

REITs Anleihen: Chancen nach dem Sturm

Anleihen von Immobilienbetreibern haben die letzten zwei Dekaden eine bewegte Reise hinter sich. Auf das Platzen der Immobilienblase folgte 2008 die globale Finanzkrise und 2011 die Eurokrise. Im Niedrigzinsumfeld danach emittierten Immobilienunternehmen zunehmend hohe Anleihevolumina. Nach einem Abverkauf von Immobilienanleihen in der Corona-Krise 2020 und der darauffolgenden Erholung, stiegen deren Risikoprämien jüngst auf den höchsten Stand seit der Finanzkrise. Die Märkte fürchten die Folgen steigender Finanzierungskosten, hoher Inflation und einer Abkühlung der Wirtschaft. Wir erachten diese Ängste als überzogen und attraktiv gepreiste REITs-Segmente („Real Estate Investment Trusts“) wie Logistik und Rechenzentren als zunehmend interessant.

Immobilienbetreiber für Anfänger

Real Estate Investment Trusts (REITs) sind am Markt gelistete Unternehmen, die Immobilien besitzen und vermieten. Sie erwirtschaften laufende Mieterträge, Zinsgewinne und schütten diese mehrheitlich als Dividenden aus. Zudem partizipiert sie an der Wertsteigerung der Immobilien. Je nach nationaler Regelung ist auch die maximale Verschuldung dieser Unternehmen begrenzt. Im Gegenzug für die Einhaltung dieser und anderer Einschränkungen sind REITs von der Besteuerung auf Unternehmensebene befreit.¹ Somit ist der REIT ein für Investoren spannendes Vehikel, um mit eingebautem Hebel in Immobilien zu investieren. Es sind die Anleihen genau dieser Unternehmen, die hier im Fokus stehen.

REITs-Anleihen unterscheiden sich von Mortgage-REITs. Diese Vehikel investieren nicht direkt in Immobilien, sondern in Wertpapiere, welche sowohl physisch, als auch synthetisch am Immobilienmarkt partizipieren. Synthetisch bedeutet, dass das Vehikel verbrieft Pakete an Krediten, wie zum Beispiel Mortgage Backed Securities, hält. Damit droht im Insolvenzfall eine niedrigere Erlösquote als bei REITs-Anleihen. Zudem unterliegen Mortgage-REITs weniger gesetzlichen Restriktionen, sodass im Zusammenspiel mit erhöhter Komplexität des zugrundeliegenden Anlagevermögens der Anleger das tatsächliche Risiko schwerer einschätzen kann.

Des Weiteren ist es wichtig, REITs als Immobilienbetreiber von Immobilienentwicklern zu unterscheiden, deren operatives Geschäft aus dem Bau von Immobilien und deren gewinnbringender Veräußerung besteht. Auch klassische REITs entwickeln mitunter Immobilien aber mit der Intention zur anschließenden Vermietung. Immobilienentwickler erwirtschaften in guten Zeiten hohe Kapitalrenditen, doch leiden sie auch in einer Wirtschaftsabschwächung stärker. Denn sie generieren keine überbrückenden und regelmäßigen Erträge in Form von Mieten und müssen zudem hohe Rabatte auf noch nicht verkaufte Immobilien gewähren, wenn die Nachfrage nach Neubauten sinkt. Aktuell dürften sie zudem unter den rasant steigenden Baumaterialpreisen und Lieferengpässen leiden.

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

*Im Rahmen von **Insights** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens*

REITs ermöglichen es Anlegern börslich am Immobilienmarkt zu partizipieren – wir fokussieren auf die Anleihen dieser Unternehmen

Mortgage-REITs sind nicht REITs-Anleihen

REITs als Immobilienbetreiber sind von Immobilienentwicklern mit deutlich anderem ökonomischen Exposure zu unterscheiden

¹ Nicht alle Unternehmen die Immobilien besitzen und betreiben erfüllen diese Bedingungen und sind damit REITs. Wir verwenden die Begriffe REITs und Immobilienbetreiber sowie REITs-Anleihen und Immobilienanleihen synonym.

Bei den REITs sind in unterschiedlichen Segmenten des Marktes operativ tätig (Abb. 1). Zu den gewöhnlichsten Sektoren gehören Büro-, Wohn-, Einzelhandelsflächen aber auch spezialisiertere Segmente wie Rechenzentren und Funkmasten. REITs sind hierbei entweder in ausschließlich einem Sektor unterwegs (sogenannte Pure Plays) oder diversifiziert über mehrere Anlageklassen hinweg. Unterschiedliche Werttreiber prägen die einzelnen Sektoren. Während bei Büroflächen zum Beispiel der Standort die mitunter wichtigste Rolle spielt, ist der Unternehmensgewinn bei Funkmasten-REITs stark an dem säkularen Trend zu steigender mobiler Datenübertragung zurückzuführen.

REITs können spezialisiert in einem oder diversifiziert in mehreren Immobilien-Segmenten operativ tätig sein

Abb. 1: Gängige REITs-Sektoren

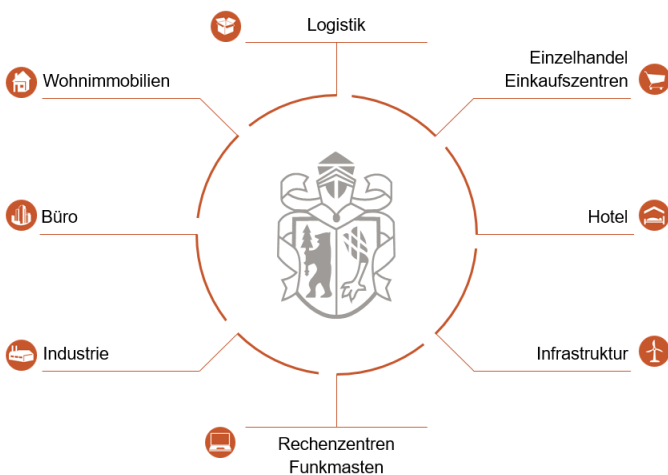
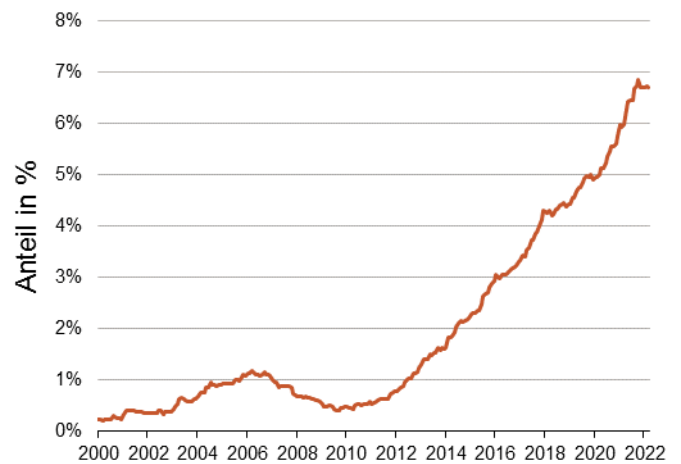


Abb. 2: Anteil der Immobilienanleihen am europäischen Unternehmensanleihenmarkt ist stark gewachsen

Entwicklung des Anteils vom ICE BofA Euro Real Estate Index am Investment Grade ICE BofA Euro Corporate Index (in %)



Daten per: 31.08.2022
Quelle: ICE, Berenberg

Der rasante Aufstieg des Segments der Immobilienanleihen

Zur Jahrtausendwende war der europäische Immobilienmarkt noch deutlich fragmentierter als heute und viele Immobilienunternehmen finanzierten sich über Bankkredite. Die darauffolgende Privatisierungswelle von kommunalen Wohnungsbeständen und sonstigen Immobilien aus öffentlicher Hand führte zu einer Konsolidierungswelle hin zu größeren, kapitalmarktreifen Unternehmen, die sowohl am Aktienmarkt gelistet wurden als auch zunehmend Anleihen emittierten. So versechsfachte sich zwischen den Jahren 2000 und 2006 der Anteil von Investment-Grade-Anleihen aus dem Immobiliensektor im Verhältnis zum gesamten europäischen Investment Grade Unternehmensanleihenmarkt. Nach dem Platzen der globalen Immobilienblase war dieser Trend zunächst rückläufig. Ab 2010 zeigte sich dann aber wieder starkes Wachstum (Abb. 2).

Das darauffolgende Niedrigzinsumfeld schickte Investoren auf die Jagd nach Rendite. Für institutionelle Investoren wie Versicherer und Pensionskassen waren REITs-Anleihen aufgrund der guten Kreditratings, stabiler und visibler Cash-Flows und der vermeintlich hohen Verwertungsquote im Insolvenzfall eine interessante Anlageklasse. Zudem entschieden sich die gleichen Investoren häufig auch direkt in Immobilien zu investieren, um über Mieterträge die benötigte Effektivverzinsung ihrer Anlagemittel zu erzielen. Diese Investitionen wurden wiederum auch in gewissem Maße mit Fremdkapital finanziert, sodass neu emittierte Anleihen aus diesem Segment den Markt fluteten. Immobilienunternehmen stellen demnach mittlerweile

Anleiheninvestoren sahen im Immobiliensektor eine Möglichkeit im Niedrigzinsumfeld eine zufriedenstellende Rendite ihrer Anlagemittel zu erzielen

Immobilienanleihen stellen den viertgrößten Sektor bei Unternehmensanleihen



nach Finanzunternehmen, Versorgern und Konsumgütern den viertgrößten Sektor am gesamten Investment-Grade-Anleihemarkt dar.

Tabelle 1: Immobilienanleihen mit verhältnismäßig attraktiver Verzinsung

| | Immobilien- Anleihen | Unternehmens- anleihen |
|----------------------------------|-------------------------|---------------------------|
| Effektiv-Verzinsung | 4,37% | 3,23% |
| Effektive Duration | 5,17 | 4,80 |
| Durchschnittliches Rating | BBB+ | A- |
| Risiko-Aufschlag in Basispunkten | 305 | 197 |
| Anzahl Anleihen im Index | 339 | 3963 |

Daten per: 31.08.2022
Quelle: ICE

REITs müssen ohnehin schon aufgrund ihrer komplexen Organisationsstruktur und erhöhter Zinssensitivität Investoren mit einem höheren Risikoaufschlag entlohnen. Durch das stetig ansteigende Neuemissionsvolumen verlangten Investoren jedoch nochmals höhere Risikoaufschläge. Die Verzinsungsniveaus stellten dennoch historisch günstige Finanzierungskonditionen für Immobilienbetreiber dar. Gleichzeitig wurde die Anlageklasse für Renteninvestoren angesichts der höheren Effektivverzinsung und sich verbessernder Risikokennzahlen, wie ein sinkender Verschuldungsgrad, zunehmend attraktiv. Dies führte zu einem sich selbst verstärkenden Zyklus.

Hinzu kam der Trend zur nachhaltigen Kapitalanlage. Oftmals genügt das Einhalten von aktuellen Neubaustandards bezüglich Energieeffizienz, Energiesuffizienz oder genutztem Baumaterial, damit eine Immobilie als nachhaltig klassifizierbar ist. So kann sogar eine Bestandsimmobilie, die aktuellen Nachhaltigkeitsstandards entspricht, nach einem gängigen Green Framework als nachhaltig umklassifiziert und dann mit einer neuen grünen Anleihe refinanziert werden. Emittenten, die dem Nachhaltigkeitstrend folgten, erfreuten sich erhöhter Nachfrage und setzten damit auch für sich günstigere Finanzierungskonditionen durch. Ende August diesen Jahres waren Immobilienanleihen doppelt so hoch in ESG Indizes gewichtet wie in breiten Unternehmensanleihen Indizes.

Risikoaufschläge von Immobilienanleihen aktuell auf dem höchstem Niveau seit der Finanzkrise – deutlich höher als bei anderen Unternehmensanleihen

Im Corona-Jahr 2020 trafen die Lockdowns besonders den Einzelhandel und die Hotelindustrie mit voller Wucht. Mit umfangreichen Möglichkeiten für Arbeitnehmer von Zuhause aus zu arbeiten, gerieten zudem auch Büro-REITS vermehrt unter Beschuss. So sprang der Risikoaufschlag von Immobilienanleihen gegenüber Staatsanleihen zwischen Januar und April 2020 um 80 Basispunkte mehr in die Höhe als von Unternehmensanleihen im Durchschnitt (Abb. 3). Die gefürchteten Miet- und Zahlungsausfälle materialisierten sich trotz monatelanger Lockdowns jedoch weitestgehend nicht. Die Risikoaufschläge fielen deshalb danach wieder auf historisch normale Niveaus zurück.

Im laufenden Jahr erlebten Immobilien-Anleihen erneut einen deutlichen Abverkauf. Ein Blick auf den Spread-Unterschied zwischen Anleihen aus dem Immobiliensektor und dem breiten Unternehmensmarkt spiegelt den Anlegerpessimismus wider: lediglich während der aus einer Immobilienblase resultierenden globale Finanzkrise war die Differenz noch stärker ausgeprägt. Aktuell liegt der Spread zwischen Immobilienanleihen und dem breiten Markt knapp vier Standardabweichungen oberhalb des 10-Jahres-Durchschnitts (Abb. 3). Diese Situation erscheint uns in

Der Trend zur nachhaltigen Kapitalanlage begünstigte zudem das Wachstum des Segments der Immobilienanleihen

Immobilienanleihen sind in ESG Indizes doppelt so hoch gewichtet als in breiten Unternehmensanleihen Indizes

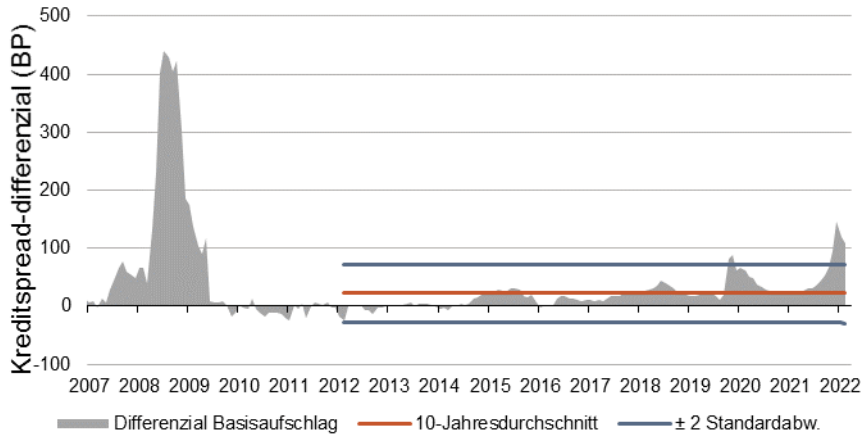
Die erhöhte Unsicherheit in den frühen Phasen der Corona Pandemie führte zu einem nur vorübergehenden Anstieg der Risikoaufschläge von REITs

Risikoaufschläge im Immobiliensektor sind in der aktuellen Marktphase auf dem höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise

Anbetracht der fundamentalen Faktoren außergewöhnlich und stellt aus unserer Sicht eine Opportunität für Investoren dar.

Abb. 3: Kreditspreads von Immobilienanleihen gegenüber dem breiten Unternehmensanleihenmarkt

Differenzial zwischen dem Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen des ICE BofA Euro Real Estate Index (EJRE) und dem Investment Grade ICE BofA Euro Corporate Index (ER00) (in Basispunkten)



Daten per: 31.08.2022
Quelle: ICE, Berenberg

Die starke Spread-Ausweitung seit Anfang des Jahres lässt sich auf mehrere Faktoren zurückführen:

- Rezessionsorgen und steigende Zinsen könnten zu sinkenden Verkehrswerten der Immobilien führen, sodass sich Kreditmetriken wie das Verhältnis vom Kreditbetrag zum Verkehrswert der Immobilien („Loan-to-Value“) verschlechtern.
- Angesichts einer drohenden Rezession fürchten Investoren operative Probleme in Form von erhöhten Mietausfällen und ansteigenden Leerstandsquoten.
- Der mit der Inflation einhergehende Zinsanstieg könnte REITs bei der Refinanzierung ihrer deutlichen Verschuldung in Schwierigkeiten bringen.
- Idiosynkratische Ereignisse wie zum Beispiel bei der Adler Group und dem schwedischen REIT Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) haben die Investorenstimmung gegenüber dem gesamten Sektor zuletzt stark getrübt. Hier haben aktivistische Investoren Anschuldigungen zu bilanziellen Unregelmäßigkeiten geäußert, woraufhin die Anleihenurse dieser Emittenten einbrachen.

Ausblick auf Immobilienpreise zwischen Inflation und Rezession

Der Ausblick auf die Immobilienpreiseentwicklung ist entsprechend wichtig, denn diese treiben primär den Zähler des Verschuldungsgrades von REITs und somit die vom Markt verlangten Risikoprämien. Diese Preise lassen sich einerseits aus einer Summierung der zu erwartenden Mieteinnahmen über die Lebenszeit einer Immobilie und andererseits durch den bei einem Verkauf erzielbaren Verkehrswert ableiten. Einer Berechnung des Asset Managers Natixis zufolge sind Mieten recht sensibel gegenüber einer Veränderung des BIP-Wachstums. Bei einer Verschlechterung des BIP-Wachstums um einen Prozentpunkt würde das Wachstum von Spitzenmieten von Einzelhandelsimmobilien und Einkaufszentren historisch betrachtet um ca. 1,2 Prozentpunkte sinken. Logistik- und Wohnimmobilien reagieren hingegen weniger sensibel und deren Spitzenmieten würden der Berechnung zufolge nur um ca.

Je nach Anlagesegment sind Immobilienpreise verhältnismäßig stärker oder weniger stark von einer Rezession betroffen



0,5 Prozentpunkte sinken. Ähnlich differenziert sieht es bei der geografischen Lage aus, denn Spitzenmietenwachstum in Spanien und dem Vereinigten Königreich ist beispielsweise historisch sensibler als in den Niederlanden und Deutschland. Ein möglicher Rückgang des BIP-Wachstums in der Eurozone dürfte sich somit auf Immobilienpreise auswirken. Wir erwarten im Herbst und Winter für die Eurozone eine durch die Energiekrise bedingte Rezession, gefolgt von einer starken Erholung kommenden Jahr. Ausmaß und Dauer der Rezession sollten entsprechend begrenzt bleiben und nicht nachhaltig auf dem Wirtschaftswachstum lasten.

In den letzten Jahren verzeichnete der Immobilienmarkt hohe Investitionssummen. So betrug 2021 alleine in Europa das Investitionsvolumen €359 Milliarden. Steigenden Finanzierungskosten und einer drohenden Rezession stehen 2022 einem weiteren Rekordhalbjahr an Investitionen in europäischen Immobilien entgegen. Wie sich das Gesamtinvestitionsvolumen zukünftig entwickelt ist schwer vorherzusehen, denn höhere Zinsen und Rezessionsängste werden sicherlich eine Bremswirkung entfalten. Doch spielt für die beiden genannten Preistreiber wenig überraschend sowohl die Art der Immobilien als auch derer Qualität (z.B. Lage und Alter) eine entscheidende Rolle. Daher gilt bei der Emittenten-Auswahl ein besonderes Augenmerk auf diese Merkmale zu legen.

REITs sind gut finanziert – eine Refinanzierungswelle droht kurzfristig nicht

Die Befürchtung, dass REITs sich bei steigenden Nominalzinsen schwieriger finanzieren können, ist nicht ganz unbegründet. Denn gerät das feine Gleichgewicht zwischen Finanzierungskosten und operativem Geschäft ins Wanken, müssten Unternehmen verhältnismäßig mehr von ihren operativen Erträgen zur Bedienung der Zinskosten ausgeben. Dies reduziert den Zinsdeckungsgrad der Unternehmen, welche eine von mehreren Risikokennzahlen für Investoren darstellt. Fällt dieser unerwartet stark, droht gar eine Abstufung der Bonität durch die Kreditratingagenturen, was einen weiteren Kursverfall zur Folge haben könnte.

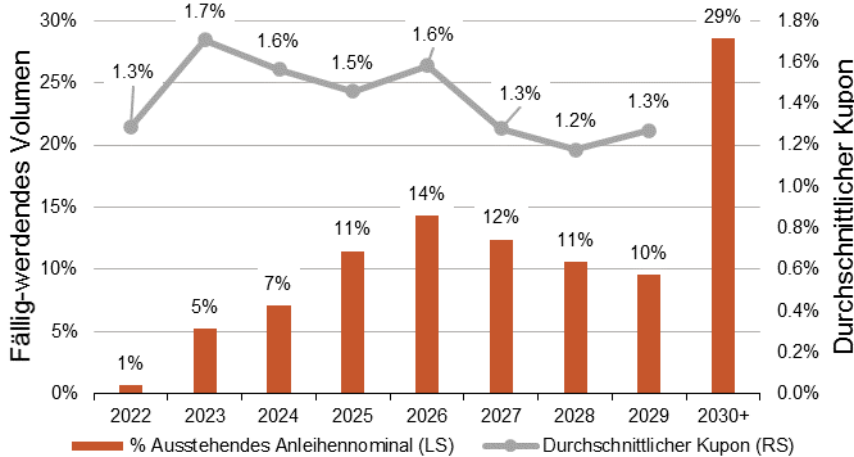
REIT-Betreiber haben jedoch die letzten Jahre genutzt, um ihre Finanzierungsstrukturen im Negativzinsumfeld zu günstigen Konditionen auszuschöpfen, als auch um ein Eigenkapitalpolster durch die Emission von günstigen Hybrid-Anleihen aufzubauen. Manch ein Marktteilnehmer könnte davon abgeschreckt sein, dass Immobilienunternehmen in den nächsten 12 Monaten knapp €5,6 Milliarden ausstehenden Anleihen refinanzieren müssen. Doch macht das lediglich rund 3% des gesamten ausstehenden Anleihenominals aus. Insgesamt droht kurzfristig somit keine Refinanzierungswelle (Abb. 4), sodass sich Spreads im Sekundärmarkt zumindest nicht angebotsbedingt weiter ausweiten sollten. Die Unternehmen müssen nach und nach auslaufende Anleihen und Bankkredite zwar sukzessive refinanzieren, doch speisen sich die bei Neuemission höheren Zinskosten durch die gestaffelte Finanzierungsstruktur und lange Restlaufzeiten erst mit der Zeit in die GuV ein. Zudem werden die ohnehin verhältnismäßig höher verzinsten Anleihen zuerst refinanziert. Das heißt einerseits, dass Zinsdeckungsgrade langsamer fallen werden als der Markt es vermuten lässt und, dass REITs mit dem gewonnenen Spielraum Zeit haben, um ihr operatives Geschäft an die Gegebenheiten anzupassen.

REITs haben sich zuletzt zu günstigen Konditionen am Kapitalmarkt finanziert und haben daher Zeit gewonnen, um sich dem neuen Zinsumfeld anzupassen

Höhere Kupons aus neu emittierten Anleihen werden sich erst über mehrere Jahre im Zinsdeckungsgrad bemerkbar machen

Abb. 4: Fälligkeitsstruktur europäischer Immobilienunternehmen

Jährlich fällig werdendes Anleihennominal der Immobilienanleihen im ICE BofA All Maturity Euro Broad Market Index im Verhältnis zum gesamten ausstehenden Anleihennominal (in %) und nominal-gewichtetem durchschnittlichen Kupon (in %)



Daten per: 31.08.2022
Quelle: ICE, Berenberg

Belastung durch Mietausfälle und Leerstand bleibt überschaubar

Unserer Ansicht nach ist auch die Angst um eine dramatische operative Verschlechterung der REITs überzogen. Einerseits haben REITs mit gewerblichen Kunden oftmals eine inflationsgekoppelte Langzeitmiete abgeschlossen. Die Mietanpassungen finden dabei nur einmal jährlich statt, sodass es in den nächsten Quartalszahlen zu einer vorübergehenden Verschlechterung des Zinsdeckungsgrades kommen könnte. Pendelt sich die Inflation mittelfristig wieder auf einem niedrigeren Niveau ein, würden REITs jedoch durch die zeitversetzte Inflationsanpassung sprunghaft einen deutlich höheren Zinsdeckungsgrad verzeichnen. Ein vorübergehend gesunkener Zinsdeckungsgrad ist also vielmehr zunächst eine Momentaufnahme und nicht zwangsläufig ein Indikator von anhaltender operativer Schwäche.

Andererseits muss man aber auch berücksichtigen, dass eine inflationsgebundene Anpassung das Kreditrisiko der Mieter, also das Kontrahentenrisiko für die REITs, erhöht. Gerade während einer wirtschaftlichen Abkühlung ist es denkbar, dass Mieter eine in Prozent mittlere einstellige Erhöhung der Mietkosten zuzüglich der stark angestiegenen Energiekosten nicht tragen können und daher in Zahlungsschwierigkeiten kommen. Insbesondere in diesem Kontext ist auf eine diversifizierte Mieterstruktur der REITs zu achten, wobei Mieter mit hoher Bonität eine wichtige Voraussetzung beim Kauf der Anleihen wären. Selbst wenn dieses Szenario nicht eintritt, sind mittelfristige höhere Leerstandsquoten denkbar. Daher gilt hier auch ein Augenmerk darauf zu richten, was die Treiber von Leerstandsquoten sind und wie man sich hier bestmöglich positioniert. Bei Büro-REITs ist es letzten Endes die Lage, während andere Segmente durch einen säkulären Nachfrage-Überhang hiervon weniger betroffen sind.

Skandale und technische Faktoren überschatten solide Fundamentaldaten

Ein weiterer Aspekt, der europäische REITs seit Monaten belastet, sind idiosynkratische Skandale, welche die Anlegerstimmung trübten. Beispielweise unterstellte der britische Shortseller Fraser Perring der Adler Group betrügerische Handlungen und Anleger-Täuschung. Auf die Anschuldigungen folgte im April diesen Jahres die Nachricht, dass der Wirtschaftsprüfer KPMG auf Grund von Ungereimtheiten nicht in der Lage war, dem Unternehmen ein Prüfungsurteil für das Geschäftsjahr 2021

REITs in gewerblichen Segmenten haben oftmals inflationsgekoppelte Mietverträge verhandelt und können somit gestiegene Finanzierungskosten ausgleichen

Inflationsgebundene Mieten können das Kreditrisiko der Mieter gegenüber dem REIT erhöhen

Einzelne Skandale belasten seit Monaten die Anlegerstimmung

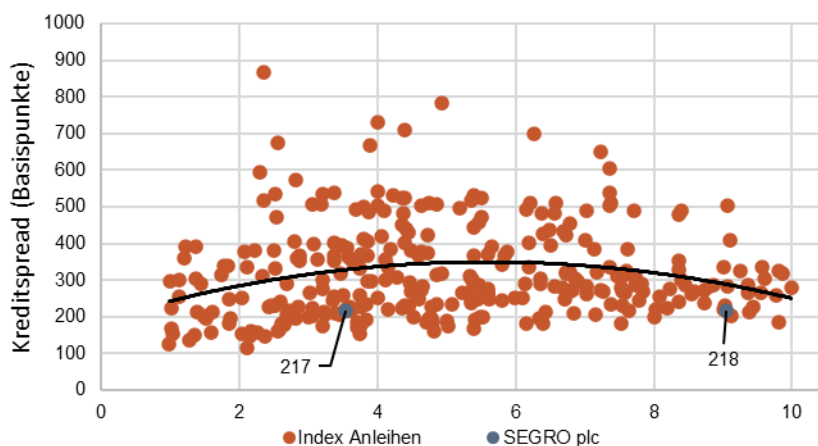
zu erteilen. Die Anleihen fallen seitdem so gut wie ungebremst. Ähnlich erging es den schwedischen REIT SBB, dem Finanzanalysten Anfang des Jahres unlautere Geschäftspraktiken und bilanzielle Unregelmäßigkeiten vorwarfen. Wir sind der Meinung, dass diese Skandale den gesamten Sektor mit Mitleidenschaft gezogen haben – und das unberechtigterweise. Es bleibt abzuwarten, wann dieser Effekt nachlässt und die breite Anlegerschaft das Segment wieder unabhängig von einzelnen Skandalen betrachtet. Da noch Unklarheit in den Anschuldigungen gegen diese und ähnliche gestressten Namen herrscht, wollen wir aktuell nicht versuchen den Markt zu „timen“ und berücksichtigen deren Anleihen nicht.

Nicht zuletzt erscheint es uns als sei die Größenordnung des Abverkaufs in diesem Segment durch technische Faktoren getrieben. Zum Beispiel sahen sich Asset-Manager bei nennenswerten Kapitalabflüssen dieses Jahr gezwungen, Anleihen am kurzen Ende des Laufzeitspektrums zu verkaufen, weil der Markt kaum Liquidität am längeren Ende bot. Dadurch ergeben sich mitunter deutliche Marktverwerfungen wie die nachfolgend beschriebene Verflachung der Kreditkurve. Dabei ist die aktuelle Verflachung der Kurve zwar auch im breiten Unternehmensanleihenmarkt ein Phänomen, jedoch im Immobiliensegment besonders stark ausgeprägt (Abb. 5). Wir sind der Ansicht, dass die Risikoaufschläge im Verhältnis zu denen im breiten Markt einen vorübergehenden Höhepunkt erreicht haben und man als Käufer von einer potenziellen Spread-Einengung profitieren könnte. Selbst wenn dies kurzfristig nicht eintritt, können Investoren attraktive laufende Erträge verdienen.

Technische Faktoren im Markt haben zu einer verflachten Basisaufschlagkurve geführt und somit zu attraktiven Anlagemöglichkeiten

Abb. 5: Verflachung der Spreadkurve über das gesamte Restlaufzeitspektrum

Risikoaufschlag von den 305 Anleihen im ICE BofA Euro Real Estate Index gegenüber ihrer Restlaufzeit (maximal 10 Jahre)



Daten per: 31.08.2022
Quelle: ICE, Berenberg

Für uns ergeben damit gerade bei Anleihen mit kürzeren Restlaufzeiten attraktive Opportunitäten. In normalen Marktphasen weisen die Spreadkurven einen aufsteigenden Trend auf. Der Emittent muss den Anleger bei längeren Laufzeiten für die erhöhte Ungewissheit bezüglich des zukünftigen Kreditrisikos vergüten. Aktuell hat sich diese Kurve jedoch verflacht, sodass man zum Teil für längere, gleichrangige Anleihen eines Emittenten einen nur marginal höheren Risikoaufschlag bekommt (Abb. 5). So bietet zum Beispiel eine Anleihe des britischen REITs SEGRO plc mit einer Restlaufzeit von 9,0 Jahren lediglich einen Basispunkt mehr gegenüber der gleichrangigen Anleihe desselben Emittenten mit einer Restlaufzeit von 3,5 Jahren. Ein Anleger bekommt also in der längeren gegenüber der kürzeren Anleihe lediglich eine durch den risikolosen Zins bedingte höhere Rendite. Über das gesamte



Anleihen- und Laufzeitenspektrum hinweg ergibt sich also die Möglichkeit bei bonitätsstarken Emittenten die gleiche Risikoprämie mit deutlich geringerem Zinsrisiko zu verdienen.

Fazit: Kaufgelegenheiten bei Logistikern und Rechenzentren

Getrieben von Faktoren wie einer rezessionsbedingten Anpassung der Verbraucherausgaben oder dem hybriden Arbeitsmodell geschuldeten Rückgang an Bedarf für Büroflächen, besteht in einigen Segmenten wie Einzelhandels- und Büro-REITs mittelfristig noch viel Ungewissheit. Gleichmaßen beobachten wir mit Interesse REITs in den Segmenten Logistik und Datazentren, da wir hier einen strukturellen Rückenwind erwarten.

Logistik-REITs betreiben sowohl große standardisierte und spezialisierte Lagerhallen als auch Abfertigungszentren in der Nähe von größeren Ballungszentren. Der über die letzten Jahre stark gewachsene E-Commerce-Markt war hier der treibende Faktor, wobei ein Nachfrageüberhang gegenüber der verfügbaren Fläche die Preise für Logistikflächen in die Höhe getrieben hat. Angesichts des russischen Krieges in der Ukraine hat es REITs mit Immobilien in Russland und der Ukraine besonders stark getroffen. Doch auch wo sich Immobilien lediglich in (NATO-Mitglieder) Anrainerstaaten befinden, wurden REITs von den Märkten in Sippenhaft genommen. Wir gehen in unserem Basisszenario jedoch aktuell nicht davon aus, dass Russland ein NATO-Mitglied angreifen würde. Demnach erachten wir manche dieser Anleihen als überverkauft. Dazu erwarten wir für den Fall einer leichten Rezession in Europa keine signifikant erhöhten Leerstandsquoten für Logistik-Immobilien. Letztlich gilt es dabei auf eine breite Diversifikation sowohl der Mieterstruktur aber auch der Immobilien-Standorte zu achten.

Im Logistik-Segment hat ein großer Teil der REITs ein inflationsgebundenes Mietportfolio, wodurch mittelfristig der Zinsdeckungsgrad stabil bleiben sollte. Besonders spannend wird es hier auch bei Anleihen, die eine kürzere Restlaufzeit haben als die vom REIT ausgewiesene „Weighted Average Unexpired Lease to First Break“ (WAULB) – also die durchschnittlich gewichtete Restmietlaufzeit bis zum ersten Kündigungstermin seitens der Mieter. Sofern sich keine signifikanten Mietausfälle ergeben, bedeutet dies also, dass die Zinstilgungsfähigkeit als auch, in Anbetracht von signifikanten Kassenbeständen und Zugriff auf freie Kreditlinien, die Rückzahlung des Nominalvolumens gesichert sein sollten. Hier bietet sich bei der aktuell verflachten Kreditkurve die Möglichkeit Anleihen mit einer kürzeren Restlaufzeit als die WAULB zu kaufen, und somit eine attraktive Laufzeitrendite bei geringem Kreditrisiko zu sichern.

Daneben haben sich Rechenzentrum-REITs in letzter Zeit widerstandsfähiger als der restliche REIT-Markt gezeigt. Das liegt einerseits daran, dass Datenzentren häufig in Internet-Kontenpunkten wie Deutschland, Frankreich und den Niederlanden angesiedelt sind und somit vom russischen Krieg wenig beeinflusst wurden. Andererseits ist auch hier der säkuläre Trend hin zum wachsenden Bedarf für Datenverarbeitung sowie im allgemeinen Cloud Computing Kapazität und der dazugehörigen spezialisierten Infrastruktur der stabilisierende Faktor. REITs genießen eine hohe Preissetzungsmacht und präferieren daher kürzere Mietlaufzeiten, um die Preise öfter anheben zu können. Wir erwarten auch zukünftig, dass die Mieten in diesem Segment überproportional wachsen werden, was aus Kreditgebersicht einen Puffer für den Zinsdeckungsgrad darstellt.

Logistik REITs mit Immobilien in diversen osteuropäischen Ländern wurden seit dem russischen Angriffskrieg übermäßig abgestraft

Attraktive Möglichkeiten bieten sich bei Anleihen mit einer kürzeren Restlaufzeit als die durchschnittliche gewichtete Restmietlaufzeit des REIT-Portfolios

Rechenzentrum-REITs profitieren vom säkulären Trend zum stetig wachsendem Bedarf an Cloud Computing Kapazität



Zudem sind mögliche Mietausfälle in Angesicht einer Rezession in Europa für das Geschäft relativ gesehen weniger belastend. Denn im Vergleich zu anderen Immobiliensegmenten sind Rechenzentren weitestgehend modular aufgebaut. Somit können bei einem Auszug die zeitintensiven Renovierungen/Umgestaltung des Objekts vermieden und die Flächen frühzeitig weitervermietet werden. Zwar sind die Renditen in diesem Segment dem Risikoprofil entsprechend niedriger als zum Beispiel bei den Logistik-REITs. Doch bietet sich hier eine defensive Möglichkeit bei mittleren Laufzeiten Renditen von 3% bis 4% zu erzielen.

Wir haben die letzten Wochen genutzt um in unseren flexiblen Rentenstrategien, wie dem **Berenberg Euro Bonds** und dem **Berenberg Credit Opportunities**, diese und ähnliche Opportunitäten umzusetzen.



INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Gerald Deutsch | Portfoliomanager Fixed Income Euro
gerald.deutsch@berenberg.com



Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income Euro
Fondsmanager der Publikumsfonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities, verantwortlich für die Selektion von Unternehmensanleihen.
christian.bettinger@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres- und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten Sie die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts „berenberg“ unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14. September 2022

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► Insights

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

www.berenberg.de/

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de