielt er damit aktuell immerhin noch eine um etwa 140 Basispunkte

höhere Rendite. Ein höheres Renditeniveau kann zum Beispiel über die Laufzeit der Finanzierungen oder durch Erhöhung des Risikos in Form eines höheren LTV erzielt werden. Ebenso steigt die Rendite bei der Finanzierung risikoreicherer Immobilien, bei selbstverständlich gleichzeitig steigendem Ausfallrisiko. Abhängig vom Risikoappetit und der Renditeerwartung der Investoren kann ein solcher Fonds also eine nahezu maßgeschneiderte Rendite liefern. Im konkreten Fall, des ersten

in Deutschland von iii-Investments aufgelegten Fonds, liegt die Zielrendite bei rund fünf Prozent.

Der Fonds wird in erster Linie in risikoarme Kredite investieren, einige mittlere Risiken werden zur Renditeoptimierung beigemischt. Die Kredite werden dabei nur in Euro ausgereicht werden, sodass Währungsrisiken ausgeschlossen sind. Beim Ankauf der Darlehen wird iii-Investments mit mehreren Banken zusammenarbeiten, die damit Neugeschäft generieren und gleichzeitig durch die Weiterveräußerung von Teilen ihrer Darlehen an den Fonds ihre Eigenkapitalquote schonen. Konkret werden diese Banken den Fonds genau wie eine Bank einladen, sich an der Syndizierung eines Kredites zu beteiligen.

Die Entscheidung über ein Investment wird dabei, wie in Spezialfonds üblich, in einem Anlageausschuss gefällt, in dem die Fondsinvestoren Sitz und Stimme haben. Die Größe der einzelnen Finanzierungen wird im aktuellen Fall zwischen 20 und 40 Millionen Euro liegen. Dabei gilt die Grundregel: Es werden nur solche Finanzierungen erworben, bei denen man auch selber in das Objekt investieren würde.

Ein Darlehensfonds in der Form eines deutschen Spezialfonds ist im derzeitigen Marktumfeld eine interessante Investmentalternative. Die hohe Nachfrage aus der Branche zeigt, dass institutionelle Investoren sich intensiv mit dem Thema beschäftigen. Die Zeichen stehen gut, dass sich diese neue Assetklasse aber auch jenseits des aktuellen Marktumfelds etablieren wird.

#### Fußnote

<sup>1)</sup> Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen.