

Inflation und Zinsanstieg: Der Wendepunkt für Kaufpreisfaktoren

Nach einem Allzeithoch werden die Kaufpreise für Pflegeimmobilien wieder auf ein niedrigeres Niveau zurückkehren. Die Finanzierungskosten sind bereits ohne Zinsentscheid der EZB gestiegen und haben einen hohen Hebel auf die Renditeerwartungen von Investoren bzw. direkt auf die Kaufpreisfaktoren. Unter Annahme eines nur begrenzten Mietsteigerungspotenzials wird dies gravierende Auswirkungen auf die Bewertung von Pflegeheimen und Portfolien haben.

Preise für Pflegeimmobilien im Inflationsumfeld

In den letzten Monaten ist eine deutliche Erhöhung der Kapitalmarktrenditen zu beobachten. Weiter steigende Inflationserwartungen, aktuell nochmals verstärkt durch die Angst vor den Langfristfolgen der Russland/Ukraine-Krise, dürften zu weiter steigenden Renditen (und umgekehrt zu sinkenden Kaufpreisfaktoren) führen. Auch wenn die EZB noch zurückhaltend auf die gestiegenen Inflationserwartungen reagiert und mit einer Anhebung der Leitzinsen abwartet, wird die Finanzierung von Immobilienankäufen für die meisten Marktteilnehmer bereits heute spürbar teurer. Die Mitteilung von EZB-Präsidentin Lagarde vom 10.03.2022 deuten vorsichtig ein Ende der ultra-lockeren Geldpolitik in der Eurozone an. So werden die Anleihekäufe durch die Zentralbank schneller als erwartet gedrosselt und der Weg für Zinserhöhungen in der Zukunft geebnet. In der Folge stiegen im März 2022 die Kapitalmarktrenditen (je nach Bonität und Laufzeitenband) um durchschnittlich 60 Basispunkte gegenüber dem durchschnittlichen Niveau von 2019-2021 an. Die von Kreditinstituten geforderten Finanzierungszinsen stiegen teils noch deutlich stärker. Dies wird Auswirkungen auf die Kaufpreisfaktoren bei Pflegeimmobilien bzw. auf deren Bewertung mit sich bringen.



Abb. 1: Rendite 10jähriger Bundesanleihen, Quelle: Bundesbank

Höhere Finanzierungskosten senken Gesamtkapitalrendite des Objekts

Aufgrund der gestiegenen (und voraussichtlich weiter steigenden) Finanzierungskosten werden für die meisten Marktteilnehmer die Gesamtkosten eines Immobilienankaufes steigen. Bei ersten Investoren erhalten wir die Rückmeldung, dass sich die Finanzierungen bereits heute verteuern und die beschriebene Erhöhung der Renditen von den Kreditinstituten an die Kreditnehmer weitergegeben wird. Für große und bonitätsstarke Investoren kann das aktuell noch nicht festgestellt werden, bei einer nachhaltigen Entwicklung wird aber auch dort mit höheren Finanzierungskosten zu rechnen sein. Die nachfolgende Tabelle zeigt in einer vereinfachten Darstellung zu erwartende Auswirkungen auf die Kaufpreisfaktoren.

| | | | |
|------------------------------|-----------|---|-------------------|
| Anzahl Pflegeplätze | 80 | Investitionskostensatz, beispielhaft | 20,00 |
| Pacht p.a. (kalt) | 500.000 | davon für Pacht bei 95% Belegung | 18,01 |
| Alter Kaufpreisfaktor | 20 | Alter Kaufpreis | 10.000.000 |
| Fremdkapital | 50% | Investitionsrendite des Objekts | 5,00% |
| Eigenkapital | 50% | FK-Zins alt | 2,00% |
| | | laufende jährliche Kosten | 1,50% |
| | | Renditeerwartung an Objekt | 3,50% |
| | | Zinserhöhung in % p.a. | 0,75% |
| nachrichtlich | | Mehrkosten Finanzierung Jahr 1 | 37.500 |
| | | Mehrkosten Finanzierung 20 J. o. Tilgung | 750.000 |
| | | Renditedifferenz p.a. (Basisszenario: 50% des Zinsanstiegs) | 0,375% |
| | | Faktoren Pacht p.a. | -2,76 |
| | | Kaufpreisminderung inkl. Mehrkosten f. Finanzierung | -1.382.488 |
| | | Neuer Kaufpreis | 8.617.512 |
| | | Neuer Kaufpreisfaktor | 17,24 |
| nachrichtlich | | Nötige Pacht p.a., um auf 10 Mio. Kaufpreis zu kommen | 580.214 |
| | | ...theoretisch notwendiger Investitionskostensatz | 22,89 |

Abb. 2: erwarteter Effekt von 0,75% mehr Fremdkapitalzins auf einen Pflegeheim-Ankauf bei gleichbleibender Miethöhe, Kapitalstruktur und Nebenkosten

Bei Neuinvestitionen von Globalkäufern werden die gestiegenen Finanzierungskosten zu einer Senkung der Objektrendite führen. In unserem Basisszenario führt ein Zinsanstieg von 0,75% p.a. zu einem Absinken der Ankaufrendite bei Neuinvestitionen um 0,375% p.a.. Bei gleichbleibenden Parametern (z.B. Finanzierungsquote, Miethöhe) gibt es für den Investor zwei Handlungsalternativen. Entweder die Rendite seiner Investition sinkt bei gleichbleibendem Kaufpreis – dies ist aus diversen Gründen nicht zu erwarten, da Alternativanlagen stark an Wert gewinnen werden. Die einzig verbleibende Alternative ist, durch einen niedrigeren Kaufpreis die Rendite der Investition wieder auf das bekannte Niveau zu heben. Durch attraktiver werdende Alternativanlagen im Festzinsbereich ist es sogar wahrscheinlich, dass die Renditen von Pflegeimmobilien nicht nur stabil bleiben müssen, sondern darüber hinaus auch mit den Alternativanlagen „mitwachsen“, so dass die Renditedifferenz, der Spread, gleichbleibt.

Steigende Kapitalmarktrenditen sorgen bei institutionellen Anlegern mit Performancevorgaben für steigende Anforderungen an die Renditen der neu zu erwerbenden Assets. Da in der Assetklasse „Pflege“ die Miete aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen keine Variable darstellt und nur

bedingt verhandelbar ist, wird auch von dieser Seite Druck auf die Kaufpreiskosten kommen. Im vorliegenden Beispiel sinkt der Kaufpreiskostenfaktor von 20 auf 17,24.

Wertsicherungsklausel schützt nur bedingt vor steigender Inflation

Auch wenn die meisten langfristigen Mietverträge mit Wertsicherungsklauseln ausgestattet sind, kann dadurch ein Anstieg in den Refinanzierungskosten nicht komplett kompensiert werden. Langfristige Mietverträge enthalten an den Verbraucherpreisindex (VPI) gekoppelte Wertsicherungsklauseln – gängig sind Schwellenwerte von 5%iger oder 10%iger Änderung gegenüber dem Startdatum des Mietverhältnisses. Betrachtet man den Zeitraum von 2015 bis heute, müssten alle Pachtverträge von 2015 und älter bereits diese 10%-Schwelle erreicht haben.

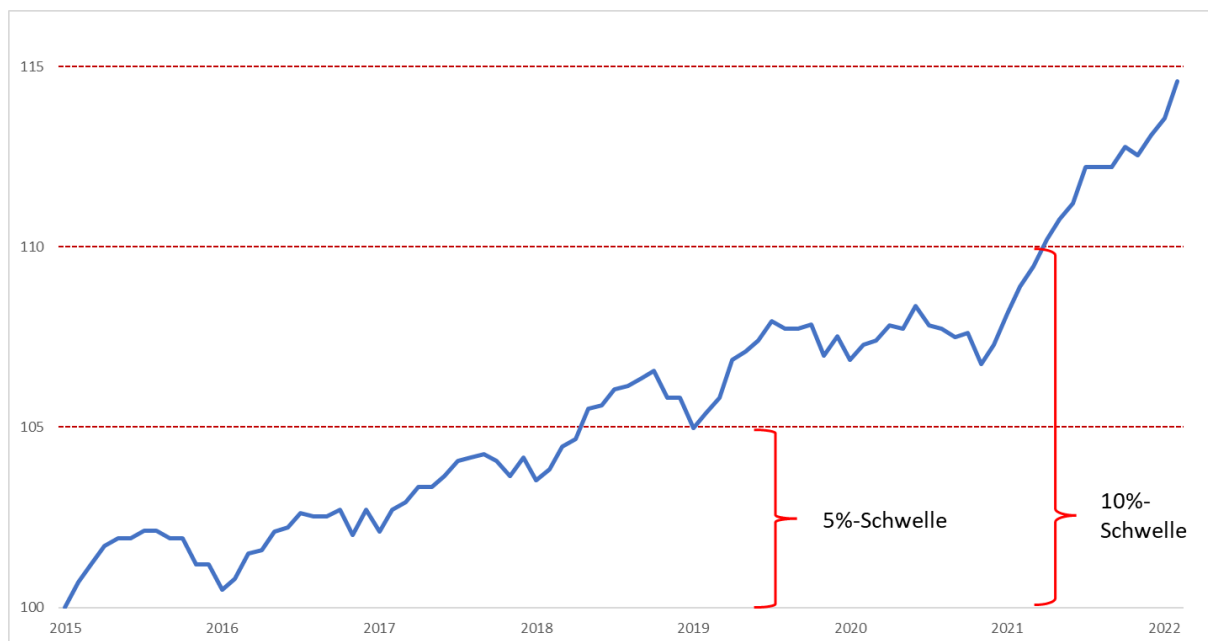


Abb. 3: Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) 2015 bis Anfang 2022 (Quelle: destatis)

Diese Pachterhöhungen (und generell alle Kostensteigerungen) stellen die Pflegeheimbetreiber vor eine neue Herausforderung: Bei der Investitionskostenverhandlung sperren sich viele (Sozialhilfe)kostenträger, Pachterhöhungen aufgrund von Indexsteigerungen zu refinanzieren. Je nach Auslegung des Wirtschaftlichkeitsgebots stellen die Kostenträger Mietvergleiche in ihrer Region an und deckeln die Kosten - obwohl man als Betreiber die Refinanzierung von vereinbarten Gesteuerungskosten durch Umlegung auf die Bewohner erwarten würde.

Es werden mehr Schiedsgerichtsverfahren erwartet und auch eine Verzögerung zwischen Entstehung der Kosten und deren geregelte Refinanzierung. Diese Zeitverschiebung führt bei nicht wenigen Betreibern zu negativen Liquiditätseffekten. Von 6.645 betrachteten Bestands-Pflegeheimen konnte im Zeitraum 2015 bis 2021 bei 56,6 % der Heime keine Anhebung der Investitionskosten festgestellt werden. Dies ist erstaunlich, denn neben den gebäuderelevanten Kosten sind in diesem Satz ja auch die Abschreibungen der Betriebsausstattung enthalten.

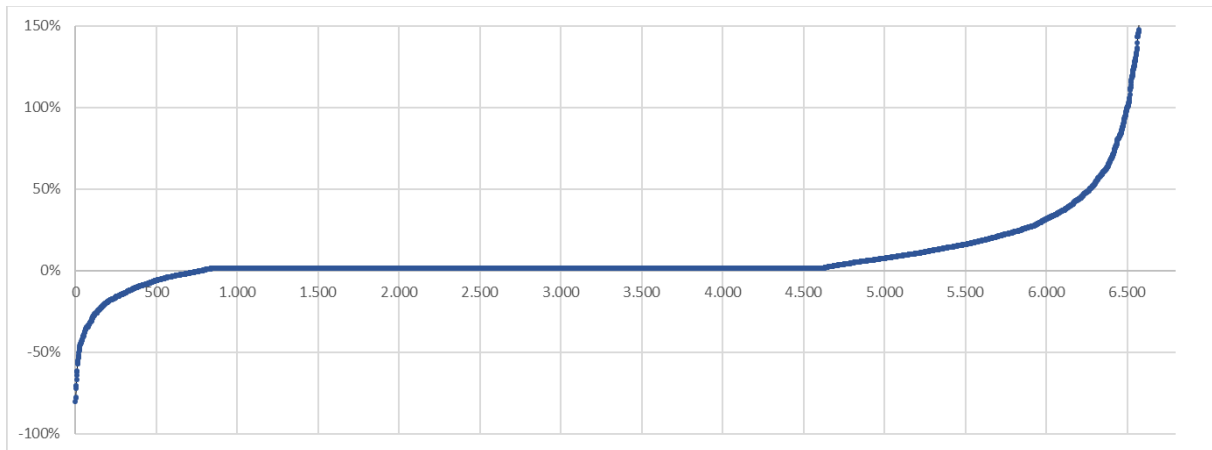


Abb. 4: Veränderung des Investitionskostensatzes in % zwischen 2015 bis 2021 bei nachverfolgbaren 6.645 Pflegeheimen (Quelle: AOK, Maximalwert der Investitionskosten)

Unter der Annahme, dass wie oben beschrieben, eigentlich alle Pachtverträge von 2015 und früher die 10%-Schwelle erreichen, hätte man eigentlich eine größere Bewegung der Investitionskostensätze erwarten können.

Die Fortsetzung des Artikels folgt in der CareInvest Nr. 11/22, ca. Mitte/Ende Mai, darin:

- Privatanleger flexibel bei der Wahl der Assetklasse
- Bautätigkeit und Betreiber
- Aber: Nach wie vor hohe Liquidität in der Assetklasse
- Fazit: Zenit bei den Faktoren erreicht



Über die Autoren: Sebastian Deppe ist geschäftsführender Gesellschafter bei NAI apollo healthcare in Frankfurt am Main, Alexander Schmidt ist dort Principal Consultant.