

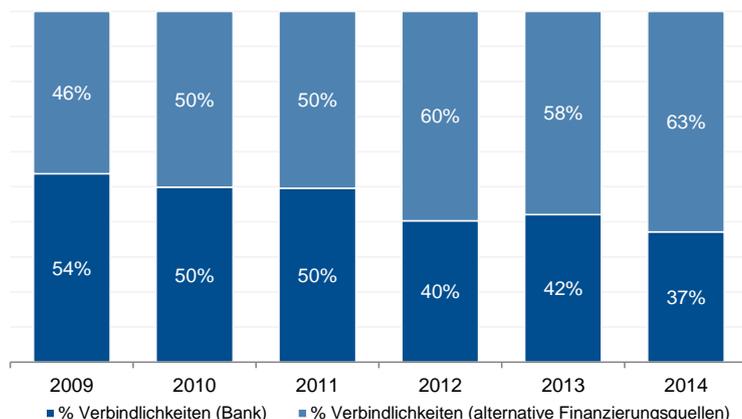
Für die größten europäischen Immobilienunternehmen gewinnen alternative Finanzierungsquellen zunehmend an Bedeutung. Die Gründe für diesen Trend sind zum einen die bewusste Reduzierung gewerblicher Immobilienfinanzierung zahlreicher Banken und zum anderen die Suche von Versicherungen, Pensionskassen und anderen institutionellen Investoren nach Renditequellen im Niedrigzinsumfeld. Scope ist der Meinung, dass Kreditnehmer von der größeren Palette an potentiellen Finanzierungsquellen profitieren werden.

Die nach Börsenkapitalisierung zehn größten europäischen Immobilienunternehmen („Top 10“) verlassen sich bei der Aufnahme von Fremdkapital immer weniger auf Banken. Während 2009 der Anteil der bankfinanzierten Verbindlichkeiten noch bei 54% lag, waren es 2014 nur noch 37%. Dies stellt eine signifikante Änderung der Verbindlichkeitenstruktur der betrachteten Unternehmen dar.

Auch absolut betrachtet schrumpft das Volumen an ausstehenden Bankverbindlichkeiten: Im Jahr 2009 zeigten die Bilanzen der zehn Unternehmen zusammen Bankverbindlichkeiten in Höhe von 26,4 Mrd. Euro. 2014 waren es nur noch 19,4 Mrd. Euro. Dies entspricht einem Rückgang um 7,0 Mrd. Euro bzw. 27% seit 2009.

Auf der anderen Seite werden alternative Finanzierungsquellen immer wichtiger. 2009 betrug ihr Anteil an den gesamten Verbindlichkeiten 46%. Im vergangenen Jahr waren es fast zwei Drittel. Absolut betrachtet entspricht dies einem Wachstum von 22,8 Mrd. auf 32,8 Mrd. Euro.

Abbildung 1: Verbindlichkeitenstruktur Top 10



Quellen: Geschäftsberichte/Jahresabschlüsse betrachteter Unternehmen, Scope Ratings

Versechsfachung der Kapitalmarkttransaktionen seit 2009

Neben alternativen Darlehensgebern (wie zum Beispiel Versicherungen oder Kreditfonds) ist der direkte Zugang zum Kapitalmarkt die wichtigste alternative Fremdkapitalquelle. Insbesondere Schuldverschreibungen, wie Medium-Term-Notes, Wandelschuldverschreibungen und Commercial Paper werden von den zehn größten europäischen Immobilienunternehmen genutzt, um sich Fremdmittel über den Kapitalmarkt zu beschaffen.

Analyst

Philipp Wass

Associate Director
+49 (0)30 27891-253
p.wass@scooperatings.com

Presse

André Fischer

+49 (0)30 27891-150
a.fischer@scooperatings.com

Scope Ratings AG

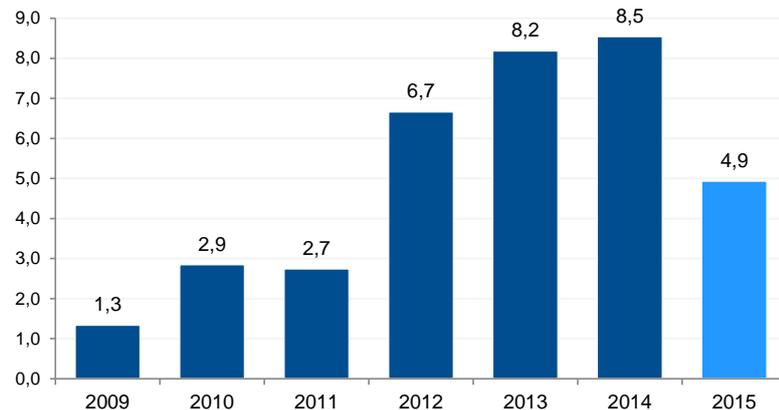
Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Phone +49 (0)30 27891-0
Fax +49(0)30 27891-100
Service +49(0)30 27891-300

info@scooperatings.com
www.scooperatings.com

Das Volumen der von den zehn größten Immobilienunternehmen begebenen Schuldverschreibungen hat sich innerhalb 6 Jahren von 1,3 Mrd. auf 8,5 Mrd. Euro mehr als versechsfacht (Abbildung 2). Rund 80% dieser über den Kapitalmarkt emittierten Schuldpapiere notieren in Euro. Die durchschnittliche Laufzeit der Neuemissionen lag bei 8,5 Jahren.

Abbildung 2: Emissionsvolumen Kapitalmarktverbindlichkeiten (Mrd. Euro) der Top 10



Quellen: Geschäftsberichte/Jahresabschlüsse betrachteter Unternehmen, Scope Ratings, Bloomberg (26.06.2015)

Abbau des Kreditexposures im Immobilienbereich als Folge der Finanzkrise

Die massive Reduzierung des Kreditexposures im Immobilienbereich („CRE Loans“) bzw. der Marktaustritt einzelner europäischer Banken in Reaktion auf die Finanzkrise ist nach Scopes Meinung ein wichtiger Faktor, der für den Rückgang des Bankenanteils an der Finanzierung der Immobilienunternehmen verantwortlich ist.

Im Jahr 2010 hatten z. B. Banken, die über einen offiziellen Vermögensabbauplan zur Bilanzreduzierung verfügten, 771 Mrd. Euro an Kreditexposure im Immobilienbereich auf ihren Büchern. Von diesem Exposure wurde bis 2014 bereits über ein Drittel abgebaut. Dieser massive Rückgang wurde nicht durch andere Kreditinstitute ausgeglichen.

Reduzierung risikogewichteter Aktiva als Folge von Basel III

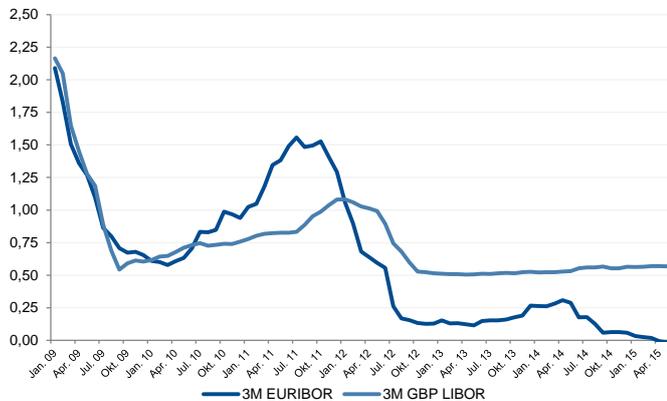
Eine Ursache für die deutliche Reduzierung des Kreditexposure im Immobilienbereich ist u.a. die Regulierung nach Basel III, die eine sukzessive Anhebung der Kapitalunterlegung für risikogewichteten Aktiva von 3,5% (2013) auf 7,0% im Jahr 2019 verlangt (4,5% Mindestkernkapital + 2,5% Kapitalerhaltungspuffer).

Da CRE Loans regulatorisch als risikoreiche Aktiva klassifiziert werden, wollen insbesondere Banken mit einer schwachen Kapitalausstattung diese Vermögensklasse abbauen.

Niedrigzinsumfeld verstärkt Trend zur Finanzierung über den Kapitalmarkt

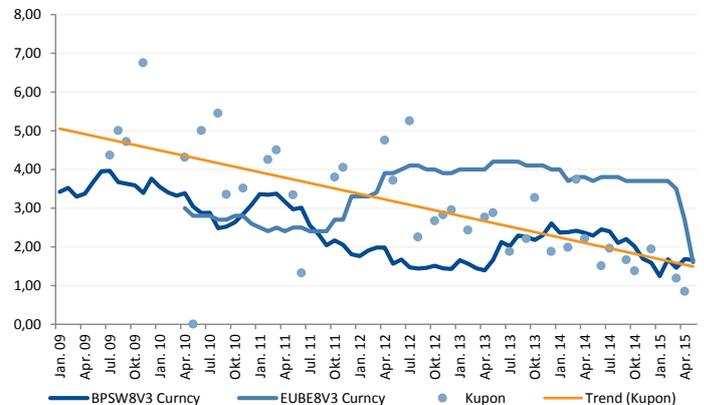
Das Niedrigzinsumfeld (vgl. Abbildung 3) in Europa verstärkt nach Scopes Meinung, einhergehend mit der durch Basel III forcierten Reduzierung der risikogewichteten Aktiva von Banken, den Trend der Finanzierung über den Kapitalmarkt bzw. alternative Darlehensgeber.

Abbildung 3: Geldmarktzinsen Euro und britisches Pfund (%)



Quellen: Geschäftsberichte/Jahresabschlüsse Top 10, Bloomberg (10.06.2015)

Abbildung 4: Kupons Kapitalmarktverbindlichkeiten vs. laufzeitkongruente Zinsswaps



Quelle: Bloomberg (26.06.2015)

„Search for Yield“

Finanzierung von Immobilienunternehmen attraktiv für Institutionelle

Die Suche der Immobilienunternehmen nach Alternativen zum Bankkredit trifft auf der Investorensseite auf Versicherungen, Pensionskassen und andere institutionelle Investoren, die auf der Suche nach Renditequellen sind. Mit derzeit vergleichsweise geringere Renditeanforderungen und einem längeren Investitionshorizont präferieren sie Fixed Income Produkte.

Als sinnvolle Erweiterung zur Diversifizierung bei den Fixed Income Produkten gerät seitens dieser Investorengruppe zusehends der lt. AEW Europe 2,5 Billionen Euro große Markt der Immobilienfinanzierung ins Blickfeld.

Der Schwenk zu Immobilienfinanzierung durch oben genannte Investorengruppe wird auch durch Solvency II begünstigt, da das Verhältnis zwischen der erwarteten Rendite und den Kapitalkosten für Versicherungen und Pensionskassen -insbesondere für Immobiliendarlehen des Investment Grade Bereichs- im Vergleich zu anderen Anlageklassen, z. B. dem direkten Immobilieninvestment oder Verbriefungen, vorteilhaft ist.

Der seit 2012 verstärkte Markteintritt dieser Investorengruppe und die damit einhergehende Erhöhung der Nachfrage nach Fixed Income Produkten im Immobilienbereich, führte nach Scopes Meinung zu den beobachteten sinkenden Renditen (Abbildung 4).

Kapitalmarktfinanzierungen günstiger als Bankenfinanzierungen

So war es insbesondere ab 2012 für europäische Immobilienunternehmen sinnvoll, sich über den Kapitalmarkt in Euro zu refinanzieren, da bei Bankenfinanzierungen, unter Annahme einer fristenkongruenten Refinanzierung, vgl. teurer waren (Abbildung 4).

Auswirkungen auf Credit Rating

Zunehmende Finanzierungsvielfalt ist credit positive

Die Zunahme an alternativen Finanzierungsquellen sieht Scope grundsätzlich positiv, da somit die Abhängigkeit von einzelnen Darlehensgebern reduziert wird.

Derzeit nutzen insbesondere im Investment Grade Bereich geratete Immobilienunternehmen die Möglichkeit sich über den Kapitalmarkt oder institutionelle Investoren/alternative Darlehensgeber zu finanzieren. Im europäischen High-Yield Bond Bereich ist der Marktanteil der

Immobilienunternehmen mit 1,0% (Quelle: Bloomberg 15.06.2015) jedoch marginal. Scope erwartet jedoch eine sukzessive Erweiterung des Fokus von institutionellen Investoren auf den oberen High-Yield Bereich (bis BB-).

In der Regel wirken sich insbesondere die gleichzeitig zu beobachtenden sinkenden Finanzierungskosten positiv auf das Financial Risk Profile von Immobilienunternehmen aus.

Ausblick

Scope erwartet, dass sich das Wachstum der alternativen Finanzierungen verlangsamen wird. Dies geht einher mit der Belebung der Aktivitäten von traditionellen Banken. Ein Grund für die Belebung ist deren zunehmende Wettbewerbsfähigkeit die durch sinkende Finanzierungskosten sowie die abnehmenden Zielrenditen unterstützt wird.

Letztlich wird der europäische Markt der gewerblichen Immobilienfinanzierungen einen größeren und vielfältigeren Pool von Kreditgebern umfassen, in dem Banken weiterhin die Hauptrolle übernehmen werden. Scope ist der Meinung, dass die Kreditnehmer von der größeren Palette an potentiellen Finanzierungsquellen profitieren werden.

Verlangsamtes Wachstum alternativer Finanzierungsquellen

Zukünftig vielfältigerer Pool von Finanzierungsquellen

Top 10 gelistete Immobilienunternehmen Europas

Unternehmen	Marktkapitalisierung ³⁾ Mio. Euro	Finanzierungsanteil	
		Bank	Alternativ
1 Unibail-Rodamco SE	22.186	16%	84%
2 Land Securities Group plc	13.608	16%	84%
3 Deutsche Annington Immobilien SE + Gagfah S.A.	13.063	41%	59%
4 Klépierre S.A. + Corio N.V. ¹⁾	12.285	23%	77%
5 The British Land Company plc	11.564	34%	66%
6 Deutsche Wohnen AG	7.315	86%	14%
7 Gecina SA	7.273	29%	71%
8 Hammerson plc	6.885	10%	90%
9 Intu Properties plc	5.875	29%	71%
10 Fonciere des Region S.A.	5.101	73%	27%

¹⁾ Bloomberg 10.06.2015



Scope Ratings AG

Lennéstraße 5

10785 Berlin

T: +49 (0)30 27891-0

F: +49 (0)30 27891-100

Service: +49 (0)30 27891-300

The Gridiron Building

8th floor

One Pancras Square,

London, N1C 4AG

T: +44 207 554 8638 / +44 207 554 8615

info@scoperatings.com

www.scoperatings.com

Disclaimer

© 2015 Scope Corporation AG and all its subsidiaries including Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Capital Services GmbH (collectively, Scope). All rights reserved. The information and data supporting Scope's ratings, rating reports, rating opinions and related research and credit opinions originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope cannot however independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Scope's ratings, rating reports, rating opinions, or related research and credit opinions are provided "as is" without any representation or warranty of any kind. In no circumstance shall Scope or its directors, officers, employees and other representatives be liable to any party for any direct, indirect, incidental or otherwise damages, expenses of any kind, or losses arising from any use of Scope's ratings, rating reports, rating opinions, related research or credit opinions. Ratings and other related credit opinions issued by Scope are, and have to be viewed by any party, as opinions on relative credit risk and not as a statement of fact or recommendation to purchase, hold or sell securities. Past performance does not necessarily predict future results. Any report issued by Scope is not a prospectus or similar document related to a debt security or issuing entity. Scope issues credit ratings and related research and opinions with the understanding and expectation that parties using them will assess independently the suitability of each security for investment or transaction purposes. Scope's credit ratings address relative credit risk, they do not address other risks such as market, liquidity, legal, or volatility. The information and data included herein is protected by copyright and other laws. To reproduce, transmit, transfer, disseminate, translate, resell, or store for subsequent use for any such purpose the information and data contained herein, contact Scope Ratings AG at Lennéstraße 5 D-10785 Berlin.