



# Evolution der Immobilienkreditvergabe – von Banken zu Kreditfonds

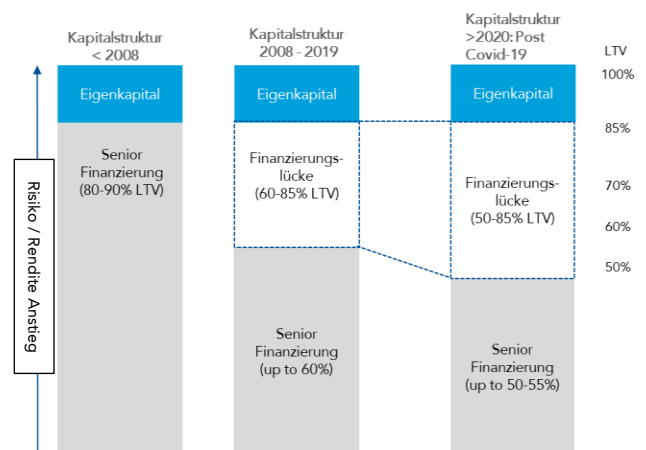
Von einer Vielzahl von Marktteilnehmern wird erwartet, dass die Allokation zugunsten von Immobilien in den kommenden drei bis fünf Jahren um ca. 5% p.a. wächst. Die Treiber für die Erhöhung der Immobilienquote sind neben einem immer noch attraktiven Risiko-Rendite-Profil auch die Verfügbarkeit einer alternativen Renditequelle im Niedrigzinsumfeld, sowie die Möglichkeit, durch Wertsteigerungen zumindest teilweise einen Inflationsschutz zu erzielen. Die durchschnittliche Immobilienquote steigt gemäß einer vor kurzem veröffentlichten Investorenfrage des BAI<sup>1</sup> in Deutschland in den nächsten drei bis fünf Jahren auf 11%, aufgeteilt in 9,6% Equity und 1,4% Debt. Des Weiteren kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass institutionelle Investoren künftig die Investition in die Assetklasse Immobilien insbesondere über Private Debt-Vehikel weiter intensivieren werden und daher verstärkt Zugangswege zu Immobilienfinanzierungen suchen, die nicht von Banken vergeben werden.

Warum spielen insbesondere Kreditfonds in dieser Entwicklung eine entscheidende Rolle? Wieso ist das im aktuellen Marktumfeld eine besonders attraktive Investitionsmöglichkeit?

Historisch betrachtet lag die Vergabe von Immobilienfinanzierungen ausschließlich bei Banken. Bei der Auswahl von passenden Darlehensgebern hat sich jedoch in den letzten Jahren neben den Banken eine weitere Auswahl von Anbietern im Bereich der gewerblichen und wohnwirtschaftlichen Immobilienfinanzierung entwickelt. Neben dem konstant wachsenden Neugeschäft von klassischen Geschäfts- und Hypothekenbanken haben auch die Kreditvergabe volumina von alternativ finanzierenden

Parteien konstant über die letzten Jahre zugenommen. Das Modell der gewerblichen Immobilienfinanzierungen, die über alternative Finanzierungsmodelle ausgereicht werden, bietet institutionellen Investoren eine interessante Option in dieser Assetklasse zu investieren. Hinter den alternativen Kreditgebern stehen oftmals Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften, Versorgungswerke und vermögende Privatpersonen, die hierüber einen Teil ihrer Anlage-Liquidität in Immobilienfinanzierungen investieren. Banken hingegen refinanzieren sich klassischerweise über Kundeneinlagen oder die Begebung von Pfandbriefen.

Für die genannten institutionellen Anleger bietet die Kreditvergabe eine interessante Alternative am Real Estate-Markt aktiv zu werden vor dem Hintergrund, dass die Preise für Eigenkapitalbeteiligungen in den letzten Jahren in vielen



Grafik 1: Entwicklung der Kapitalstruktur

<sup>1</sup> „Die Immobilien-Allokation deutscher institutioneller Investoren unter der Lupe im BAI Investor Survey: Zugangswege, Strategien, Seite 1

Segmenten stark angestiegen sind und vermeintlich nur sehr begrenztes Wertsteigerungspotential bieten.

In Folge der Finanzkrise 2008 erlebten alternative Darlehensgeber ihren ersten Aufschwung. Als Konsequenz der Finanzkrise wurde das regulatorische Umfeld der Banken erheblich verschärft, mit dem Ergebnis, dass diese die bis dahin hohen LTVs von bis zu 90% im Senior-Bereich nicht mehr ausreichen konnten. Die dadurch entstandenen Finanzierungslücken konnten nicht alleine durch Eigenkapital geschlossen werden.

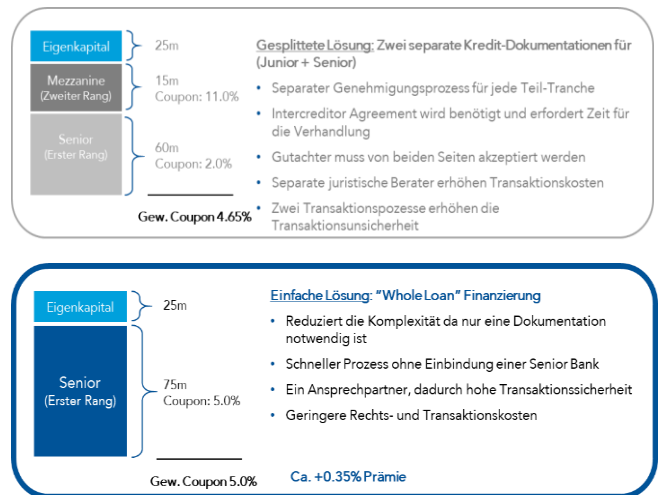
Daher bedurfte es einer Lösung für dieses Problem, und das Modell der Mezzanine-Finanzierung gewann deutlich an Bedeutung. Alternative Darlehensgeber begaben Finanzierungen, die im zweiten Rang im Grundbuch besichert waren und somit im Nachrang zur Senior Finanzierung standen. Dabei handelte es sich um ein zur Senior-Bankenfinanzierung komplementäres Produkt.

Was sich aber geändert hat, ist die Bedeutung dieser Anbieter. Die von den Geschäftsbanken ausgereichten Finanzierungsvolumina im Verhältnis zur Gesamtfinanzierung sind seit Jahren rückläufig. Die Gründe hierfür sind vielschichtig. Zum einen hängt dies an den gestiegenen regulatorischen Anforderungen für die geforderte Eigenkapitalunterlegung der Banken. Zum anderen weicht der von Banken zugrunde gelegte Beleihungswert der Immobilie, welcher konservativer nach Beleihungswertverordnung ermittelt wird, immer deutlicher von den im Markt gezahlten Preisen ab. Die hier angewandte Wertermittlung basiert auf langfristigen, vergangenheitsbezogenen Merkmalen des Objekts, wobei entsprechende Wertaufholungen durch Investitionen und kurzfristige Wertsteigerungen unberücksichtigt bleiben. Ebenso bleiben überdurchschnittliche Vermietungserfolge in der Beleihungswertermittlung unberücksichtigt. In langanhaltenden Phasen mit steigenden Preisen vergrößert sich folglich das Delta zwischen Markt- und Beleihungswert, sodass der zu vergebende Kredit im Verhältnis zum Kaufpreis sinkt, was einen geringeren LTV zur Folge hat. Daraus entsteht eine weitere Finanzierungslücke, welche durch Nachrangkapital geschlossen wird, das jedoch aufgrund der etwas höheren Beleihungsausläufe und der nachrangigen Absicherung auch teurer als die Bankenfinanzierung ist. Die von alternativen Darlehensgebern angebotenen Kredite haben typischerweise Laufzeiten von drei bis fünf Jahren, sind damit eher kurz- bis mittelfristig, und konzentrieren sich mehr auf die Bereiche Core+ / Value-Add sowie Projektentwicklungen. Im Vergleich zu langfristig ausgereichten Finanzierungen ist die zu erwartende Volatilität in den Miet- und Immobilienpreisen geringer. Dadurch fällt auch der zu berücksichtigende Sicherheitspuffer in der Bewertung geringer aus. Folglich kann sich der Darlehensgeber in der Höhe der Kreditvergabe näher an aktuellen Marktpreisen orientieren

und mit einer dem Risiko angepassten Eigenkapitalstruktur höhere Beleihungen auf den Kaufpreis anbieten.

Während in der Vergangenheit der Fokus von Debt Funds im Wesentlichen auf Mezzanine-Finanzierungen lag, nehmen diese alternativen Anbieter mittlerweile für sich in Anspruch, auch ganz ohne eine Bank die Finanzierung als sogenanntes Whole Loan auszureichen, um die Gesamtfinanzierung sowohl im Senior als auch im Mezzanine in einer Tranche abzubilden. Dadurch sind die Finanzierungen auch im Grundbuch im ersten Rang abgesichert, was die Sicherheitenposition entsprechend erhöht und gleichzeitig die Komplexität reduziert.

Ebenso liegt der Vorteil von Whole Loans -im Vergleich zur klassischen Bankfinanzierung - in der höheren Flexibilität der Kreditausgestaltung mit LTVs bis zu 85%, einer hohen Transaktionssicherheit und schnellen Kredit- und Auszahlungsprozessen. Die hier zugrundeliegenden Kredit- und Genehmigungsprozesse sind tiefgreifend und in einem bankenähnlichen Setup zu verstehen, sodass in der Qualität der Kreditanalyse keine Unterschiede bestehen. Aufgrund der flachen Hierarchien, der geringeren Regulatorik und dem Agieren in dynamischen Investment-Teams können Kreditfonds meist entsprechende Zeitvorteile im Sinne der Kreditnehmer generieren.



Grafik 2: Gegenüberstellung Mezzanine und Whole Loans

Im Vergleich zu klassischen Senior- / Mezzanine-Strukturen bieten Whole Loans zumeist neben der schnelleren Vergabe auch Kostenvorteile, da der Kreditprozess nur eine Kreditdokumentation, einen Gutachterprozess, einen juristischen Berater und einen Verhandlungspartner erfordert. Die oftmals zeitaufwändige Verhandlung eines Intercreditor-Agreements zwischen der Senior- und Mezzanine-Tranche entfällt. Wie in Grafik 2 ersichtlich, sind Kreditnehmer auch bereit, für den schnellen, günstigen und transaktionssicheren Prozess des Whole Loans, eine (geringe) Prämie von aktuell bis zu 35 Basispunkten zu bezahlen. Diese Prämie ist der Preis für den Zeitvorteil, den der Kreditnehmer bei zeitkritischen Transaktionen als Wettbewerbsvorteil nutzen kann.

Sind alternative Finanzierungen immer teurer als Bankfinanzierungen? Die Bepreisung orientiert sich an den Rendite-Anforderungen und dem Risiko-Appetit der jeweiligen Investoren, die hinter den alternativen Kreditgebern stehen. So können konservative, auf Investment-Grade ausgerichtete Finanzierungsmodelle mit einem Coupon von 2% ausgestaltet sein. Andererseits können kurzfristige Brückenfinanzierungen für Grundstücke in der Baurechtschaffungs-Phase auch mit 15% und höher verzinst werden. Manche Projekte sind aufgrund von bereits ausgereizten Kreditlinien bei Banken auf Kreditnehmerebene oder individuellen Eigenschaften der Immobilie generell nicht zur Finanzierung durch Banken geeignet. Dies können unter anderem nicht-VDP-konforme Mieterdienstbarkeiten oder Objekte mit einer eingeschränkten Drittverwendungsfähigkeit sein. Ebenso können gute Assets in attraktiven Lagen auf einem Erbbaurechtsgrundstück stehen, dessen Restlaufzeit des Erbbaurechts nicht VDP-konform ist, so dass das Objekt für klassische Pfandbriefbanken nur schwer zu finanzieren ist. In solchen Fällen kann eine gute Qualität des Objekts und ein attraktiver Miet-Cashflow dennoch eine attraktive Finanzierungsoportunität darstellen.

Für institutionelle Investoren bietet die Investition in Immobilienfinanzierungen über alternative Kreditgeber vor allem aktuell besonders attraktive Renditen, weil die Kupons für Whole Loans und Mezzanine-Finanzierungen seit der Covid-19-Krise weiter gestiegen sind, wohingegen die Immobilienpreise gleichzeitig stabil blieben. Die Wertbasis der unterlegten Sicherheiten bleibt somit konstant.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die erhöhten Eigenkapitalanforderungen an Banken, gestiegene Risk-Weighted Assets in den Bankenbilanzen und eine damit einhergehend schärfere Selektion im Banken-Neugeschäft das zur Verfügung stehende Kreditvolumen auch in den kommenden Jahren voraussichtlich weiter verknappen und die Finanzierungslücke vergrößern werden. Mit der erwarteten Einführung von Basel IV wird sich dieser Trend noch weiter verstärken. Diese Entwicklung leitet einen strukturellen Wandel ein und bietet großes Wachstumspotential für Kreditfonds.

Kreditfonds beschäftigen zumeist erfahrene Investment Teams, oftmals ehemalige Senior-Banker und Kredit-Verantwortliche, die auch entsprechende Expertise einbringen, um die Chancen von Value-Add und Projektentwicklungen sauber strukturiert in einem Kreditprozess umzusetzen und damit auch Situationen mit höheren Renditen abzudecken.

Die erwartete Entwicklung von Kreditfonds stellt daher für institutionelle Investoren eine bedeutende Alternative zur Neuallokation in Immobilien dar - wie in der vom BAI veröffentlichten Studie bestätigt wird - und sollte somit bei der strategischen Asset Allokation nicht unberücksichtigt bleiben.

## Prime Capital Private Debt Team

Das Prime Capital Private Debt Team verwaltet Finanzierungen von über EUR 2 Mrd. und hat in den letzten 3 Jahren Real Estate Debt-Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von über EUR 560 Mio. realisiert. Weiterführende Informationen können Sie auch unserer Website entnehmen: [www.primecapital-ag.com](http://www.primecapital-ag.com).

### Contact:



**Guido Gerstner**  
Managing Director  
Real Estate Debt

Prime Capital – Investment Management  
Real Estate Debt  
[impd@primecapital-ag.com](mailto:impd@primecapital-ag.com)

**Disclaimer:**

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen (nachfolgend "**Informationen**") werden nur zu Werbezwecken bereitgestellt und werden nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten in irgendeinem Land verstanden. Sie stellen keine offizielle Bestätigung, Aufforderung oder ein Angebot zur Zeichnung oder Erwerb, Kaufe oder Verkauf von Produkten oder Dienstleistungen der Prime Capital AG, Frankfurt am Main, dar. Auf der Grundlage dieses Dokuments sollte keine Investitionsentscheidung getroffen werden. Die hierin enthaltenen Informationen sind möglicherweise nicht vollständig und enthalten möglicherweise nicht alle relevanten wesentlichen Informationen im Zusammenhang mit einem (finanziellen) Instrument, das vorgestellt wird. Die Prime Capital AG übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Vergleichbarkeit der hierin enthaltenen Informationen, die sich auf Dritte beziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden in gutem Glauben aus Quellen bezogen, die als zuverlässig angesehen werden, aber ihre Richtigkeit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Vergleichbarkeit wird von der Prime Capital AG nicht garantiert oder anderweitig garantiert oder vertreten. Insbesondere könne die hierin enthaltenen Informationen aus Quellen Dritter stammen, die auf öffentlich zugänglichen Informationen beruhen. Die Prime Capital AG übernimmt keine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung hinsichtlich der Richtigkeit, Korrektheit, Eignung oder Aktualität solcher Daten. Insbesondere ist die Prime Capital AG nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder veraltete Informationen aus diesem Dokument zu löschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Daher dürfen Informationen, die in diesem Dokument veröffentlicht wurden, nicht so verstanden werden, dass die Dinge seit der Veröffentlichung gleich geblieben sind oder dass die Informationen nach ihrer Veröffentlichung immer noch aktuell sind. Die Gültigkeit der Informationen ist auf den Zeitpunkt ihrer Ausstellung beschränkt und kann sich je nach Marktentwicklung ändern.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind vertraulich und richten sich nur an die Person, der sie zur Verfügung gestellt wurde, und dürfen unter keinen Umständen ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Prime Capital AG einer anderen Person als dem autorisierten Empfänger einer Kopie, übermittelt oder anderweitig zur Verfügung gestellt werden.

Der Inhalt dieses Dokuments ist durch geistige Eigentumsrechte der Prime Capital AG geschützt. Die Vervielfältigung, Übermittlung (elektronisch oder auf andere Weise), Verknüpfung, Änderung, Speicherung, Archivierung oder sonstige Nutzung von Informationen oder Daten zur öffentlichen oder privaten Nutzung, ganz oder teilweise, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildern bedarf der vorherigen Zustimmung der Prime Capital AG.

Die hierin enthaltenen Informationen berücksichtigen nicht die Ziele, die finanzielle Lage oder die Bedürfnisse einer bestimmten Person. Anleger sollten vor der Einwirkung auf die in diesem Dokument enthaltenen Informationen die Angemessenheit der Informationen unter Berücksichtigung ihrer individuellen Ziele, finanziellen Lage oder Bedürfnisse berücksichtigen.

Bitte beachten Sie, dass alle zukunftsgerichteten Aussagen Ziele und die Erreichung dieser Ziele unterliegen unerwarteten Risiken und Unsicherheiten und kann in keiner Weise garantiert werden.

**Datenschutz:**

Die Prime Capital AG verpflichtet sich, Ihre Privatsphäre zu schützen. Die Art der personenbezogenen Daten, die wir über Sie erfassen, hängt von der Beziehung zu uns ab. Dazu gehören (i) Ihre persönlichen Kontaktdaten wie Name, Titel, Postanschriften, E-Mail-Adressen und Telefonnummern, (ii) das Unternehmen, für das Sie arbeiten, und Ihre Position, (iii) Identifikations- und Hintergrundinformationen, die wir im Rahmen unserer Geschäftsakzeptanzverfahren über Sie erfassen können, (iv) technische Informationen wie Informationen von Ihren Besuchen auf unserer Website oder im Zusammenhang mit den Veranstaltungseinladungen, Aktualisierungen, Marketingmaterial und andere Mitteilungen, die wir Ihnen elektronisch zusenden, (v) Ihre Kommunikationspräferenzen in Bezug auf Marketingmaterialien oder (vi) andere personenbezogene Daten, die Sie uns während Ihrer Beziehung mit uns zur Verfügung stellen.

Auf die Art und Weise, wie wir personenbezogene Daten über Sie erfassen, können Folgendes gehören: (i) im Rahmen unserer Geschäftsakzeptanzverfahren, (ii) durch Ihre allgemeine Nutzung unserer Website. Insbesondere erfassen wir personenbezogene Daten über Sie, wenn Sie Formulare auf unserer Website ausfüllen und wenn Sie E-Mails an Firmenmitarbeiter senden, (iii) durch Ihre Antworten auf unsere E-Mails, in denen Sie aufgefordert werden, Informationen, die wir über Sie unterhalten, zu bestätigen und zu aktualisieren, oder dass Sie Ihre Zustimmung für die Kommunikation mit Ihnen oder (iv) durch Informationen, die Sie Vertretern unserer Firma auf Konferenzen oder ähnlichen Veranstaltungen zur Verfügung stellen, geben.