

Real Estate Debt

Finanzierungsoptionen im Umfeld steigender Zinsen und begrenzter Bankfinanzierungen

Real Estate Debt

Finanzierungsoptionen im Umfeld steigender Zinsen und begrenzter Bankfinanzierungen

Die Entwicklung der deutschen Bau- und Immobilienmärkte läuft weiterhin sehr dynamisch. Die Steigerung der Baukosten und der Hypothekenzinsen werden die Neubautätigkeit kurzfristig zurückgehen lassen. Die geringere Bautätigkeit wird auf eine deutlich höhere Nachfrage nach Wohnraum treffen – nicht zuletzt aufgrund der anhaltenden Zuwanderung. Neben dem Wohnungsneubau gibt es auch in der Breite des Gesamtmarktes zahlreiche weitere Projekte, u. a. neue Gewerbebauten und Sonderimmobilien sowie natürlich Sanierungen und Modernisierungen im Bestand, die für eine weiterhin hohe Auslastung der Projektentwickler, der Baubranche und der Immobilienwirtschaft generell sorgen.

Seitens des Staates und der europäischen Ebene werden Preise und Qualitäten vor allem durch die verschärften Regelungen hinsichtlich ESG und CO₂ dominiert. Sie führen tendenziell zu weiteren Verteuerungen, mithin einem wachsenden Investitionsvolumen.

Der Finanzierungsbedarf von Immobilieninvestoren wurde in der Vergangenheit primär durch klassische Bankdarlehen (Realkredite) gedeckt. Fraglich ist, ob der steigende Finanzierungsbedarf institutioneller und privater Anleger auch zukünftig aus dieser Ressource vollumfänglich zu versorgen ist. Steigende Zinsen, eine höhere Risikovorsorge der Banken und strengere Auswahlkriterien lassen die Nutzung dieser klassischen Finanzierungsquelle schwieriger erscheinen. Anpassungen bei Finanzierungsvolumen und Finanzierungszins sorgen tendenziell für eine Verschlechterung von Wirtschaftlichkeit und Liquidität. Die immobilienwirtschaftlichen Akteure sind somit angehalten, für ihren weiterhin hohen Investitions- und Finanzierungsbedarf auch alternative Finanzierungsquellen zu erschließen.

Die Finanzierung einer Immobilieninvestition kann mit bereits vorhandenen oder intern generierbaren Mitteln des Unternehmens erfolgen (Innenfinanzierung) oder aber extern beschafft, also von Dritten zugeführt werden (Außenfinanzierung). Je nach Art

und Bilanzierung der Mittel werden diese als Eigenkapital oder Fremdkapital eingestuft. Als Kapitalquelle dienen nicht nur Banken. Unter dem Begriff Private Debt werden Fremdmittel zusammengefasst, die überwiegend von privatwirtschaftlichen institutionellen Investoren, wie Pensionskassen, Versicherungen, Fonds und Anlagestiftungen, außerhalb des Bankensektors zur Verfügung gestellt werden.

Die vielen handelbaren Risiko- und Chancenpositionen – gerade des Mezzaninkapitals – sprechen auf der Kapitalgeberseite einen breiteren Investorenkreis an und können zu einer effizienten Kapitalstruktur beitragen. Die Kapitalbereitstellung bzw. Refinanzierung erfolgt zur Risikodiversifikation meist über Fonds bzw. Pools, mittelbar somit beispielsweise über Versicherungen und Pensionskassen.

Insgesamt wächst der Markt der Non-Bank Financial Institutions sehr stark. Gemeint sind damit jene Finanzunternehmen, welche banktypische Finanzdienstleistungen wie Kreditvergabe, Risikopooling etc. anbieten, aber selbst keine Vollbanklizenz besitzen und damit nicht einer nationalen oder internationalen Bankenaufsicht unterliegen. Gleichwohl ist dieser Markt deutlich weniger transparent als etwa der stark regulierte Bankensektor.

Diese Studie stellt die wesentlichen Treiber des Marktes alternativer Finanzierungen vor, insbesondere Real Estate Private Debt. Verschiedene Finanzierungsoptionen werden verglichen und die jeweiligen Marktpotenziale untersucht. Zusätzlich werden die wesentlichen Marktvolumina und Entwicklungen beim Kapitalbedarf, im Bankensektor und bei weiteren Finanzierungsgrößen vorgestellt. Sowohl für Immobilieninvestoren mit Kapitalbedarf als auch für Kapitalanleger als potenzielle Finanzierungsgeber wird damit etwas mehr Transparenz in ein komplexes Marktsegment gebracht.

Inhalt

01	Anhaltend dynamische Entwicklung der deutschen Bau- und Immobilienmärkte	4
	Entwicklung wohnungswirtschaftlicher Projekte	4
	Entwicklung des wohnungswirtschaftlichen Transaktionsvolumens	5
	Entwicklung des sonstigen Transaktionsvolumens	6
	Hoher und volatiler Finanzierungsbedarf	6
02	Nur anteilige Deckung des Finanzierungsbedarfes durch klassische Immobiliendarlehen von Banken	7
	Kostenentwicklung der Immobilienfinanzierung im Bankensektor	7
	Reduziertes Finanzierungsangebot seitens der Banken	8
	Wachsender Bedarf an alternativen Finanzierungsquellen	9
03	Systematisierung alternativer Finanzierungen für Immobilieninvestitionen	10
	Mezzaninkapital als variable Finanzierungsform zwischen Eigenkapital und Fremdkapital	11
	Partiarische und Nachrangdarlehen	12
	Genussrechte	13
	Stille Beteiligungen	13
	Anleihen und Schuldverschreibungen	14
04	Marktwachstum alternativer Finanzierungen (B2B, Private Debt)	15
	Kapitalwachstum bei Non-Bank Financial Intermediations (NBFi)	15
	Globaler Markt für Commercial Real Estate Debt	17
	Referenzmarkt UK mit wachsendem Anteil von Non-Bank Lenders	18
	Stetig steigende Darlehensvergabe deutscher Fonds an Immobiliengesellschaften	18
	Fundraising Real Estate Debt Funds	20
05	Fazit: Hohes Potenzial bankenunabhängiger Immobilienfinanzierungen	21

1. Anhaltend dynamische Entwicklung der deutschen Bau- und Immobilienmärkte

Die Entwicklung der deutschen Bau- und Immobilienmärkte läuft weiterhin sehr dynamisch. Neben dem häufig im Fokus stehenden Wohnungsbau gibt es in der Breite des Gesamtmarktes zahlreiche andere Projekte, u. a. neue Gewerbebauten und Sonderimmobilien sowie natürlich Sanierungen und Modernisierungen im Bestand. Konjunkturbedingt und auch mangels adäquat zu finanzierender Projektentwicklungen geht die Auslastung der Baubranche gleichwohl wieder etwas zurück.

Die Komplexität und die Dynamik des Geschehens werden zudem durch diverse Sondereffekte beeinflusst. Bekanntermaßen spielen gestiegene Baukosten aufgrund von Materialpreisen und Lohnanpassungen sowie immer noch nicht vollständig intakte Lieferketten eine große Rolle. Seitens des Staates und der europäischen Ebene werden Preise und Qualitäten insbesondere durch die verschärften Regelungen hinsichtlich ESG und CO₂ dominiert.

Vor allem aber führen die deutlich gestiegenen Leitzinsen und infolgedessen auch Immobilienfinanzierungszinsen zu Marktveränderungen. Die immobilienwirtschaftlichen Akteure sind somit angehalten, für ihren weiterhin hohen Investitions- und Finanzierungsbedarf auch alternative Finanzierungsquellen zu erschließen.

Entwicklung wohnungswirtschaftlicher Projekte

Unabhängig davon, ob früher in der Politik definierte Mengenziele wie „400.000 neue Wohnungen pro Jahr“ wohl vorerst unerreichbar sind (aktuelle Schätzung des Bauministeriums: 250.000 im Jahr 2022), sind Projektentwicklungen – gemessen an Baugenehmigungen und Fertigstellungen – auch im Wohnbereich weiterhin auf einem hohen Niveau. Besonders interessant ist das Segment der Mehrfamilienhäuser, das die amtliche Statistik gesondert in der Klasse „ab 3 Wohneinheiten“ ausweist. Kleinprojekte, insbesondere der private Eigenheimbau, bleiben somit erst einmal außen vor. Interessant im Sinne dieser Studie ist primär der professionelle Markt mit beidseitig beteiligten Unternehmen (B2B-Geschäft).

Beim Blick auf die monatlichen Werte der Baugenehmigungen ist eine deutliche Schwankung erkennbar. Dabei spielen saisonale Effekte eine Rolle, daneben auch Spezifika der Bearbeitung und Erfassung sowie kurzfristige Markteffekte, die zu Verzögerungen oder Vorwegnahmen führen (z. B. Änderungen bei Gesetzen, Satzungen, Förderbedingungen).

Die zuletzt stark diskutierten Lieferkettenprobleme und Preissprünge werden bei den geglätteten Werten (12-Monats-Trend) noch nicht sichtbar, in der langfristigen Betrachtung erscheint der positive Ba-

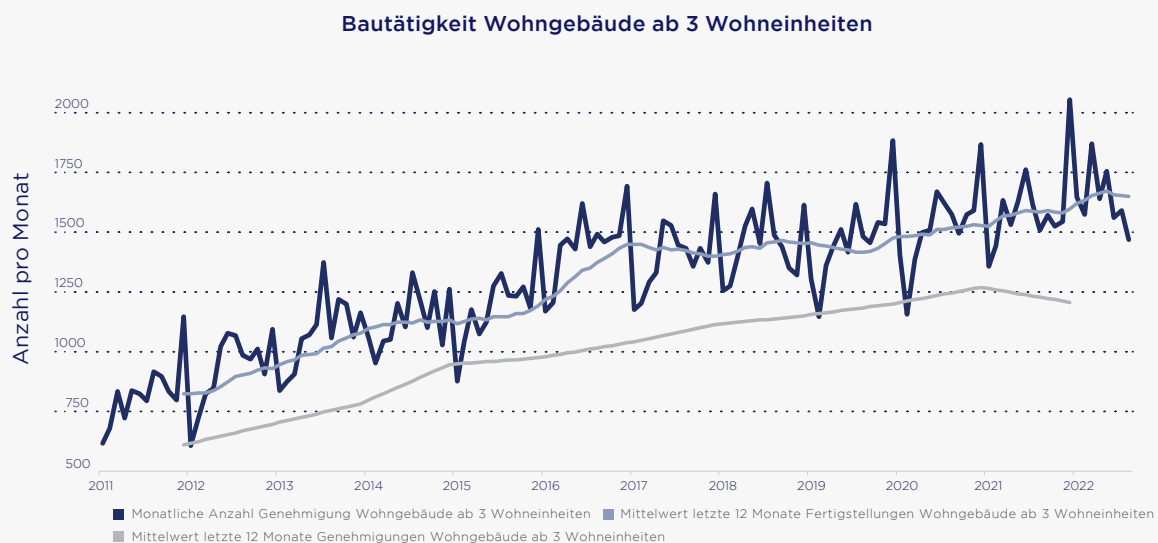


Abbildung 1: Anzahl Baugenehmigungen und Baufertigstellungen Wohngebäude ab drei Wohneinheiten, Deutschland (monatlich bzw. Mittelwerte auf Monatsbasis); Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung.

sistrend noch intakt. Dabei stiegen die monatlichen Baugenehmigungen (im Mittel der vergangenen zwölf Monate) binnen zehn Jahren von ehemals 825 auf nunmehr 1.650 im Jahr 2022 an. Offenbar werden aber nicht mehr alle Planungen auch realisiert. Ein Rückgang, vielleicht auch ein Trendbruch, ist bei den Fertigstellungszahlen wahrnehmbar.

Die tatsächlichen Bauprojekte und deren Fertigstellungen erfolgen verzögert, gewöhnlich liegen deren Zahlen auch weit unter denen der Genehmigungen. Im Jahr 2021 wurden beispielsweise nur 14.483 Objekte fertiggestellt, monatlich im Schnitt also ca. 1.200. Das liegt ca. 25 % unter den jeweiligen Genehmigungen im Jahr 2021; 11 % unter den Genehmigungen von 2020 und immer noch 8 % unter den Genehmigungen von 2019. Dazwischen liegen Differenzen aus aufgegebenen oder umgeplanten Projekten und markttypischen Time-Lags.

Es wird sichtbar, dass sich der Anteil tatsächlich umgesetzter Projekte zuletzt verkleinerte. Das kann auch an fehlenden Finanzierungen und/oder zu teuren bzw. nicht verfügbaren Bauleistungen gelegen haben. Generell wächst mit der Anzahl und Größe der Projekte auch der entsprechende Finanzierungsbedarf.

Entwicklung des wohnungswirtschaftlichen Transaktionsvolumens

Neben der Neubautätigkeit, hier primär im Sinne des Zuwachses institutioneller Portfolios gesehen, generieren auch Transaktionen mit Bestandsimmo-

bilien einen Finanzierungsbedarf bei den jeweiligen Erwerbern. Insofern ist es ebenfalls interessant, sich das Transaktionsvolumen bei Wohnimmobilienportfolios anzuschauen. Relevant für die später zu besprechenden alternativen Arten und Quellen von Immobilienfinanzierungen im B2B-Segment sind vor allem Transaktionen mit etwas größerem Volumen (keine einzelnen Eigentumswohnungen oder kleinen Miethäuser). Eine untere Grenze in dieser Betrachtung soll bei 30 Wohneinheiten gezogen werden, was auch bei preisgünstigen Immobilienbeständen einem Volumen von wenigstens 5,0 Mio. Euro entsprechen sollte.

Auch bei diesen Zahlen, hier von BNP, ist eine gewisse Entwicklungen feststellbar. In den Jahren 2019 und 2020 lag das Volumen bei jährlich knapp 20 Mrd. Euro. Ein deutlicher Ausschlag ist 2021 zu sehen, was aber auf den Sondereffekt der Übernahme der Deutschen Wohnen durch die Vonovia zurückzuführen ist (Anteil ca. 22 Mrd. Euro). Nach dem Peak im Jahr 2021 lassen die letzten Quartalsdaten vermuten, dass 2022 in etwa wieder die Werte aus 2020 die Zielmarke sein werden.

Daraus schließen lässt sich, dass auch aus dem Transaktionsgeschehen bei Wohnimmobilienportfolios ein hoher Finanzierungsbedarf resultiert, der aber in der mittelfristigen Betrachtung recht wenig volatil ist.



Abbildung 2: Transaktionsvolumen Wohnungsportfolios (ab 30 Wohneinheiten, Deutschland); Quelle: BNP Paribas Real Estate, Wohn-Investmentmarkt Deutschland At a Glance Q4 2021, Q3 2022; eigene Berechnung und Darstellung.

Entwicklung des sonstigen Transaktionsvolumens

Ein weiterer Finanzierungsbedarf gewerblicher Investoren erwächst aus dem Transaktionsvolumen sonstiger Nutzungsarten, insbesondere der unterschiedlichen Arten von Gewerbeimmobilien (Büro, Handel, Logistik etc.). Das Transaktionsvolumen in diesem Marktsegment ist klassischerweise höher als bei den zuvor besprochenen Wohnimmobilienportfolios. BNP geht davon aus, dass pro Quartal Gewerbeimmobilien im Volumen von ca. 15 bis 20

Mrd. Euro (entspricht 60 bis 80 Mrd. Euro pro Jahr) gehandelt werden. Das jeweilige Marktvolumen ist etwas volatil, wie Abbildung 3 für das Segment der Büroimmobilien zeigt. Ähnliches gilt für Logistik, ein Segment, das zuletzt sehr gefragt war, dessen Volumen aber weniger als 50 % der Büroumsätze ausmacht.

Insgesamt ist der Finanzierungsbedarf im Bereich der Gewerbeimmobilien als recht spezifisch und volatil zu sehen.

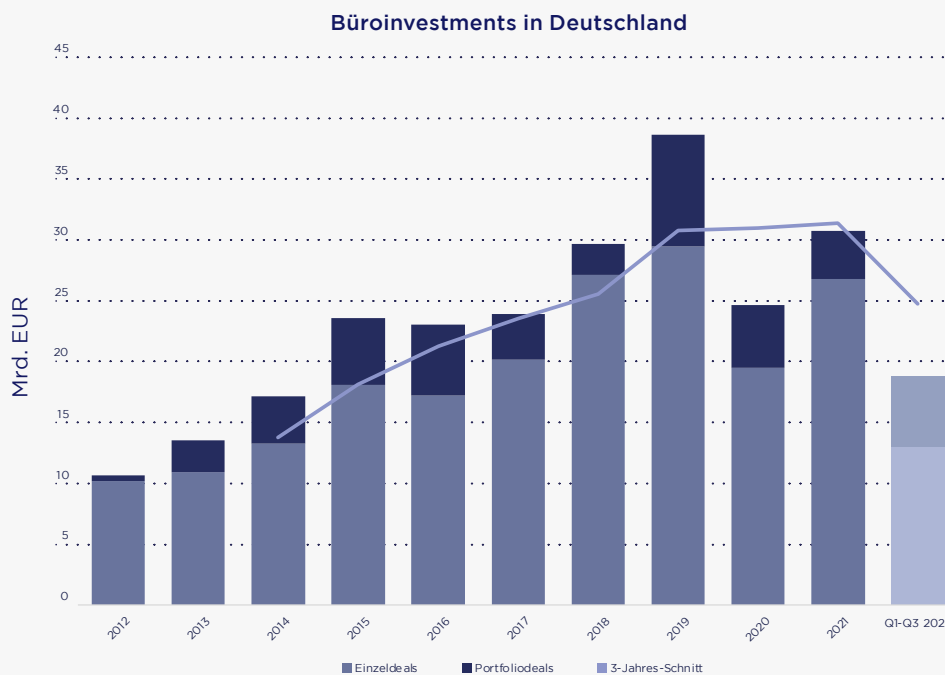


Abbildung 3: Transaktionsvolumen Büroimmobilien (Deutschland); Quelle: BNP Paribas Real Estate, Büro-Investmentmarkt Deutschland At a Glance Q3 2022; eigene Berechnung und Darstellung.

Hoher und volatiler Finanzierungsbedarf

Der Finanzierungsbedarf gewerblicher Investoren, die in dieser Studie im Vordergrund stehen sollen, ergibt sich zum einen aus der Neubautätigkeit und zum anderen aus den Transaktionen mit Bestandsimmobilien und Immobilienportfolios. Daneben spielen entsprechende Refinanzierungen eine Rolle. Bei Betrachtung der entsprechenden Marktvolumina ist festzustellen, dass das Transaktionsgeschehen mittelfristig leicht wächst. Zyklen und einzelfallbezogene Ausschläge sind typisch, gerade bei Gewerbeimmobilien. In diesem Sinne besteht eine hohe Volatilität nicht nur der Investitionsvolumina, sondern auch des entsprechenden Finanzierungsbedarfes.

Ein stärkerer Aufwärtstrend besteht im Bereich des Neubaus von Wohnimmobilien. Entsprechende

Daten liegen für Basisparameter wie die Anzahl an Projekten, Wohneinheiten und teils auch Flächen vor, nicht jedoch das insgesamt zu finanzierende Volumen im monetären Sinne. Dieses kann jedoch über die Entwicklung der Baupreise und Immobilienpreise zumindest abgeschätzt werden. So stieg der Baupreisindex für Wohngebäude (nach Destatis) in den zurückliegenden fünf Jahren um ca. 50 %. Auch der VDP – Immobilienpreisindex für selbst genutztes Wohneigentum zeigt im selben Zeitraum einen Anstieg in ähnlicher Größenordnung.

Bei somit gleichzeitig eintretenden Mengen- und Preiseffekten steigen das Investitionsvolumen und der damit einhergehende Finanzierungsbedarf erheblich. Abzugleichen wäre das nun mit den zur Verfügung stehenden Finanzierungsquellen.

2. Nur anteilige Deckung des Finanzierungsbedarfes durch klassische Immobiliendarlehen von Banken

Der Finanzierungsbedarf von Immobilieninvestoren wurde in der Vergangenheit primär durch klassische Bankdarlehen (Realkredite) gedeckt. Fraglich ist, ob der steigende Finanzierungsbedarf institutioneller und privater Anleger auch zukünftig aus dieser Ressource vollumfänglich zu versorgen ist. Steigende Zinsen, eine höhere Risikovorsorge der Banken (und damit einhergehende strengere Prüfungen, reduzierte LTVs, höhere Zinsen und teils auch Absagen) lassen die klassische Finanzierung tendenziell schwieriger erscheinen. Anpassungen bei Finanzierungsvolumen und Finanzierungszins sorgen für eine Verschlechterung von Wirtschaftlichkeit und Liquidität im Gesamtprojekt.

Kostenentwicklung der Immobilienfinanzierung im Bankensektors

Nachdem im Euroraum – und auch in anderen Währungsräumen wie der Schweiz – über viele Jahre faktisch eine Nullzinspolitik herrschte, unter der sich sowohl Staaten als auch Unternehmen und private Kreditnehmer relativ kostengünstig mit Darlehen eindecken konnten, sind in den vergangenen Monaten die Zinsen deutlich angestiegen (Abbildung 5). Infolge der massiv steigenden, oft zweistelligen Inflationsraten sahen sich die Zentralbanken gezwungen, die nicht ausreichend durch Güter und Dienstleistun-

gen gedeckte Nachfrage durch Erhöhung der Leitzinsen auszubremsten.

Die Zinsanhebungen erfolgten in kurzen Abständen mehrfach. Während die US-amerikanische Notenbank FED eine Vorreiterrolle einnahm und mittlerweile Leitzinsen bei über 4,0 % definiert, zogen andere Zentralbanken mit etwas Abstand nach. So hob insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins mehrfach an und liegt mittlerweile bei 2,5 %. Folgewirkungen für alle anderen Zinssätze am Markt, u. a. auch für Konsumentenkredite und Immobilienfinanzierungen, sind zu erwarten.

Zwar sind Immobiliendarlehen in ihrem Volumen und Zins nicht direkt von EZB-Geld abhängig, da sie sich zu großen Teilen durch Hypothekendarlehen refinanzieren lassen, jedoch spielt die sich ändernde Zinslandschaft selbstverständlich auch für dieses Finanzierungssegment eine Rolle. Die Bauzinsen orientieren sich an den Renditen langfristiger Bundesanleihen und Pfandbriefen. Über die am Kapitalmarkt handelbaren Pfandbriefe refinanzieren Banken ihre vergebenen Immobilienkredite. Als spezifisches Kapitalmarktprodukt sind Pfandbriefe über das Pfandbriefgesetz (PfandBG) staatlich reguliert und meist mit einer Immobilie (Grundschuld) abgesichert.

Marktgängige Hypothekendarlehen haben mittlerweile – je nach Restlaufzeit – eine Rendite von rund 3,2 %. Werden neue Pfandbriefe am Markt platziert,

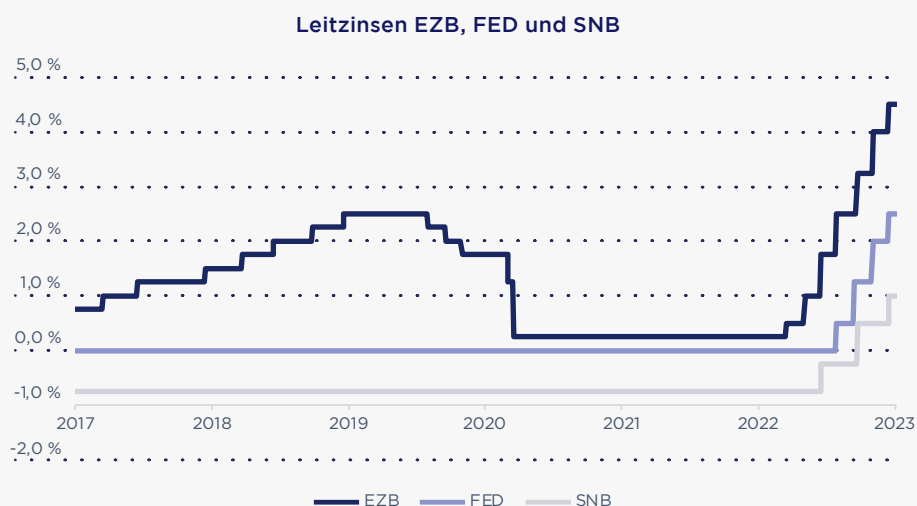


Abbildung 4: Steigende Leitzinsen verschiedener Zentralbanken; Quelle: EZB, SNB, FED; eigene Berechnung und Darstellung.

so werden sie sich an dieser marktüblichen Rendite orientieren müssen, werden also einen Zinskupon in dieser Höhe aufweisen. Bankübliche Margen, Verwaltungskosten und Risikozuschläge sind dem hinzuzurechnen. Die Entwicklung des Pfandbriefmarktes ist somit ein guter Indikator für die bei den Banken möglichen Finanzierungsbedingungen bei Immobilieninvestments.

Häufig werden für Darlehen mit zehnjähriger Zinsbindung bereits Zinsen von ca. 4,0 % gefordert, im Detail selbstverständlich abhängig von weiteren Parametern wie dem konkreten Finanzierungsgegenstand, Volumen, Beleihungsauslauf usw. Gegenüber den sehr niedrigen Zinsen vor allem in der Rückschau der vergangenen fünf Jahre führt der aktuelle Zinssprung

also wenigstens zu einer Verdopplung, in vielen Fällen zu einer Verdreifachung der bisher zu rechnenden Finanzierungskosten (je nach Referenzpunkt). Dies könnte durchaus dazu führen, dass der Erwerb oder die Errichtung einiger Immobilien mit „alten“ Parametern (z.B. unveränderten Mieten) unwirtschaftlich wird und daher zurückgestellt wird. Diese Betrachtungsweise gilt insbesondere für professionell agierende Investoren. Im Segment privater Erwerber und Eigennutzer stehen dagegen Konsum und Liquiditätsüberlegungen im Mittelpunkt. Auch werden steigende Finanzierungskosten oft bewirken, dass der Erwerb zumindest vorläufig zurückgestellt wird oder aber alternative Finanzierungsquellen erschlossen werden müssen.

Zinsentwicklung Hypothekendarlehen



Zinsentwicklung Wohnungsbaukredite

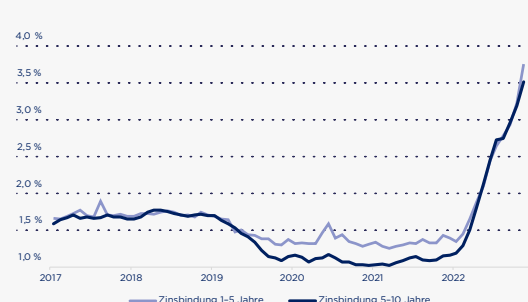


Abbildung 5: Steigende Finanzierungszinsen im Wohnungsbau (Kredite an private Haushalte) sowie ebenfalls steigende Refinanzierungskosten der Banken über Pfandbriefe; Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnung und Darstellung.

Reduziertes Finanzierungsangebot seitens der Banken

Neben dem gerade besprochenen Finanzierungszins als Preisgröße ist auch der tatsächlich verfügbare Finanzierungsrahmen als Mengengröße interessant. Nur mit einem ausreichend großen Finanzierungsvolumen, das auch noch für besondere oder schwierige Finanzierungsprojekte Mittel zur Verfügung steht, können die unterschiedlichen Finanzierungsbedarfe der Immobilienbranche in der Breite des Marktes abgedeckt werden.

Die entsprechende Kreditvergabe der unterschiedlichen Banken am Finanzierungsmarkt wird durch die Deutsche Bundesbank detailliert beobachtet und berichtet. Auffällig ist dabei, dass zuletzt sowohl die Kreditvergabe für den Wohnungserwerb und den Wohnungsbau privater Haushalte als auch die Hypothekarkredite gewerblich genutzter Objekte in Deutschland stagnierten. Bereinigt um immobilien-

wirtschaftliche Preissteigerungen (Baukostenindex) gingen sie sogar stark zurück und liegen aktuell auf unter dem Niveau von 2017.

Ob dieser Rückgang seine Ursache in der eigenständigen Entscheidung der Kreditnehmer oder in einer expliziten Zurückhaltung der Banken (z. B. auch regulatorisch bedingt) begründet hat, ist noch unklar. Vermutlich werden Finanzierungsgespräche mit den Banken aber zunehmend schwieriger. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass für jegliche Immobilienprojekte und Immobilientransaktionen auch künftig ausreichend Mittel durch den Bankensektor bereitgestellt werden können.

Zu erschwerten Finanzierungsbedingungen kann es vor allem in bestimmten Fallkonstellationen kommen, etwa bei nicht besonders nachhaltigen Immobilien oder bei Refinanzierungen bisher zinsgünstiger Darlehen, die nun auf eine veränderte Zinslandschaft treffen.

Hypothekarkredite sonstige Nutzungen

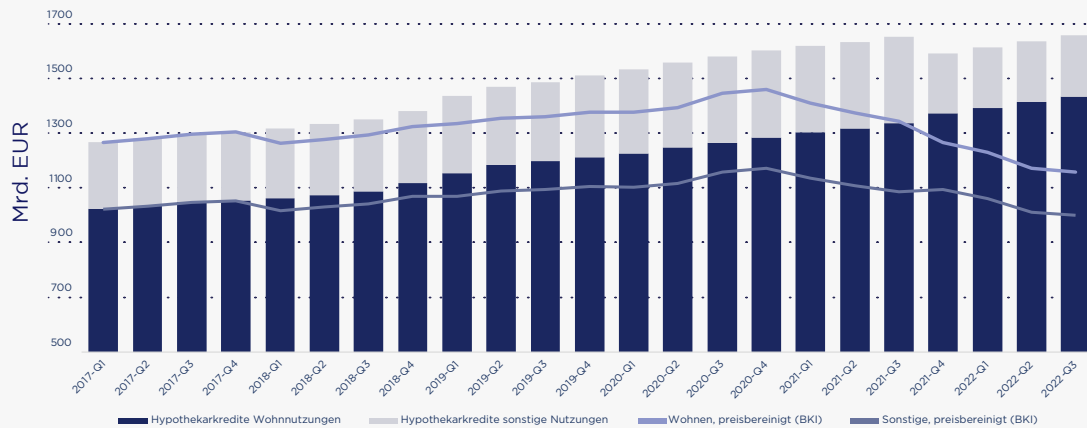


Abbildung 6: Sinkende Kreditvergabe für Immobilien (Unternehmen und private Haushalte; nominal und preisbereinigt nach Baukostenindex); Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnung und Darstellung.

Wachsender Bedarf an alternativen Finanzierungsquellen

Im Abgleich zwischen dem wachsenden Finanzierungsbedarf der Immobilien- und auch Baubranche einerseits und den begrenzten Finanzierungsressourcen des Bankensektors andererseits entsteht eine zunehmend große Lücke. Dieser Gap zwischen Nachfrage und Angebot bei Finanzierungen im Bereich der klassischen, regulierten Realkredite ist auf absehbare Zeit innerhalb dieses Marktsegments nicht abzubauen.

Seit mehreren Jahren wachsen die Bilanzsummen der relevanten Banken nur noch schwach. Sie liegen deutlich unter dem Wachstum immobilienwirtschaftlicher Asset-Preise, wie sie etwa in verschiedenen statistischen Indizes abgebildet werden (Abbildung 7). Die entsprechenden Aktiva beinhalten das Finanzierungsvolumen, die jeweiligen Passiva, deren Quellen im Sinne der Refinanzierung am Kapitalmarkt bzw. bei der Zentralbank.

Daraus entsteht ein wachsender Bedarf an alternativen Finanzierungsquellen. Besonders interessant sind somit weiterhin Angebote des B2B-Marktes wie Real Estate Private Debt. Der Trend zu B2B- bzw. Private-Debt-Finanzierungen wird sich in den nächsten Jahren weiter verstärken. Ein wesentlicher Grund für diese Entwicklung ist neben dem benötigten Finan-

zierungsvolumen gerade im Projektentwicklungsgeschäft die benötigte Flexibilität. Feste Laufzeiten und Rückzahlungstermine im Geschäftsmodell der Banken sind fallweise schwierig umsetzbar, wenn Sondersituationen wie schlechte Witterung oder unterbrochene Lieferketten ein eher unternehmerisches Handeln erfordern.

Immer strengere regulatorische Anforderungen und Bewertungsspezifika (Rating, Eigenkapitalhinterlegung) können auch ursächlich dafür sein, dass bestimmte Branchensegmente, Teilmärkte oder Projekte von Banken kaum noch oder nur mit sehr ungünstigen Konditionen finanziert werden. Markttechnisch agieren Banken typischerweise prozyklisch. Konjunkturdellen führen zu geringeren Unternehmensgewinnen und damit zu Herabstufungen in den Ratings. Die von Banken geforderten Eigenkapitalhinterlegungen erhöhen sich, wodurch kaum noch Spielraum für das Neugeschäft verbleibt. Zudem stehen nach Auslaufen von Zinsbindungen mehr risikobehaftete Darlehen in den Büchern, bei denen die Immobilienerträge die nun höheren Zinsen nicht mehr erwirtschaften können. Antizyklische Investitions- und Finanzierungsstrategien werden an dieser Stelle unmöglich. Gerade in dieser Situation werden alternative, unternehmerisch agierende Finanzierungspartner immer wichtiger.

Entwicklung Bilanzsumme deutscher Banken vs. Hauspreisindex

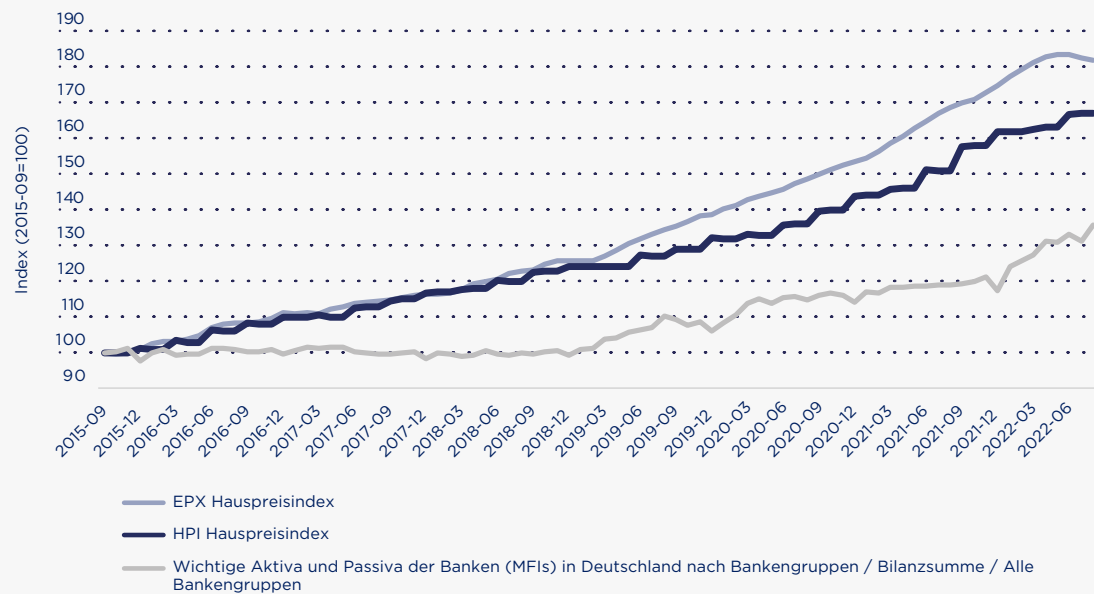


Abbildung 7: Wachstum von Vermögen bzw. Bilanzsumme von Banken vs. Anstieg der Immobilienwerte (Hauspreisindex HPI bzw. EPX); Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Europace; eigene Berechnung und Darstellung.

3. Systematisierung alternativer Finanzierungen für Immobilieninvestitionen

Die Finanzierung einer Immobilieninvestition kann mit bereits vorhandenen oder intern generierbaren Mitteln des Unternehmens erfolgen (Innenfinanzierung) oder aber extern beschafft, also von Dritten zugeführt werden (Außenfinanzierung). Je nach Art und Bilanzierung der Mittel werden diese als Eigenkapital oder Fremdkapital eingestuft.

Eine wesentliche Unterscheidung der Finanzierungsmittel besteht also darin, ob der Kapitalgeber dem Unternehmen Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung stellt. Verkürzt spricht man hierbei von Eigenfinanzierung bzw. Fremdfinanzierung.

Das Fremdkapital wird im Rahmen eines Schuldverhältnisses dem Kapitalnehmer zeitlich begrenzt zur Verfügung gestellt. Die Fremdkapitalgeber nehmen keine eigentümerähnliche Position ein, sie treffen auf Ebene des Finanzierungsgegenstandes keine unternehmerischen Entscheidungen und können insofern auch nicht dafür haftbar gemacht werden (Gläubigerstellung). Die Ansprüche werden vorrangig bedient, was das Verlustrisiko des eingesetzten Kapitals geringer als bei Eigenkapitalgebern erscheinen lässt. Die Rechte des Fremdkapitalgebers sind meist auf Informations- und Kontrollrechte begrenzt. Die genannten Merkmale führen bilanziell zum Ausweis der

Mittel als Fremdkapital (z. B. in Bilanzen und Ratings). Aus Sicht des Investors ergeben sich Vorteile wie die Bewahrung seiner Entscheidungsrechte, aber auch Nachteile wie feste, gewinnunabhängige Zahlungstermine, welche auch bei schlechter Geschäftslage (z. B. Leerstand der Immobilie) zu beachten sind. Bei der Wahl einer Eigenkapitalfinanzierung verhalten sich die genannten Parameter meist gegensätzlich: Es existieren Mitbestimmungsrechte, dagegen sind Termin und Höhe der Zahlungen (Ausschüttungen) weitgehend flexibel bzw. beschlussabhängig.

In einer anderen Perspektive kann der Kapitalbedarf durch Instrumente der Innen- und der Außenfinanzierung abgedeckt werden. Das ist jeweils in Form von Eigenkapital oder Fremdkapital möglich. Die eigenkapitalbasierte Innenfinanzierung findet über die Umsatzerlöse (bei Immobilien gehören dazu: Mieten, Pachten und sonstige Erlöse) und sonstigen Kapitalfreisetzungen als Eigenkapital statt. Zu den auf Umsatzerlösen basierten Finanzierungen gehören die zurückbehaltenen Gewinne, die Abschreibungsgegenwerte und Rückstellungen. Weiterhin sind Kapitalfreisetzungen durch Rationalisierungsmaßnahmen oder Vermögensumschichtungen möglich. Als fremdkapitalbezogene Innenfinanzierung gilt die Ver-

wendung von Rückstellungen, welche dem Eigentum oder den Ansprüchen Dritter zuzurechnen sind. Ein Beispiel hierfür sind Pensionsrückstellungen, welche für die Rentenansprüche derzeitiger Arbeitnehmer gebildet werden. Die Bedeutung solcher Innenfinanzierungsoptionen kann erheblich sein, insbesondere bei Großunternehmen. Die Zuführung von neuen unternehmensexternen Finanzmitteln erfolgt im Rahmen der sogenannten Außenfinanzierung, wiederum möglich in Form von Eigenkapital, Mezzaninkapital

oder Fremdkapital. Werden neue Investoren am Unternehmen beteiligt, so wird diese Finanzierung dem externen Eigenkapital zugerechnet. Fremdkapital in Form klassischer Bankdarlehen ist ebenfalls ein typischer Fall der Außenfinanzierung

Aus der Kombination der grundlegenden Optionen Eigen- und Fremdfinanzierung bzw. Innen- und Außenfinanzierung ergibt sich folgende Matrix der Finanzierungsquellen:

Eigenfinanzierung			
Innenfinanzierung	Mittel aus der eigenen Geschäftstätigkeit, z. B. thesaurierte Gewinne	Von den Eigentümern bereitgestellte Mittel, z. B. neue Beteiligungen	
	Im Unternehmen generierte Mittel im Eigentum Dritter z. B. Pensionsrückstellungen	Von externen Dritten bereitgestellte Mittel, z. B. Darlehen	
		Fremdfinanzierung	
		Außenfinanzierung	

Abbildung 8: Matrix der grundlegenden Finanzierungsquellen; Eigene Darstellung

Mezzaninkapital als variable Finanzierungsform zwischen Eigenkapital und Fremdkapital

Die Eigenschaften dieser grundlegenden Finanzierungsformen können durch den Einsatz innovativer Finanzierungsinstrumente weiter gestaltet werden. Die resultierenden Finanzprodukte werden dadurch teilweise sehr komplex. Erst die konkrete vertragliche Gestaltung und die Simulation ihrer Wirkungsszenarien entscheiden letztendlich über Chancen und Risiken der Finanzierung oder auch die entsprechende Zuordnung zu den Positionen Eigen-, Mezzanin- oder Fremdkapital.

Eigenkapital steht im Rahmen der Immobilienfinanzierung nur eingeschränkt zur Verfügung. Zudem bestehen bei der Aufnahme neuer Gesellschafter oft Bedenken bezüglich der erweiterten Mitspracherechte, Gewinnansprüche und Gesellschaftsstrukturen. Auf der anderen Seite stellt Fremdkapital häufig einen Knappheitsfaktor dar, welcher nicht zuletzt

durch Anforderungen der Bankenaufsicht und strengere Ratings verursacht wird.

Sofern traditionelle Kapitalquellen ausgeschöpft sind, können mezzanine Finanzierungsformen zur Schließung dieser Kapitalücke dienen. Mezzaninkapital ist eine Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital (Der Begriff „Mezzanine“ bedeutet – abgeleitet aus der Architektur – Zwischengeschoss.). Im Rahmen dieser Finanzierungsergänzung steigt das erreichbare Kapitalvolumen.

Anwendung findet Mezzaninkapital meist bei Investitionen mit hohem Renditepotenzial wie Immobilienprojektentwicklungen. Bei solchen Projektfinanzierungen wird eine rechtlich selbstständige Immobilienprojektgesellschaft gegründet (meist als Kapitalgesellschaft), die dem Zwecke der Entwicklung der Immobilie dient. Die Gesellschaft kann Kreditverträge abschließen – Adressat der Finanzierung ist die Immobilienprojektgesellschaft (bestehend aus den Eigentümern, z. B. den Projektinitiatoren).

Eigenkapital	Mezzaninkapital	Fremdkapital
Private Equity - Kooperationsformen: + Gelegenheitsgesellschaften + Interessensgemeinschaften + Kartelle + Gemeinschaftsunternehmen - Konzentrationsformen: + Mehrheitsbeteiligungen + Minderheitsbeteiligungen	Eigenkapitalnahe Gestaltung - Genussrechte - Atypisch stille Beteiligungen Fremdkapitalnahe Gestaltung - Typische stille Beteiligungen - Verkäuferdarlehen - Nachrangdarlehen / Partiarisches Darlehen - Hybridanleihen	Traditionelle Fremdfinanzierung - Realkredit (grundpfandrechtlich gesichert) - Personalkredit (entsprechend Bonität des Kreditnehmers) - Kombinationen und Sonderformen (z. B. Bausparen)
Public Equity - Börsengang, Aktienemission	Zwischenform - Wandel- und Optionsanleihen	Moderne Fremdfinanzierung - Anleihen - ABS/Securitisations - Leasing (Finance – Leasing)

Abbildung 9: Einordnung mezzaniner Finanzierungen im Kontext von Eigen- und Fremdkapital.

Mezzaninkapital weist eine Mischung der Merkmale von Eigen- und Fremdkapital auf. Charakteristisch für Mezzaninkapital ist insbesondere eine kurze bis mittelfristige Laufzeit: Die Laufzeit ist in Abhängigkeit des Finanzierungsgegenstandes unterschiedlich. Sind Immobilien oder Projekte Gegenstand der Finanzierung (Real Estate Mezzanine Finance), wird das Kapital in der Regel bis zu vier Jahre vergeben. Sind Immobilienunternehmen Gegenstand der Finanzierung (Corporate Mezzanine Finance), sind auch Laufzeiten bis zu sieben Jahren üblich.

Die Ansprüche der Mezzaninkapitalgeber werden hinter die der Gläubiger des klassischen Fremdkapitals gestellt, jedoch noch vor die Ansprüche der originären Eigenkapitalgeber. Dadurch entspricht das Mezzaninkapital zum Teil der Risikostruktur von Eigenkapital. Die Nachrangigkeit betrifft sowohl die Zins- und Tilgungszahlungen als auch die Kompensationszahlungen im Insolvenz- und Liquidationsfall. So erfolgt die Erstattung in der Regel erst nach der Rückzahlung des Fremdkapitals bzw. erst mit Einverständnis der Fremdkapitalgeber. Eine eignerähnliche Mithaftung besteht allerdings nicht. Mitsprache-, Kontroll- und Informationsrechte sind grundsätzlich gestaltungsabhängig. Im Regelfall sind sie allerdings auf die Rechte eines Fremdkapitalgebers beschränkt, also vergleichsweise gering.

Mezzaninfinanzierungen ermöglichen eine speziell auf die Immobilie zugeschnittene Gestaltung. Aufgrund der großen Flexibilität kann die Finanzierung fallabhängig mehr Eigenkapital- oder mehr Fremdkapitalcharakter annehmen und sowohl verbrieft als auch unverbrieft stattfinden.

Die regelmäßig höheren Kapitalkosten im Vergleich

zu Fremdkapital sind durch das höhere Risiko der Nachrangigkeit bedingt, wobei neben dem Ausfallrisiko auch zusätzliche Sicherheiten darauf Einfluss haben. Typischerweise liegen diese über den Kapitalmarktzinsen für Kredite, aber noch unter den Kosten für vollwertiges Eigenkapital.

Partiarische und Nachrangdarlehen

Mezzaninkapital wird zu einem Großteil in Form von partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen zur Verfügung gestellt. Diese werden in der Gruppe der mezzaninen Finanzierungen zumeist als fremdkapitalnahe Formen eingestuft.

Zu den fremdkapitalähnlichen Merkmalen gehört vor allem der Abschluss eines schuldrechtlichen Darlehensvertrages mit festgelegter Laufzeit. Dieser regelt auch die Informations-, Kontroll- und Mitbestimmungsrechte, die in der Regel auf die eines Fremdkapitalgebers beschränkt sind. Sofern Mitbestimmungsrechte vereinbart werden, sind diese meist auf Vetorechte begrenzt. Sicherheiten werden im Regelfall keine vereinbart. Zudem wird vertraglich oftmals die Abtretbarkeit der Rückzahlungsansprüche im Hinblick auf die Refinanzierung berücksichtigt.

Nachrangigkeit beinhaltet, dass die Ansprüche von Kapitalgebern erst nach bevorrechtigten Gläubigern erfüllt werden. Bei Nachrangdarlehen wird somit eine Rangrücktrittsvereinbarung als Bestandteil des Finanzierungsvertrages abgeschlossen, welche die Ansprüche der Mezzaninkapitalgeber hinter die der klassischen Fremdkapitalgläubiger (z. B. eine parallel finanzierende Bank mit einem Realkredit) stellt.

In der Regel wird in diesem Rahmen auch ein sogenanntes Intercreditor Agreement mit weiteren Gläubigern verfasst.

Bei partiarischen Darlehen wird anstelle eines festen Zinssatzes eine Gewinn- oder Umsatzbeteiligung an den Geldgeber gezahlt, daneben ist ein vereinbarter Basiszins möglich.

Die Tilgung erfolgt bei beiden Varianten meist endfällig. Im Insolvenzfall kann der Nachrang-Kapitalgeber nicht haftbar gemacht werden, es besteht keine Verlustbeteiligung. Die Bilanzierung solcher Darlehen erfolgt somit regelmäßig als Fremdkapital.

Genussrechte

Genussrechte wurden früher häufig bei Gründung oder Sanierung eines Unternehmens gewährt und in Form sogenannter Genussscheine ausgegeben, heutzutage sind sie hingegen eine verstärkt genutzte Form der Beteiligungsfinanzierung und können vom schuldscheinähnlichen bis hin zum aktienähnlichen Papier ausgestaltet werden.

Charakteristisch ist die große Flexibilität der Ausgestaltung und des Einsatzes der Finanzierung. Das ist u. a. durch die fehlende gesetzliche Abgrenzung möglich (anders als etwa bei Aktien). Aufgrund der großen Vielfalt an Gestaltungsformen wird der Genussschein als wesentliches Instrument der mezzaninen Finanzierung gesehen.

Der Emittent (z. B. ein Immobilienunternehmen) kann nach seinen individuellen Zielen und den erwarteten Zahlungsströmen die Verbriefung als Genussschein gestalten. Beispielsweise kann eine Projektentwicklung mit anschließender Vermietung und einem Weiterverkauf in z. B. acht Jahren am besten so finanziert werden, dass bis zur Fertigstellung keine Kapitalvergütungen (Zinsen, Gewinnausschüttungen) gezahlt werden, in der Vermietungsphase laufende Zahlungen in geringer Höhe geleistet werden und nach der Veräußerung des Objektes ein größerer Gewinn in einer Summe ausgeschüttet wird. Somit entstehen in keiner Phase unnötige Liquiditätsbelastungen.

Grundsätzlich kann jede Art von Vermögensrechten an der Gesellschaft wie Unternehmens- oder Restwertgewinne (= Liquidationserlös – Buchwert) verbrieft werden. Aber auch hinsichtlich der Rechtsform des Emittenten und der Laufzeit (befristet/unbefristet) besteht hohe Flexibilität. Zur Einordnung als Genussschein wird allerdings von Wirtschaftsprüfern eine Laufzeit von mindestens fünf Jahren vorausgesetzt, weshalb Genussscheinfinauzierungen eher für langfristige und größere Platzierungen auf dem Kapitalmarkt geeignet sind.

Aus der Verbriefung von schuldrechtlichen Verträ-

gen bzw. Genussrechten entsteht ein Anspruch auf Beteiligung an Gewinnen und Vermögen. Formen der Verbriefung können z. B. eine reine Beweisurkunde (zur Verwahrung beim Inhaber und zur späteren Vorlage bei Forderungen) oder ein Wertpapier an der Börse (geeignet zum schnellen und einfachen Weiterverkauf) sein. Die Art und Weise der Verbriefung hat dabei erheblichen Einfluss auf die Handelbarkeit der Genussscheine und damit auf die generelle Attraktivität für potenzielle Investoren. Aufgrund der einfachen Übertragbarkeit wird in der Praxis besonders häufig von den Inhaberpapieren Gebrauch gemacht, welche an nachfolgende Investoren ohne Genehmigung des Emittenten oder ohne besondere Formerfordernisse weiterverkauft werden können. Ein wesentlicher Parameter der Verbriefung ist auch die Bonität des Emittenten, welche den Umfang und die Konditionen der Verbriefung beeinflusst.

Bei Insolvenz beschränkt sich die Verlustbeteiligung des Kapitalgebers auf seine Einlage. Eine weitergehende Haftung besteht meist nicht, da sonst die Marktgängigkeit negativ beeinflusst würde. Dem Genussscheininhaber stehen zudem die Informationsrechte eines Gläubigers zu. Diese können bei Bedarf um besondere Kontrollrechte erweitert werden.

Im Immobilienbereich besteht zusätzlich die Möglichkeit, den Anlegern Grundpfandrechte, Nutzungs-, Bezugs- und Umtauschrechte einzuräumen. Durch die Sonderrechte weisen Genussscheine oft ein gutes Risiko-Chancen-Profil auf. Die Genussscheininvestoren besitzen allerdings keinerlei unternehmerische Mitspracherechte und werden als nachrangige Gläubiger behandelt. Dieses höhere Risiko gegenüber anderen Gläubigern wird über eine entsprechende Risikoprämie vergütet, die durchaus die Rendite von reinen Eigenkapitalgebern erreichen kann.

Stille Beteiligungen

Bei einer typischen stillen Beteiligung wird eine Vermögenseinlage in eine Gesellschaft durch einen Gesellschafter anonym getätigt. Das heißt, sie ist im Außenverhältnis nicht erkennbar, erfolgt rechtsformunabhängig sowie ohne Eintragung in das Handelsregister und ohne notarielle Beurkundung. Bei der vertraglichen Ausarbeitung ist viel Flexibilität vorhanden. Das umfasst z. B. die Dauer der Mittelüberlassung, die sowohl unbefristet als auch kündbar vereinbar ist, oder die Festlegung von Kontrollrechten. Mindestbeträge sind bei den typischen stillen Beteiligungen nicht notwendig.

Verlustpartizipation besteht grundsätzlich bis zur Einlagenhöhe. Eine Haftung darüber hinaus kann vertraglich ausgeklammert werden. Die Ansprüche

des Gesellschafters haben aber Nachrang gegenüber den Fremdkapitalgebern, seine Rechte sind auf die eines Fremdkapitalgebers beschränkt. Das heißt, er hat zwar Informations- und Kontrollmöglichkeiten und gegebenenfalls auch Zustimmungs- und Vetorechte gemäß rechtlichen oder vertraglichen Bestimmungen, aber keinerlei unternehmerische Mitbestimmung.

Aus der Einlage entstehen schuldrechtliche Ansprüche, die meist in Form eines Fixentgelts und einer variablen Gewinnbeteiligung abgegolten werden. Allerdings umfassen die erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile keine (wie bei den atypisch stillen Gesellschaftern) Beteiligung an Unternehmenswertsteigerungen und stillen Reserven. Die variable Gewinnbeteiligung dient als Risikozuschlag, denn im Normalfall stehen dem typischen stillen Gesellschafter keine Sicherheiten zur Verfügung. Die Tilgung der Mittel erfolgt in der Regel endfällig mit der Rückzahlung der Einlage.

In Ratings werden die Mittel als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet. Ihre bilanzielle Behandlung ist allerdings gestaltungsabhängig. Durch die fehlende Wertsteigerungsbeteiligung werden sie eher dem Fremdkapital zugeordnet, weshalb die Zinsen bzw. Ausschüttungen im Regelfall als Betriebsausgaben abziehbar sind. Nachteilig ist die im Vergleich zu anderen mezzaninen Finanzierungen geringe Handelbarkeit der Anteile. Das schließt z. B. auch den kapitalmarktorientierten Handel aus.

Der atypische stille Gesellschafter stellt seine Einlage im Normalfall unbefristet, aber mit Kündigungsoption zur Verfügung. Mindestbeträge sind ebenso wie bei den typischen stillen Beteiligungen nicht notwendig. Ein atypischer stiller Gesellschafter besitzt die typischen Eigentümerrechte der unternehmerischen Mitsprache und Kontrolle. Die Stellung als Mitunternehmer wird neben der Mitunternehmerinitiative auch durch das Tragen von unternehmerischem Risiko als Resultat der Verlust- und Substanzbeteiligung begründet. Die Haftung im Schadens- und Insolvenzfall ist vertragsabhängig.

An den Erfolgen, Wertsteigerungen und stillen Reserven einer Unternehmung partizipiert der atypische stille Gesellschafter. Aufgrund der eigentümerähnlichen Merkmale gilt die Finanzierung bei der Bilanzierung regelmäßig als Eigenkapital, was jedoch grundsätzlich ebenfalls gestaltungsabhängig ist. Steuerlich erfolgt der Ausweis als Eigenkapital bei der Erfüllung der Merkmale einer Mitunternehmerschaft. Im Rating erfolgt in der Regel die Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital.

Anleihen und Schuldverschreibungen

Schuldverschreibungen sind Wertpapiere, welche Forderungsrechte verbrieften (Recht auf Rückzahlung und Recht auf Zinsen). Sie werden von einem (Immobilien-)Unternehmen ausgegeben, um fremde Mittel zu beschaffen. Eine spezifische Form der Schuldverschreibungen stellen Anleihen dar, welche – im Unterschied zu Krediten, die einen Vertrag mit einer spezifischen Bank beinhalten – in der Regel öffentlich begeben werden, sodass jedermann dem Emittenten der Anleihe Kapital für die Dauer der Laufzeit überlassen kann. Häufig sind Anleihen auch über Börsen handelbar.

Options- und Wandelanleihen wiederum sind spezifische Anleihen (bzw. gleichzeitig Schuldverschreibungen), bei denen für den Kapitalgeber die Möglichkeit der Teilhabe am Unternehmenserfolg als Anteilseigner bzw. Eigenkapitalgeber besteht. Durch die zusätzlichen Optionen (Recht zum Kauf einer Aktie zu einem bestimmten Preis) bzw. das Umtauschrecht (Umtausch/Wandel der Anleihe in Aktienkapital) sind günstigere Kapitalkosten als bei reinen Fremdfinanzierungen erzielbar. Die zeitliche und betragsmäßige Entstehung von zusätzlichem Eigenkapital ist jedoch unsicher. Typischerweise sind die Laufzeiten im langfristigen Bereich anzusiedeln, da die Performance der Immobilienunternehmung auch erst im Zeitablauf steigt und sich die Wandlungs- und Optionsrechte erst damit für den Investor lohnen.

Verlustbeteiligung und Haftung sind nicht üblich, die Ansprüche haben aber Nachrang zu anderen Gläubigern. Für die Kapitalbereitstellung in Form des Nennbetrages der Anleihen erhalten die Kapitalgeber eine fixe Vergütung bezogen auf das eingesetzte Kapital. Diese wird bei Wandlung bzw. Inanspruchnahme der Option um eine variable gewinnabhängige Komponente erweitert oder ersetzt, auch hierbei gibt es wiederum verschiedene Ausgestaltungsmöglichkeiten. Die Tilgung erfolgt endfällig bzw. mit der Wandlung der Anleihen in Beteiligungsrechte. Vor der Wandlung bzw. Ausübung der Option wird das Kapital bilanziell und im Rating als Fremdkapital qualifiziert. Danach erfolgt der Ausweis als Eigenkapital. Dementsprechend sind die Zinsen anfangs als Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig, danach werden sie steuerlich als Gewinnausschüttungen behandelt.

Optionsanleihen mit Optionsschein (Cum Warrant) verbrieften einen Zinsanspruch während der Laufzeit der Anleihe neben dem Anspruch auf Tilgung am Ende der Laufzeit. Zusätzlich wird das Recht gehandelt, künftig einen Anteil der Gesellschaft erwerben zu können (Recht auf Bezug von Aktien). Das erfolgt zu einem heute vereinbarten Preis, unter be-

stimmten Bedingungen und mit einer festgelegten Frist innerhalb der die Option ausgeübt werden darf. Vorteil ist die Flexibilität dieser Finanzierung für den Kapitalgeber, da die Option (Warrant) getrennt von der Anleihe (Ex Warrant) handelbar ist. Die höhere Flexibilität des Kapitalgebers wirkt über günstigere Kapitalkosten auch auf den Kapitalnehmer. Die Laufzeiten liegen bei zehn bis zwölf Jahren und sind für eine langfristige Immobilienfinanzierung somit geeignet. Bei den Optionsanleihen bleibt der Status des Fremdkapitalgebers bestehen, der Fremdkapitalgeber wird aber zusätzlich Eigenkapitalgeber – für die Immobiliengesellschaft kommt es zu einer Bilanzverlängerung (Summe aus Fremdkapital + Eigenkapital). Auch bei einer Wandelanleihe besteht für den Anleiheninhaber die Möglichkeit, innerhalb einer vorher festgelegten Frist zu einer ebenfalls zuvor definierten Wandlungsquote die Rückzahlungsansprüche seiner Anleihen in Gesellschaftsanteile (meist Aktien), also Eigenkapital zu wechseln – der Fremdkapitalgeber wird somit zum Eigenkapitalgeber und die Immo-

biliengesellschaft tauscht Fremd- in Eigenkapital. Dadurch kann der Kapitalgeber am Gewinn und an der Wertentwicklung des Unternehmens teilnehmen, verzichtet für die Option aber auf einen Teil seiner Zinsansprüche. Das bedeutet bis zur Wandlung günstiges Fremdkapital ohne Mitspracherechte; nach der Wandlung in Aktien liegt dagegen Eigenkapital vor. Im Unterschied zur Optionsanleihe, bei der nach Ausübung der Option die Anleihe weiterhin besteht, sind Wandlungsrecht und Anleihe nicht getrennt handelbar, ein Tausch der Anteile findet gegen die Schuldverbrieftung statt.

Wandel- und Optionsanleihen bedienen Anleger mit mittlerem Risikoprofil, welche gegenüber einer reinen Aktienanlage eine zusätzliche Absicherung (Mindestverzinsung) suchen, gleichwohl aber an Marktchancen partizipieren möchten. Der Vorteil beider Anleiheformen liegt für das emittierende Immobilienunternehmen in der relativ günstigen Finanzierung seiner Vorhaben.

4. Marktwachstum alternativer Finanzierungen (B2B, Private Debt)

Die vielen handelbaren Risiko- und Chancenpositionen gerade des Mezzaninkapitals sprechen einen breiteren Investorenkreis an und können zu einer effizienten Kapitalstruktur beitragen. Hauptakteure (= Kapitalgeber) bei der Vergabe von Hybridkapital sind institutionelle Investoren wie Versicherungsgesellschaften, Universal- und Spezialbanken sowie Fonds von Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Die Bereitstellung erfolgt entweder über Direktbeteiligungen oder über dazu gegründete Gesellschaften. Die Refinanzierung der Kapitalbeteiligungsgesellschaften erfolgt wiederum über Kapitalsammelstellen wie Kreditinstitute, Versicherungen und Pensionskassen. Die Bildung von Finanzierungskonsortien und Verbänden findet hauptsächlich zur Risikodiversifikation statt.

Die Kapitalgeberstruktur des Real Estate Mezzanine Capital unterscheidet sich erheblich von der Unternehmensfinanzierung, also der Corporate Mezzanine Finance. Im Bereich der Real Estate Mezzanine Finance treten hauptsächlich Banken auf, während Corporate Mezzanine Finance auch durch Private-Equity-Fonds, Mezzanine-Fonds und vermögende Privatpersonen („Family Offices“, Stiftungen) üblich sind.

Gerade im Bereich des Mezzaninkapitals – aber auch darüber hinaus – entstanden in den vergangenen Jahren zahlreiche bankenunabhängige Finanzierungsangebote, die sich in Begriffen wie B2B-Financing, Non-Bank Financial Intermediations und Private

Debt widerspiegeln.

Unter dem Begriff Private Debt fasst man Fremdmittel zusammen, die überwiegend von privatwirtschaftlichen institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen, Fonds und Anlagestiftungen außerhalb des Bankensektors zur Verfügung gestellt werden.

Kapitalwachstum bei Non-Bank Financial Intermediations (NBFI)

Unter Non-Bank Financial Institutions bzw. NBFI-Unternehmen versteht man Finanzunternehmen, welche banktypische Finanzdienstleistungen wie Kreditvergabe, Risikopooling etc. anbieten, selbst aber keine Vollbanklizenz besitzen und damit nicht einer nationalen oder internationalen Bankenaufsicht unterliegen. Beispiele sind etwa Versicherungsunternehmen und Mikrokreditorganisationen. Die mit der gleichen Abkürzung NBFI bezeichneten Non-Bank Financial Intermediations umfassen vielfältige Finanzaktivitäten, Finanzbeteiligungen und Finanzierungsangebote. Finanzintermediationen im grundsätzlichen Sinne umfassen die Zusammenführung von Kapitalnachfrage und -angebot, u. a. auch am B2B-Markt.

Wenngleich der Markt deutlich weniger transparent ist als etwa der gut überwachte Bankensektor, so gibt es dennoch Unternehmen und Organisationen zur Marktanalyse und -steuerung. So ist beispielsweise das Financial Stability Board (FSB) eine inter-

ationale Organisation, welche sich dem globalen Finanzsystem und insbesondere auch dem Private-Debt-Markt widmet und diesen Bereich im gewissen Sinne auch überwacht. Mitglied in diesem Rat bzw. Board sind u. a. die Nationalbanken der G20-Staaten. Das FSB publiziert einige Kennzahlen, die das dynamische Marktwachstum quantifizieren lassen. Neben dem Gesamtvolumen gibt es in den Veröffentlichungen auch mehrere Unterkategorien, u. a. mit der Abgrenzung „NBFI Narrow“. Darunter werden NBFI im engeren Sinne verstanden. Das ist definiert als die Summe aus wiederum fünf Untergruppen, den sogenannten Economic Functions EF1 bis EF5, die im Wesentlichen als Finanzierungstransaktionen verstanden werden können. Nach der Originaldefinition des FSB umfasst das die Bereiche:

- EF1 Collective investments vehicles with features that make them susceptible to runs
- EF2 Lending dependent on short-term funding
- EF3 Market intermediation dependent on short-term funding
- EF4 Facilitation of credit intermediation
- EF5 Securitisation-based credit intermediation

Im auswertbaren Fünfjahreszeitraum 2014 bis 2019 ist in fast allen Mitgliedsstaaten des FSB der NBFI-Sektor wesentlich stärker gewachsen als der traditionelle Bankenmarkt. Im Zeitraum ist der Wert aller finanziellen Assets in den Mitgliedsstaaten um durchschnittlich 5,0 % im Jahr gewachsen. Während dieser

Wert im traditionellen Banksektor nur unterdurchschnittlich um 3,7 % p. a. gewachsen ist, ist der NBFI-Sektor überdurchschnittlich mit einer jährlichen Rate von 5,9 % gewachsen. Der NBFI-Sektor ist wesentlich größer als der Bankensektor. Der NBFI-Sektor, wovon der Private-Debt-Markt ein Teilmarkt ist, der FSB-Mitglieder hatte 2020 ein Gesamtvolumen von 469 Bio. US-Dollar, während der Bankensektor lediglich ein Volumen von 180 Bio. US-Dollar umfasste.

Die Entwicklung der Non-Bank Financial Intermediations verlief auch in Deutschland in den zurückliegenden Jahren sehr dynamisch. Abbildung 10 zeigt die Finanzintermediationen, also u. a. die Kreditvergabe aller sogenannter NBFIs. Diese sind innerhalb des betrachteten Fünf-Jahres-Zeitraums um 38,3 % gewachsen. Somit kann im gesamten Private-Debt-Markt in Deutschland ein grundsätzlich zunehmender Trend beobachtet werden. In absoluten Zahlen betrug das NBFI-Gesamtvolumen im Jahr 2002 5,84 Bio. US-Dollar und im Jahr 2020 8,07 Bio. US-Dollar. Das in den NBFI enthaltene Immobiliengeschäft ist im Verlauf nicht exakt einschätzbar. Lediglich Einzelzahlen werden in den Reports genannt. So quantifiziert der EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2021 mit europäischen Daten für das Jahr 2020 zwar einen Umfang der NBFI bezogen auf Immobilienfonds in Höhe von ca. 400 Mrd. Euro und bezogen auf Private Equity Funds von 800 Mrd. Euro, gibt für die ebenfalls beobachtete Klasse Private Debt Funds jedoch keinerlei Zahlen an. Demzufolge werden auch keine Größen für die noch spezifischere

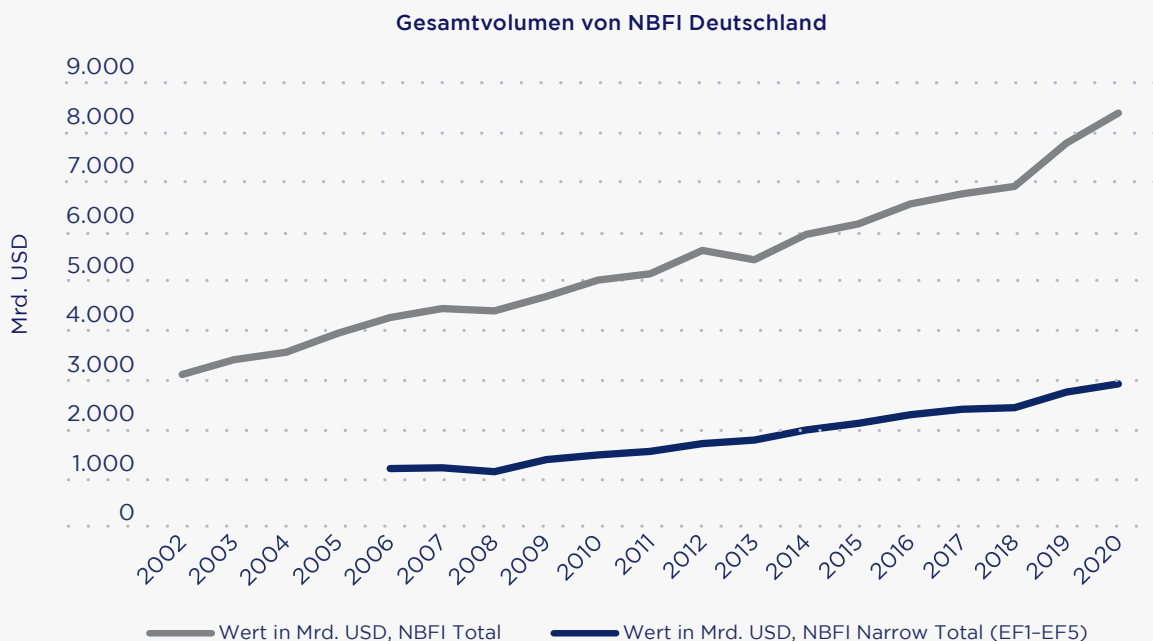


Abbildung 10: Entwicklung NBFI insgesamt und NBFI Narrow von 2002 bis 2020; Quelle: Financial Stability Board (FSB); eigene Berechnung und Darstellung.

Kategorie des Debt-Marktes für Immobilienfinanzierungen geliefert. Insofern kann man nur annehmen, dass deren Volumen zumindest mit dem Gesamtmarkt wächst.

Globaler Markt für Commercial Real Estate Debt

Der globale Markt von Commercial Real Estate Debt stellt sowohl für Banken als auch für die zuvor betrachteten Non-Bank Financial Institutions eine alternative Möglichkeit der Cashflow-Generierung und der Risikodiversifikation dar. Gerade in Zeiten knapper Investmentalternativen bei Direktanlagen offerieren Debt-Investments einen besonderen Weg, um in Immobilienmärkten zu investieren.

Hinsichtlich der Teilmärkte und Nutzungsarten gelten besonders größere, professionelle Investments aufgrund ihrer Effizienz und Transparenz als geeignet. Commercial Real Estate Debt umfasst in diesem Sinne meist Finanzierungen von Ankäufen und Projektentwicklungen in den Bereichen Büro, Hotel, Einzelhandel und Logistik. Aber auch größere, professionell verwaltete Wohnanlagen („Multifamily Residential“) werden im US-amerikanischen Marktverständnis durchaus zu „Commercial“ gezählt, also vom kleinteiligen, privat genutzten oder vermieteten „Residential“-Bestand abgegrenzt.

Der globale Markt von Commercial Real Estate Debt umfasst – je nach Quelle – ein Gesamtvolumen von mindestens 6,0 Bio. US-Dollar (Abbildung 11). Den

mit Abstand größten Anteil hat der CRE-Debt-Markt in Nordamerika, welcher mit einem Gesamtvolumen von ca. 2,6 Bio. US-Dollar mehr als 40 % des Gesamtmarktes ausmacht. Ein knappes weiteres Drittel umfasst der europäische Markt – mit knapp 2,0 Bio. US-Dollar ist er aber in Bezug auf die deutlich größere Bevölkerung noch weniger ausgeprägt als in Nordamerika. Weitere 1,3 Bio. US-Dollar entfallen auf den APAC-Raum, der Südostasien und Australien umfasst. Der Rest der Welt spielt eine untergeordnete Rolle.

Wenn man die Volumina der Märkte ins Verhältnis zur jeweiligen Bevölkerung setzt, fällt auf, dass der CRE-Debt-Markt in Nordamerika bereits sehr groß ist, während er verglichen dazu in Europa und im APAC-Raum eher eine untergeordnete Rolle spielt. Nordamerika hat zwar nur 86 % der Einwohner Europas, dafür aber einen um 38 % größeren CRE-Debt-Markt. Enorme Wachstumspotenziale für CRE-Debt bestehen auch aufgrund der generell hohen Kapitalverfügbarkeit bei den Non-Bank Financial Institutions. Angesichts der teils schwierigen Kreditversorgung im Bereich der klassischen Bankenlandschaft und des anhaltend hohen Finanzierungsbedarf auch in Europa sind durchaus Aufholprozesse zu erwarten. Werden diese Anlagevolumen zukünftig zu größeren Anteilen zugunsten des Debt-Marktes allokiert, so kann dieser neben den Banken die erforderlichen Finanzierungsmittel für immobilienwirtschaftliche Ankäufe und Projekte zur Verfügung stellen.

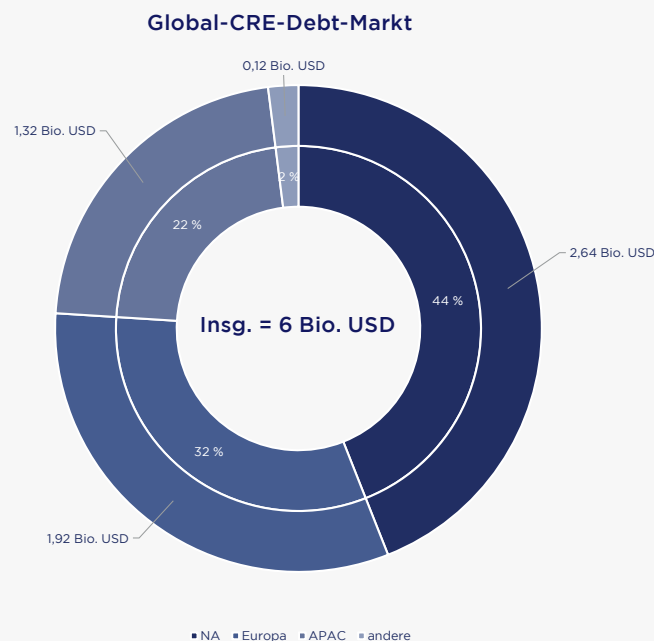


Abbildung 11: Global Commercial Real Estate Debt Market; Quelle: Barings Bank; eigene Berechnung und Darstellung.

Referenzmarkt UK mit wachsendem Anteil von Non-Bank Lenders

Geht man davon aus, dass der bankenunabhängige Immobilienfinanzierungsmarkt in Europa verglichen mit Nordamerika noch große Aufholpotenziale hat, so sind erste Anzeichen für diese Entwicklung interessant. Diese finden sich bereits recht deutlich im UK-Markt. Das Vereinigte Königreich ist sicher das europäische Land, welches den ebenfalls angelsächsisch geprägten USA am ähnlichsten ist. Zumindest gilt das für den Finanzmarkt. Non-Bank Financial Institutions haben dort bereits größere Teile des Immobilienfinanzierungsmarktes übernommen (Abbildung 12).

Während im Jahr 2012 nur etwas mehr als 9,0 % aller gewerblichen Immobilienfinanzierungen von Nicht-Banken gewährt wurden – was im Übrigen der heutigen Anteil in anderen europäischen Ländern ist –, lag der Anteil im Vereinigten Königreich 2020 bereits bei 27,8 %. Er hat sich binnen acht Jahren somit fast ver-

dreifacht. Noch deutlicher wird der Bedeutungsgewinn im Neugeschäft der Immobilienfinanzierung. Im ersten Halbjahr 2022 stammten ca. 38 % der neuen Darlehen aus dem bankenunabhängigen Debt-Bereich. Somit wächst der Private-Debt-Markt weiterhin sehr dynamisch.

Das Vereinigte Königreich kann als Vorreiter für Kontinentaleuropa gesehen werden. Das bestätigt auch eine Studie von PwC aus dem Jahr 2022, die 844 Unternehmen aus 20 europäischen Ländern nach aktuellen Trends auf dem Immobilienmarkt befragte, u. a. auch zu Trends in der Immobilienfinanzierung. Dabei gaben 73 % der befragten Unternehmen an, dass künftig Finanzunternehmen eine entscheidendere Rolle spielen werden. 76 % sagten das auch für alternative Kreditplattformen und 69 % für andere nicht institutionelle Kreditgeber. Bei den traditionellen Banken prognostizieren hingegen nur 31 % eine Zunahme, während 40 % stagnierende Erwartungen haben und 29 % sogar eine Abnahme klassischer Bankfinanzierungen vorhersagen.

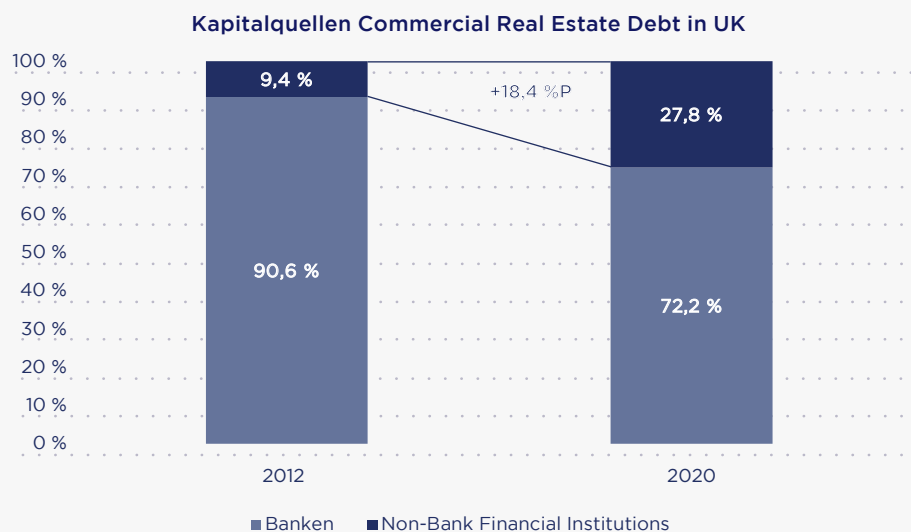


Abbildung 12: Anteilige Kapitalquellen UK-Commercial Real Estate; Quelle: Bayes Business School London; eigene Berechnung und Darstellung.

Stetig steigende Darlehensvergabe deutscher Fonds an Immobiliengesellschaften

Eine kleinteilige Analyse deutscher Kreditprodukte im Immobilienbereich ist mangels Datengrundlage schwierig, der Markt ist generell sehr intransparent. Zumindest eine Indikation der auch hierzulande vorhandenen Dynamik ist aber durch einige spezifische Bundesbankstatistiken möglich. So wird etwa die Anlagestrategie ausgewählter Fondssegmente beleuchtet, z. B. mit der Zeitreihe „Geschlossene Investment-Vermögen / Geschlossene Immobilienfonds /

Darlehen an Immobilien-Gesellschaften“ sowie weiterer Unterkategorien in diesem Bereich.

Die in Deutschland seit vielen Jahrzehnten aktiven Kapitalsammelstellen in der Variante „Geschlossener Investmentfonds“ haben demnach neben der klassischen Anlage in Immobilien und andere Assets auch das Finanzierungsgeschäft für sich entdeckt. Aus dem durch das Fondsprodukt akquirierte Vermögen werden zunehmend auch Darlehen an Immobiliengesellschaften ausgereicht.

Die Marktanteile sind noch recht klein, wachsen aber stark. Immerhin beträgt der Darlehensbestand mitt-

lerweise knapp 3,0 Mrd. Euro (Abbildung 13).

Über die vergangenen fünf Jahre betrug das Wachstum ca. 65 %. Nicht zu unterschätzen sind jedoch bestimmte Beschränkungen und Nachteile aufgrund der steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen solcher Produkte. Das verdeutlicht insbesondere ein Blick nach Luxemburg. Dort haben einer Studie zufolge Private-Debt-Produkte mittlerweile ein Volumen von ca. 181 Mrd. Euro erreicht (KPMG, alfi: Private debt fund survey 2021). Ca. 4,0 %, mithin gut 7,0 Mrd. Euro, entfallen davon auf den Finan-

zierungsbereich Real Estate. Dabei dürften sich die wenigsten Immobilien in Luxemburg selbst befinden. Anzunehmen ist vielmehr, dass ein höherer Anteil der Finanzierungen auf Immobilien und Projekte in Deutschland entfällt. Damit dürfte das tatsächliche Volumen in Deutschland durch Private-Debt-finanzierter Immobilien deutlich über den gezeigten Zahlen der Bundesbankstatistik, die nur die Darlehensvergabe der geschlossenen Fonds in Deutschland erfasst, liegen.

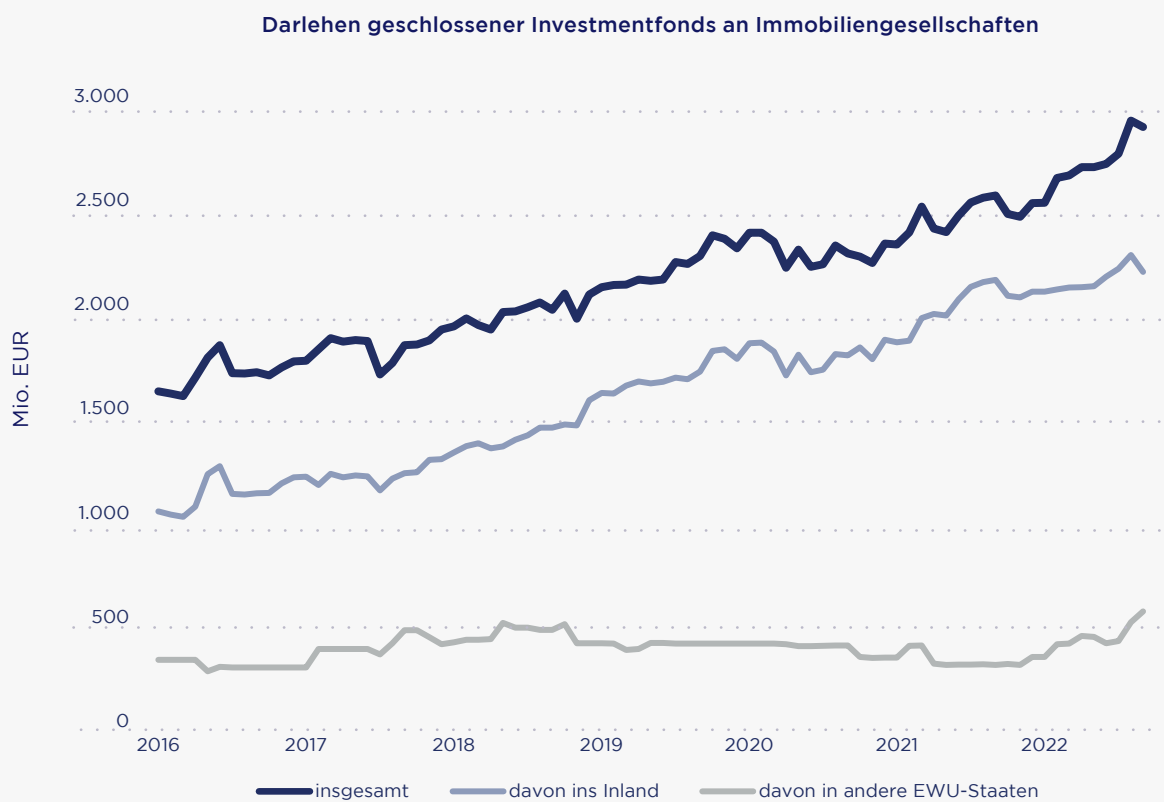


Abbildung 13: Darlehen geschlossener Investmentfonds an Immobiliengesellschaften; Quelle: Bundesbank; eigene Berechnung und Darstellung.

Fundraising Real Estate Debt Funds

Die Finanzierung von bankenunabhängigem Private Real Estate Debt erfolgt aufgrund des erforderlichen Volumens sowie der Komplexität im Management und Controlling regelmäßig über professionell agierende Debt-Fonds.

Zum Marktsegment international und national agierender Real-Estate-Fonds gibt es Marktbeobachtungen von PERE Research & Analytics mit einem Datenbestand von insgesamt ca. 9.300 Fonds mit Schwerpunkt USA und Europa. Einzeln ausgewiesen

werden bestimmte Strategien, u. a. auch Real Estate Debt. Demnach betrug im Beobachtungszeitraum seit 2017 der Anteil der Debt-Strategien innerhalb der beobachteten Gruppe im Fundraising zumeist etwa 15 %, in einzelnen Jahren auch ca. ein Viertel. Die recht hohen Werte dürften auf den höheren Anteil an US-Produkten in der Beobachtungsgruppe zurückzuführen sein.

Interessant ist das Gesamtvolumen von Private Debt, das im berichteten Fundraising bei jährlich ca. 35 Mrd. US-Dollar liegt (Abbildung 14).

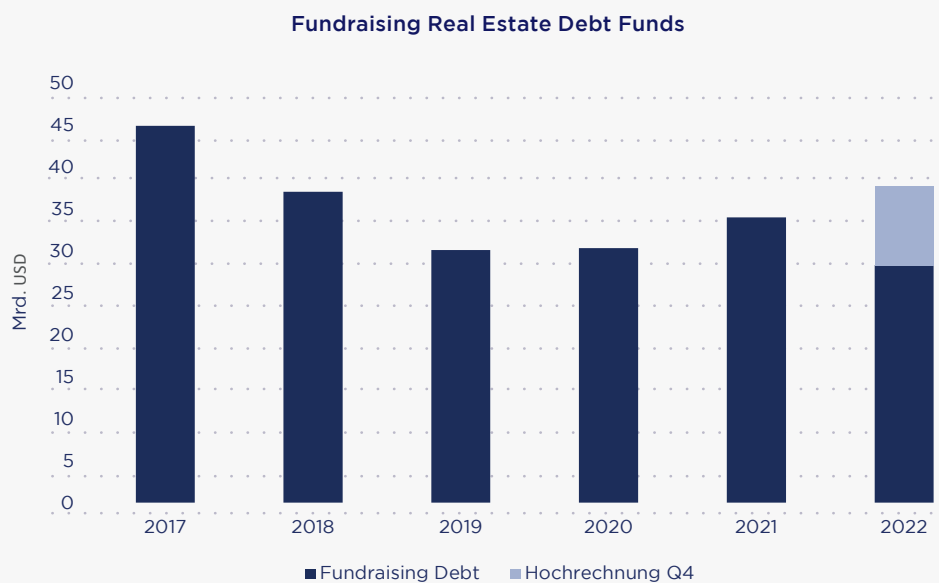


Abbildung 14: Fundraising Real Estate Debt Funds (international); Quelle: PERE Research & Analytics / PEI Group; eigene Berechnung und Darstellung.

5. Fazit: Hohes Potenzial bankenunabhängiger Immobilienfinanzierungen

Auch wenn der Private-Debt-Markt weiterhin recht intransparent bleibt, so wurden auch einige Strukturen und Entwicklungen dargestellt, die generelle Aussagen zu diesem besonderen Marktsegment ermöglichen. Gegenüber den Finanzierungsmärkten in den USA und im europäischen Bereich insbesondere in UK besteht ein deutlicher Rückstand von Private Debt in Kontinentaleuropa. Zumindest anteilig sind in den einzelnen europäischen Teilmärkten deutliche Aufholpotenziale anzunehmen.

Bereits ein Szenario von 10,0 % des europäischen Commercial-Real-Estate-Debt-Marktes (Ausgangspunkt in Abbildung 11) würde einem Kapitalbetrag im bankenunabhängigen Sektor von ca. 190 Mrd. Euro entsprechen. Diese Zielmarke erscheint im aktuellen Marktumfeld nicht unrealistisch (nach mehreren Quellen auch Schätzung des aktuellen Marktanteils in Europa). Steigerungen auf das Niveau von UK (28 %) oder USA (40 %) würden noch zu deutlich größeren Teilmärkten im Bereich von Private Debt führen, wobei eine solche Angleichung an das angelsächsische

Finanzsystem für Kontinentaleuropa kurzfristig nicht sehr wahrscheinlich ist.

Generell ist jedoch von einer wachsenden Bedeutung bankenexterner Immobilienfinanzierungen auszugehen. Aus regulatorischen Gründen wird dieses Wachstum fast ausschließlich im B2B-Bereich stattfinden, während die Kreditvergabe an Verbraucher im Bereich der Wohnungsfinanzierung den Banken vorbehalten bleibt. Da die Banken dort ihr Kapital binden und gewerbliche Immobilienfinanzierungen häufig individuell und anspruchsvoll sind, ergeben sich weitere Begründungen für die Prognose wachsender Anteile von Private Debt innerhalb des Commercial-Real-Estate-Debt-Marktes. Die hierzulande üblichen hohen Volumen und individuellen Gestaltungen erfordern ein professionelles Management und Controlling. Leistungsfähige Real Estate Private Debt Funds werden daher das erwartete Marktwachstum im Wesentlichen tragen. Aus Anlegersicht bieten sie zudem die Möglichkeit der Skalierung und Diversifikation der Investition in den Real-Estate-Debt-Markt.

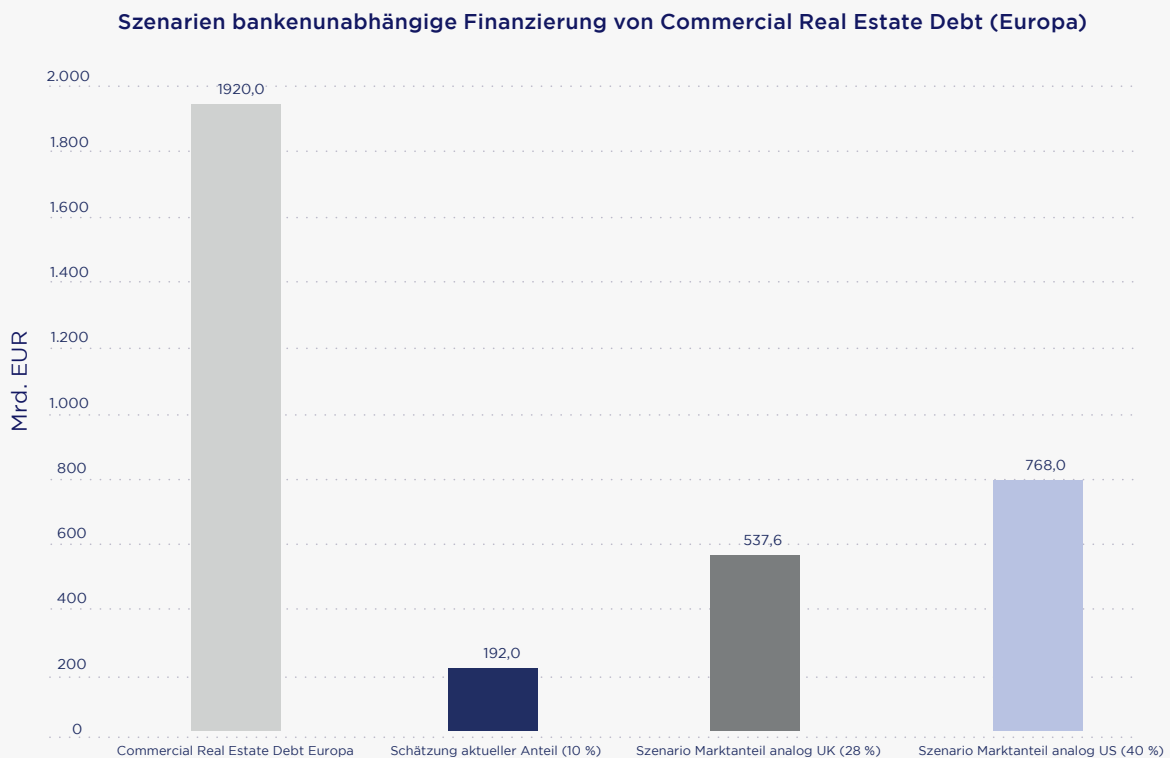


Abbildung 15: Szenarien bankenunabhängige Finanzierung von Commercial Real Estate Debt (Europa); Quelle: Barings Bank, PGIM RE, Bayes Business School London; eigene Berechnung und Darstellung.



REAL EXPERTS.
REAL VALUES.

Autor



PROF. DR. STEFFEN METZNER MRICS

Head of Research Empira Group
steffen.metzner@empira-invest.com

Kontakt

Empira Group
Baarerstrasse 135
6300 Zug
Schweiz

Tel. +41 41 72875-75
Fax. +41 41 72875-79

Empira Asset Management GmbH
Martin-Luther-Ring 12
04109 Leipzig
Deutschland

Tel. +49 341 98 97 83-0
Fax. +49 341 98 97 83-99

info@empira-invest.com / www.empira-invest.com

Stand: Dezember 2022
Haftungsausschluss: Alle Angaben ohne Gewähr. Änderungen bleiben vorbehalten.

Weitere Researchberichte stehen auf der Website der Empira Group unter empira-invest.com zur Verfügung.

