

Duration, Konvexität und Refinanzierer-Diversifikation: Kredit-Portfoliomanagement für Immobilienprofis

Von Dr. Roger Stettler, Reto Bernet, 28.04.2021

Immobilien-Portfolios aus Renditeliegenschaften besitzen hohe implizite Zinsänderungsrisiken. Mit der gewählten Finanzierungsstrategie werden diese Risiken beeinflusst und können gezielt gesteuert werden. Eine Steuerung von Duration und Konvexität setzt immer auf der Portfolio-Ebene an und berücksichtigt unterschiedliche Zinsszenarien sowie die Steilheit der Zinskurve. Ebenso ist auf der Ebene des Portfolios eine angemessene Diversifikation der Refinanzierungspartner sinnvoll, mit einer Mischung von Refinanzierern.

Immobilien als Finanzinstrument

Der Wert einer Investitions-Immobilie (egal ob Residential, Commercial, Hospitality oder Spezialobjekte) ergibt sich finanzmathematisch durch den erwarteten zukünftigen Cashflow der Mietzinseinnahmen¹, einem möglichen Optionswert aufgrund einer Zusatznutzung (Möglichkeiten zur Steigerung der Netto

erträge durch Investitionen und/oder Erhöhung der Ausnutzung) sowie dem Diskontierungssatz. In der Praxis ist insbesondere der Diskontierungssatz – bestehend aus einem Basiszinssatz und



Reto Bernet, Partner & Head Mortgage Investment

der Risikoprämie – von erheblicher Bedeutung. Die positive Entwicklung der Immobilienpreise in der Schweiz der letzten 10 Jahre wurde massgeblich durch den sinkenden risikofreien Zins getrieben.

Immobilien sind daher erheblich abhängig von der Entwicklung des Zinsmarktes. In der Schweiz gehen Studien für Commercial Real Estate von einer Zinssensitivität von im Durchschnitt ca. 13% aus – eine Veränderung des Diskontierungssatzes um 1% löst also eine Wertveränderung von 13% aus.² Abhängig von der Ausgestaltung der Mietverträge und dem

¹ Welche wiederum beeinflusst werden durch Angebots- und Nachfrageveränderungen beim Angebot und den dadurch ausgelösten Veränderungen bei den durchsetzbaren Preisen bei Bestands- und Neumietverträgen.

² Siehe Chaney, A. & Hoesli, M., "The Interest Rate of Real Estate", *Journal of Property Research* 27,1, 2010, S. 61-85

einzelnen Objekt ist die erwartete Duration auch höher oder niedriger.

«Eine Immobilie hat also eine ähnliche modified Duration wie eine Schweizer Bundesanleihe von ca. 14 Jahren»

Als Faustregel ist die Duration am höchsten im Residential-Bereich, gefolgt vom Commercial-Segment. Bei Hospitality und Industrial ist die Zinsänderungssensitivität geringer, dafür sind hier andere Risiken bedeutsamer.

Eine Immobilie hat also eine ähnliche modified Duration wie eine Schweizer Bundesanleihe von ca. 14 Jahren. Wir gehen davon aus, dass im aktuellen Zins- und Marktumfeld die Duration insbesondere bei Wohnobjekten noch höher liegt.

Kredite führen (meist) zu höherer Duration

Finanzmathematisch stellt ein Kredit einen Leerverkauf einer risikofreien Anleihe dar. Entsprechend verändert sich auch der Wert einer Festhypothek mit der Veränderung des Marktzinses. So wird der Barwert einer 10-jährigen Hypothek im aktuellen Niedrigzinsumfeld bei einem Anstieg des Marktzinses um 1% nahezu 10% an Wert verlieren, obwohl sich selbstverständlich das Cashflow-Profil des Kredits nicht verändert.

Eine Hypothek senkt somit auf den ersten Blick das Zinsänderungsrisiko eines Objektes ab. Jedoch ist damit auch das risikotragende Eigenkapital reduziert – und das Durationsrisiko des Eigenkapitals bleibt für den Investor die einzig relevante Grösse. Siehe dazu das untenstehende Rechenbeispiel.

Abbildung 1: Durationsrisiko des Eigenkapitals

Aktiven	Immobilie, 0% Finanzierung	Passiven
Immobilie 2 Mio. (D: 12 J)		Eigenkapital 2 Mio. (D: 12 J)
Aktiven	Immobilie, 50% Finanzierung	Passiven
Immobilie 2 Mio. (D: 12 J)		Finanzierung 1 Mio. (D: 10 J)
		Eigenkapital 1 Mio. (D: 14 J)
Aktiven	Immobilie, 75% Finanzierung	Passiven
Immobilie 2 Mio. (D: 12 J)		Finanzierung 1,5 Mio. (D: 5 J)
		Eigenkapital 0,5 Mio. (D: 33 J)

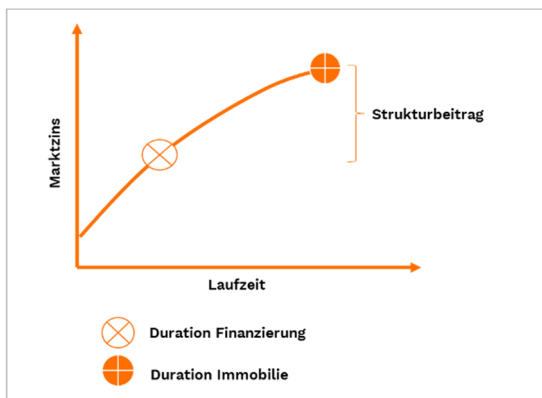
Eine Kombination aus hoher Belehnung und Finanzierung mit kurzer oder mittlerer Duration führt in der Praxis zu einer sehr hohen Duration des Eigenkapitals, wir beobachten in der Praxis Werte von teilweise über 30%. Mit einer solchen Positionierung ist die Verwundbarkeit gegenüber einem Zinsanstieg sehr hoch, aber ein sinkendes Zinsniveau führt zu enormen Wertsteigerungen.

Steilheit der Zinskurve

Eine hohe Duration auf das Eigenkapital stellt ein Risiko dar. Der Investor wird dafür entschädigt mit einer Zinersparnis durch die Steilheit der Zinskurve. In der Praxis übertreffen die 10-Jahres-SWAP-

Sätze praktisch immer die kurzfristigen Zinsen (z.B. 3-Monate LIBOR/SARON). Im Zeitraum vom 1.1.2010-31.12.2020 betrug die mittlere Zinsdifferenz zwischen dem 10-Jahres-SWAP und dem 3-Monats-LIBOR 117 Basispunkte.

Abbildung 2: Zinskurve und Strukturbeitrag



Ein Immobilienanleger wird – ausser er setzt sehr langfristige Hypotheken ein – in der Praxis von dieser Steilheit profitieren, da die Finanzierung immer eine kürzere Duration aufweisen wird als die Anlage. Ein Immobilienanleger profitiert somit – wie eine Bank – von einem so genannten Strukturbeitrag. Bei einer Strukturierung der Refinanzierung kann dieser Strukturbeitrag gezielt optimiert werden – als Faustregel gilt: Je steiler die Zinskurve, desto höher die Möglichkeiten, einen positiven Strukturbeitrag zu erzielen.

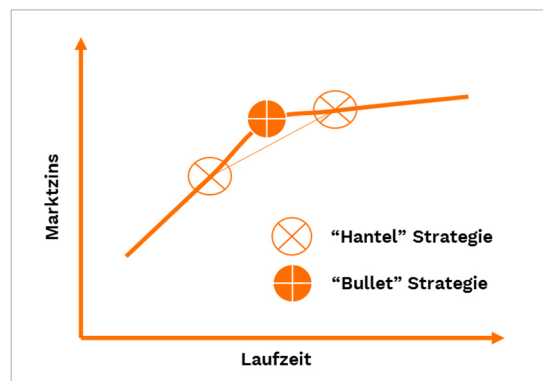
Konvexität der Zinskurve

Die Konvexität misst die «Krümmung» der Zinskurve. Diese Krümmung kann ebenfalls in der Refinanzierung eingesetzt werden, entweder durch eine so genannte «Bullet»-Strategie (also z.B. ein Kredit mit einer modified Duration von 5) oder einer

«Hantel»-Strategie (als je 50% mit Duration 3 und 7). Als Faustregel gilt: Eine Bullet-Strategie führt zu einer höheren Zinsbelastung, aber einer für den Schuldner leicht günstigeren Entwicklung bei Zinsänderungen.

Wir raten im Allgemeinen davon ab, pro Objekt Finanzierungen mit unterschiedlichen Laufzeiten zu wählen (mit Ausnahme von per Definition kurzfristigen Mezzanine-Tranchen), da dadurch die Flexibilität bei Neuverhandlungen reduziert wird. Bei grösseren Portfolien kann eine «Hantel-Strategie» aber durch die Wahl unterschiedlicher Durations bei unterschiedlichen Objekten umgesetzt werden.

Abbildung 3: Unterschiedliche Strategien



Ausfall trotz positivem Cashflow

Bei jedem teilweise mit Kredit finanzierten Aktivum muss der Kreditnehmer 2 Dinge optimieren: Cashflow und die Belehnungshöhe.

Ein positiver Cashflow auf das Konstrukt bedeutet im Fall von Immobilien, dass die nachhaltigen Mietzinseinnahmen die Finanzierungskosten sowie die laufend benötigten Unterhaltskosten übertreffen.

Dieser Cashflow ist in der Praxis bei qualitativ hochwertigen Immobilien und einer längerfristigen Finanzierung erfahrungsgemäss auf Jahre hinaus berechenbar und unkritisch.

Demgegenüber steht das Risiko der Belehnungshöhe. Bei einem Rückgang des Wertes einer Immobilie, z.B. durch einen kurzfristigen Anstieg der Zinsen, besteht das Risiko, dass in der Finanzierung definierte Verhältnisse zwischen Kredit und Immobilienwert nicht mehr gegeben sind. Finanzierungsgeber haben damit bei den heute üblicherweise in der Schweiz verwendeten Kreditverträgen die Möglichkeit, auch während einer Festhypothek ausserordentliche Amortisationen zu verlangen. Im Prinzip müssten Banken dabei auch berücksichtigen, dass bei einem Anstieg der Marktzinsen auch der Barwert der Hypothek fällt.

In jedem Fall ist ein positiver Cashflow aus Vermietung zwar positiv für die Ertragslage, aber dennoch ist aufgrund einer ungünstigen Wertentwicklung selbst bei einem auf absehbarer Zeit positiven Cashflow ein Ausfall möglich.

Diversifikation der Refinanzierer

Das Risiko, bei einer Verlängerung oder ausserordentlichen Amortisation keine geeignete Anschlussfinanzierung zu erreichen, stellt das Prolongationsrisiko (Verlängerungsrisiko) dar. Auch wenn in den letzten 20 Jahren in der Schweiz aufgrund der stetig steigenden Immobilienpreise diese Fälle selten waren, zeigt doch die Erfahrung z.B. aus der Finanzmarktkrise 2008/2009 in diversen euro-

päischen Staaten sowie der USA, dass sich die Marktgegebenheiten sehr schnell verändern können.

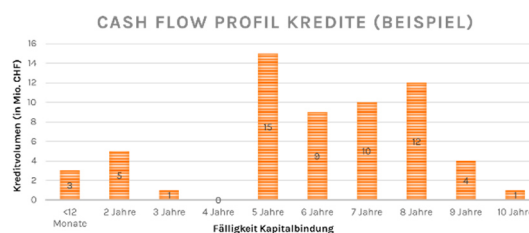
«Eine Diversifikation der Refinanzierungspartner senkt das Verlängerungsrisiko im Portfolio»

Eine reine Steuerung der Duration und Konvexität eines Portfolios in Kombination mit einer Minimierung der bezahlten Risikoprämien vernachlässigt das Verlängerungsrisiko und die unterschiedlichen und im Zeitablauf instabilen Risikopräferenzen der Gegenparteien.

Die historische Erfahrung in der Schweiz und im Ausland zeigt, dass das Verhalten der Gegenparteien unterschiedlich ist und sich die Risikopräferenzen und -Tragfähigkeit nicht gleichförmig ist. Ebenfalls unterscheiden die Anbieter in Krisensituationen stärker zwischen Neu- und Bestandskunden als im Aufschwung.

Zur Bewältigung dieses Risikos lohnt sich somit nicht nur eine Diversifikation der Refinanzierungspartner, sondern dabei auch besonders auf eine Mischung von «Partner-Typen» zu achten.

Abbildung 4: Beispiel Cashflow



Eine Mischung aus Grossbanken, Regionalbanken, Auslandsbanken, Versicherungen und Alternativen Finanzierungspartnern (z.B. Pensionskassen) ist deutlich stabiler als z.B. eine einseitige Refinanzierung nur über Grossbanken. Ebenfalls kann es sinnvoll sein – vor allem wenn das Portfolio ausgebaut werden soll – gezielt Geschäftsbeziehungen zu Anbietern von Bridge Loans und Mezzanine-Finanzierungen zu pflegen.³ Dadurch wird ein entsprechender Track-record geschaffen.

Portfoliosicht anstatt Optimierung Einzelobjekt

Auch manche grösseren Immobilieninvestoren betrachten heute noch jedes Objekt als eigenständiges Investment mit einer eigenen Refinanzierung. Bei einem einzelnen Entwicklungs- oder Promotionsprojekt oder wenn ein Portfolio aus einem einzigen Objekt bestehen soll, ist diese Sichtweise zentral.

Bei einem aus zahlreichen Objekten und damit Finanzierungen bestehenden Portfolio ist hingegen die Ausgestaltung der Refinanzierungsstruktur relevant. Durch eine gezielte Steuerung der Duration und von Konvexität und einer Diversifikation der Refinanzierungspartner kann das Portfolio krisensicherer und/oder ertragsreicher ausgestaltet werden.

Wichtigste Faktoren in der Steuerung der Refinanzierung von Immobilien

- Aktives Management **Duration des Eigenkapitals**
- Aktive Positionierung auf der Zinskurve, insbesondere **Strukturbeitrag und Konvexität**
- Aktives **Cashflow-Management** und **Diversifikation der Refinanzierungspartner**

Hyrock ist ein unabhängiger Hypothekarexperte für anspruchsvolle private und institutionelle Kunden in der Schweiz an den Standorten Zürich, Schindellegi und Genf. 2020 hat Hyrock für seine Kunden insgesamt über CHF 850 Millionen Finanzierungslösungen realisiert mit einem durchschnittlichen Volumen von CHF 7 Millionen pro Transaktion. Hyrock verwaltet mehrere grosse Hypothekarportfolios mit einem durchschnittlichen Portfoliovolumen von CHF 200 Mio.
www.hyrock.ch

³ Siehe dazu auch: Bridge Loans – das Instrument der Immobilien-Profis
https://www.hyrock.ch/media/bridge_loans_de.pdf