
IMMOBILIEN ZEITUNG

FACHZEITUNG FÜR DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT

Ein Beitrag aus der Immobilien Zeitung Nr. 9/12 vom 1.3.2012

www.immobilien-zeitung.de

REFINANZIERUNG

Kein Grund zur Panik

Bislang hat die von vielen gefürchtete Welle fällig werdender Immobilienkredite keine Schreckensmeldungen verursacht. Warum? Weil die Banken in vielen Fällen stillhalten und die niedrigen Zinsen die Anschlussfinanzierung erleichtern. Doch die große Bewährungsprobe steht noch aus: 80 Mrd. Euro müssen bis Ende 2013 refinanziert werden, davon rund 21 Mrd. Euro aus verbrieften Darlehen. Grund zur Panik? Offensichtlich nicht.

Die GSW meldete im Februar 2011 die Anschlussfinanzierung von 875 Mio. Euro, die Patrizia refinanzierte einen Monat später einen Kredit von 520 Mio. Euro, die IVG verlängerte im Oktober 2011 vorzeitig zwei Finanzierungen über zusammen 2 Mrd. Euro, Treveria im November ein verbrieftes Darlehen über 421 Mio. Euro – die Angst vor dem großen Knall scheint also unbegründet gewesen zu sein. „Wenn große Portfolios geplatzt wären, hätte man es mit Sicherheit gehört“, sagt Steffen Sebastian, Professor für Immobilienfinanzierung an der IREBS in Regensburg. Auch nach Beobachtung von Johann Berger, Immobilienvorstand der Landesbank Hessen-Thüringen, ist bisher „noch nichts Wildes“ passiert. „Das Damoklesschwert hängt aber weiterhin über uns“, glaubt er.

Denn was bis dato stattfand, war nur Vorgeplänkel: Nach Berechnungen von Jones Lang LaSalle (JLL) müssen 2012 und 2013 zusammen rund 80 Mrd. Euro deutsche Immobilienkredite refinanziert werden. Und die richtig dicken Schinken kommen erst noch. So werden bei der Gagfah 2013 auf einen Schlag mehr als 3 Mrd. Euro fällig. Bei der Deutschen Annington sind es sogar rund 4,5 Mrd. Euro, die 2013 eine Anschlussfinanzierung finden müssen.

Die schiere Größe dieser Darlehen ist das eine Problem. Die Tatsache, dass es sich um verbrieftes Kredite handelt, das andere. So gibt es bei dem Annington-Kredit insgesamt rund 150 Gläubiger. Die Verhandlungen um eine neue Finanzierungsstruktur, also nicht bloß eine Verlängerung des Darlehens zu den bisherigen Konditionen, gestalten sich entsprechend aufwendig.

Ein weiteres Problem: Viele Portfolios, die nun zur Verlängerung anstehen, sind in den Boomjahren zwischen 2003 und 2007 mit hohem Fremdkapitalhebel finanziert worden. Doch die Banken unterliegen in den kommenden Jahren strengeren Regulierungen. „Das heißt, ein hoher Finanzierungsbedarf trifft auf reduzierten Finanzierungswillen. Hier wird es große Anstrengungen geben müssen, die Herausforderungen auf viele Jahre zu verteilen“, weiß IREBS-Leiter Tobias Just. Sein Kollege Sebastian erwartet, dass es einige Immobilienengagements geben wird, die keine Anschlussfinanzierung erhalten

werden. „Die hätte man aber auch niemals finanzieren dürfen. Niemand glaubt aber, dass es flächendeckend zu Ausfällen kommen wird, weil die Refinanzierung nicht funktioniert.“

Curth C. Flatow, Gründer des Finanzierungsberaters FAP, erwartet, dass in 90% der Fälligkeiten Pfandbriefdeckungslücken auftauchen werden, die Kredite also nicht über erstrangige Hypothekendarlehen refinanziert werden können. Wer nicht gerade Eigenkapital nachschießen kann, muss also alternative Kapitalgeber finden. Flatow kennt zwei, drei ausländische Adressen, die „Geschäft suchen, das deutsche Banken nicht machen“. Für viele könnten aber auch die Versicherungen die Rettung sein.

Für die Assekuranz ist das niedrige Zinsniveau ein Dilemma, für die Immobilienbranche hingegen ein echter Glücksfall: Denn mit risikoarmen Investments können die Versicherer derzeit keine ausreichenden Renditen erzielen, um ihre Garantiezinsversprechungen auf der Kundenseite zu erfüllen. „Deswegen steigen Versicherungsgesellschaften zunehmend in Gewerbe- und sogar Mezzanine-Finanzierungen ein, wo sie eigentlich nichts zu suchen haben“, so IREBS-Professor Sebastian. Kreditvermittler Flatow weiß von zwei großen deutschen Versicherern, die sich für Kreditteile oberhalb der Pfandbriefdeckungsgrenzen interessieren. „Das heißt aber noch nicht, dass sie es auch machen werden“, dämpft er die Erwartungen.

Konkret sind dagegen die Pläne von Axa. Die Franzosen haben Anfang dieser Woche angekündigt, die Finanzierungsaktivitäten in Deutschland und Frankreich in diesem Jahr deutlich auszuweiten. Der 2005 aufgelegte Axa-Kreditfonds hat weitere 2 Mrd. Euro eingesammelt, teilte Axa mit. Das Geld soll nun in erstrangige Gewerbekredite gesteckt werden. In Deutschland hatte zuletzt auch die Allianz erklärt, das Immobilienfinanzierungsgeschäft weiter auszubauen.

Das aktuelle Zinsniveau ist also ein doppelter Hoffungsbringer. „Das Glück für die gesamte Branche sind die extrem niedrigen Basiszinssätze“, sagt Andreas Segal, Finanzvorstand der GSW Immobilien. Insbesondere für Wohnungsunternehmen, die mit geringen Margen operieren, sei die Finanzierung ein zentraler Performance-Faktor. „Das entscheidet über Wohl und Wehe“, so Segal. Auch Lars Wittan, designierter CFO der Deutschen Wohnen, freut sich über das günstige Basiszinzniveau. Dadurch könnten die derzeit gestiegenen Liquiditätskosten der Banken sowie die erhöhten Risikomargen durch entsprechende Hedging-Quoten ausgeglichen werden. So wurden 2011 Darlehen mit Konditionen zwischen 3,5% und 3,7% refinanziert und damit günstiger als die durchschnittliche Kondition von rund 4,1% für die gesamten Verbindlichkeiten der Deutschen Wohnen von derzeit rund 1,8 Mrd. Euro.

Die durch die gesunkenen Zinskosten gewonnene Liquidität können die Unternehmen zur Tilgung einsetzen, um damit die LTVs zu senken. Vor allem verbrieft Kreditportfolios haben mit hohen Ausläufen zu kämpfen. Die Ratingagentur Fitch erwartet aufgrund der im Schnitt auf 80% gestiegenen LTVs Probleme bei der Refinanzierung der von ihr gerateten CMBS-Tranchen. Nach internen Fitch-Berechnungen liegt der LTV im Mittel sogar bei 98%. „Es gibt eine Menge hochverschuldeter Strukturen, die Probleme bekommen werden, weil die Eigentümer nichts mehr reinstecken wollen“, sagt ein Marktkenner, der namentlich nicht genannt werden möchte.

Bislang wurden die Probleme häufig nach hinten verschoben und die Darlehen bei Fälligkeit verlängert. Das gilt nach Beobachtung von Patrick Mittmann, Rechtsanwalt bei Hogan Lovells, auch für nicht-verbrieft Darlehen aus den Jahren 2005 bis 2007. Es sei aber davon auszugehen, dass Verlängerungsoptionen des Darlehensnehmers, soweit sie in einigen Darlehensverträgen vorgesehen waren, in den meisten Fällen abgelaufen sind.

Schlechte Risiken bekommen Anschlusskredit

Nach Ansicht von Dirk Richolt, Finanzierungsexperte bei CBRE, hätten viele Banken gar keine andere Möglichkeit, als zu prolongieren. Wenn der Kreditnehmer in die Insolvenz getrieben würde, müssten die Banken die Kredite mit mehr Eigenkapital unterlegen. Das könnten sich viele Institute aber nicht leisten. Die Folgen sind paradox: Die schlechten Risiken werden verlängert, die guten Risiken im Zweifel nicht, um die Bilanz zu verkürzen. „Die werden im Zweifelsfall rausgeschmissen. Das habe ich schon in mehreren Fällen erlebt. Wir haben bei den Banken immer noch eine Phase des Nichtaufdeckenwollens von Verlusten“, sagt Irebs-Professor Sebastian. Allerdings würde sich für die guten Portfolios in der Regel ein anderer Kreditgeber finden.

Ein weiteres Argument für die Kreditverlängerung sind die höheren Kosten für die Zwangsmaßnahmen. Zudem werden die Marktwerte ruiniert, weshalb in vielen Fällen ein freihändiger Verkauf die bessere Alternative ist. „Eine Zwangsprolongation ist dann in Ordnung, wenn eine Perspektive da ist. Wenn das Eigenkapital und damit die Fähigkeit zur Instandsetzung der Immobilie fehlt, wird an allen Ecken und Enden gespart und damit ein Teufelskreis in Gang gesetzt, weil die Assetwerte nochmals nach unten gezogen werden“, sagt Arwed Fischer, Finanzvorstand der Patrizia.

Obwohl Banken dazu neigen, Kredite zu verlängern, eine „moralische Verpflichtung, sich an den Darlehensnehmer gebunden zu fühlen, gibt es auf Bankenseite nicht“, sagt Anne Schöning, Finanzierungsexpertin bei der Anwaltskanzlei Latham & Watkins. Jede Refinanzierung sei fast wie eine Erstfinanzierung und werde von den Banken auch so behandelt. Die Kreditgeber würden dabei regelmäßig versuchen, ihre Position zu verbessern. Dazu zählen Margenerhöhungen und die Nachprüfung und gegebenenfalls Aufstockung des Sicherheitenpakets. Nachverhandelt werde auch gerne bei der Kontenstruktur: Sobald der LTV oder die Kapitaldienstdeckungsquoten wackeln, würden die Konten gesperrt und Abbuchungen nur noch nach Absprache möglich. „Man sieht außerdem eine deutlich stärkere Asset-Management-Kompetenz in den

Banken. Banken sind durchaus bereit, in Problem-situationen, die Immobilien auch auf die eigenen Bücher zu nehmen“, sagt Schöning.

Refinanzierungslösungen frühzeitig anpacken

Auch wenn insbesondere bei den verbrieften Krediten viele Fälligkeiten erst ab dem nächsten Jahr anstehen, wäre es nach Ansicht von Hogan-Lovells-Anwalt Mittmann und seinem Kollegen Julian Fischer ein Fehler abzuwarten. „Niemand gibt zurzeit ein Darlehen von mehr als 1 Mrd. Euro, so gut das zugrundeliegende Immobilienportfolio auch sein mag“, sagt Fischer. Für alle Finanzierungen über 500 Mio. Euro müsste daher über andere Refinanzierungslösungen nachgedacht werden. Daher seien alle Beteiligten bereits in Überlegungen, wie das Problem gelöst werden kann.

Dazu zählen nach eigener Aussage auch die Gagfah und die Deutsche Annington mit ihren Milliardenbrocken. Über verschiedene Optionen werde mit den Gläubigern diskutiert, heißt es bei der Gagfah. Dazu zählen eine Teilablösung, eine Verlängerung zu gleichen oder ähnlichen Konditionen oder eine Kombination daraus. Es gebe grundsätzlich keine großen Hürden, die einer Lösung entgegenstehen, heißt es. Man sei zuversichtlich, vor der Fälligkeit zu refinanzieren, und das zu adäquaten Konditionen. Auch bei der Deutschen Annington ist man laut CFO Stefan Kirsten in guten Gesprächen. „Der Wille zur Einigung ist auf allen Seiten da. Das niedrige Zinsniveau hilft uns.“

CMBS-Refinanzierung von GSW als Blaupause?

Die GSW-Refinanzierung könnte die Blaupause für die Gagfah und Deutsche Annington sein: Im Februar 2011 hatte das Berliner Wohnungsunternehmen einen rund 890 Mio. Euro schweren CMBS-Kredit komplett abgelöst und in sechs Teilportfolios aufgeteilt, die von jeweils einer Bank finanziert wurden. Der Aufwand hat sich nach Ansicht von GSW-CFO Segal gelohnt: „Wir haben einen großen Kredit in kleine, bilaterale Pakete gewandelt. Das war auch ein Signal an den Kapitalmarkt: Auf der Finanzierungsseite sind wir dadurch stabil und langfristig finanziert.“

Das von JLL berechnete Fälligkeitsvolumen von 80 Mrd. Euro bis Ende 2013 wird von Bankkrediten nicht allein refinanziert werden können – da sind sich alle einig. Deswegen muss nach Ansicht von Irebs-Leiter Tobias Just die Branche stärker eigenkapitalfinanziert werden. „Dies ist durch eine einfache Anschlussfinanzierung der bestehenden Strukturen nicht möglich. Daher sollte mit den Banken über rasche Sofortmaßnahmen und mittel- bis langfristige Programme nachgedacht werden.“ Dann wird es nach den Worten eines ehemaligen Vorstandschefs eines großen Asset-Managers auch nicht zum „großen Knall“ kommen. Und offenbar geht das Spiel auf Zeit für einige doch noch auf. So haben sich nach Beobachtung des Berliner Sachverständigen Ulrich Werling in den letzten Monaten die Kapitalwerte positiv entwickelt. „Die Sorgen sind quantitativ geringer geworden“, sagt er und ergänzt: „Die guten Immobilien sind aus dem Schneider, aber die mit geschlossenen Augen finanziert wurden, haben es nach wie vor schwer.“ (nik)