

## Haupt-Sachen

### REITs im Umfeld steigender Zinsen

**HAUPT-Sachen:** Sind steigende Zinsen gut oder schlecht für den Immobiliensektor und REITs? Keine einfache Frage, denn das Zinsniveau kann sich je nach Investitionsschwerpunkt grundverschieden auswirken.

VON ANGELA HAUPT



Steigende Zinsen werden von vielen Immobilien- wie Aktieninvestoren gleichermaßen als Investitionsbremse gesehen. Dabei ist der Zusammenhang von Zinsen und Aktienkursen alles andere als sicher. So bescheinigen Studien für US REITs, dass die Performance dieser börsennotierten Immobilienaktien in der Vergangenheit nur eine relativ geringe Korrelation mit dem Zinsniveau gezeigt hat. Zudem übertrifft auch die Performance der REIT-Branche in der jüngsten Phase steigender Zinsen alle Erwartungen. Warum?

Die Antwort findet sich auf verschiedenen Ebenen – es kommt auf das jeweilige Unternehmen genauso an wie auf das Branchenumfeld, den Kapitalmarkt und die Gesamtwirtschaft. Eine erschöpfende Antwort muss dabei die einzelnen Performance-Komponenten eines REITs, angefangen mit Kurs und Dividende, sowie das Verhältnis zwischen Kurs und operativen Erträgen (*multiple*) durchleuchten. Mortgage REITs sind dabei grundsätzlich anderer Natur als Equity REITs, auf die im folgenden abgestellt wird.

Auf der Unternehmensebene wirken in der Regel gegenläufige Effekte auf die Erträge: zum einen positive Einnahmeeffekte beim Immobilienbestand aufgrund eines starken oder sich verbessernden wirtschaftlichen Umfelds (daher letztlich auch der Ruf der Immobilie als Inflationsschutz), zum anderen negative Ausgabeneffekte durch höhere Finanzierungszinsen. Der Einfluss steigender Zinsen auf den Ertrag von Equity REITs kann aber wegen einer Reihe von Faktoren stark variieren.

Zu den wesentlichen Faktoren, die sich in der Bilanz abbilden und das Zinsergebnis beeinflussen, zählen viele Investoren die Höhe und Struktur der Verbindlichkeiten auf der Unternehmensebene. Der Anteil variabel verzinslichen Fremdkapitals ist dabei ebenso kritisch wie die Restlaufzeiten der Kredite. Den Effekt einer Zinsfestschreibung kann man hier durch Einsatz einer Vielzahl spezieller Instrumente wie zum Beispiel Swaps erreichen. In REIT-Kreisen spricht man von einem signifikanten Performancebeitrag des Bilanzmanagements.

Auf der Investmentseite ermöglichen Beteiligungen eines REITs in Form von Mezzanine-Tranchen oder Vorzugsaktien (*preferreds*), deren Ausschüttungen an einen Leitzins gekoppelt sind, einen besseren Umgang mit steigenden Zinsen. Vorausschauende Managementteams werden in einer anziehenden Konjunktur zu Beginn der Zinssteigerungsphase für ihre Immobilienportfolios außerdem kürzere Mietverträge und Objekte in Bestlagen mit Leerstand zur Optimierung der positiven Effekte in Betracht gezogen haben.

Ob mit einem Zinsanstieg positive Einnahmeeffekte verbunden sind, hängt ganz vom Sektor ab, in dem ein REIT tätig ist. Ein Wohnungs-REIT konkurriert zum Beispiel als Vermieter mit dem Eigenheimsektor. Höhere Zinsen führen zu relativ mehr potentiellen Mietern, da weniger Haushalte den Eigenheimerwerb noch finanzieren können. Abhängig von der Ausgangssituation hebt die Nachfrage das Mietpreinsniveau. Für ein Einzelhandels-REIT kann sich im Gegensatz dazu beispielsweise das im Zuge steigender Zinsen geringere verfügbare Einkommen privater Haushalte

über den Druck auf die Einzelhändler weniger attraktiv auswirken. Spricht man von der Performance von REITs als Branche, sollte man daher deren Heterogenität nicht außer Betracht lassen.

Die Zusammensetzung der REIT-Branche ist bezüglich des Gewichts der vertretenen Sektoren - Wohnung, Büro, Einzelhandel, Logistik etc.- nicht gleichmäßig verteilt, und die Zusammensetzung verändert sich auch im Laufe der Zeit ständig. Im Hinblick auf die eingangs erwähnten Studien spielt es also eine Rolle, welche Gesellschaften mit welchen Immobilienschwerpunkten wann den Index dominieren, der zur Ermittlung der Performance und ihrer Korrelation herangezogen wurde.

Fazit: Die Zinsempfindlichkeit von REITs kann individuell sehr unterschiedlich sein und lässt nur bedingte Rückschlüsse auf die gesamte Branche zu. Die Kursentwicklung börsennotierter Immobilienaktiengesellschaften hängt außerdem nur zum Teil von ihrem Immobilienbestand und dem Können ihrer Mitarbeiter ab. Im Kapitalmarkt konkurrieren alle Assetklassen miteinander um Anleger.

---

### In der nächsten HAUPT-Sache:

- **Welche Gründe gibt es für die Aufsehen erregende Performance der REITs?**

---

Angela M. Haupt zählt zu den profiliertesten REIT-Experten in Deutschland. Für Hypo Securities Inc. (New York) berichtete Sie mehrere Jahre als Analystin über die US-amerikanischen REITs, bevor sie Ende der 90er Jahre das Portfoliomanagement für den REIT-Fonds der Deutschen Bank (New York) – mit 350 Mio US-Dollar der größte solche Fonds für deutsche Anleger- und die Leitung des REIT-Researchteams übernahm. Für Allianz Global Investors Advisory (München) bewertete und entwickelte sie unter anderem Anlageprodukte Alternativer Assetklassen wie Immobilien für institutionelle Investoren.

Angela Haupt ist heute Managing Partner der [MRAG Projekt GmbH & Co KG](#) in Berlin, das sich auf die Beratung von Immobilien-Unternehmen und künftigen REITs spezialisiert. Die Kolumne „HAUPT-Sachen“ erscheint exklusiv auf REITs in Deutschland.