

# Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende

*Bis zum Ausbruch des Ukraine-Krieges war die Assetklasse Real Estate Debt ungebremst auf Wachstumskurs. Nun haben steigende Inflation und Zinsen die Projektentwicklungstätigkeit gedämpft. Aber institutionelle Anleger investieren weiter in die Assetklasse, denn die Verzinsung ist nach wie vor risikoadäquat. Wichtig ist ein selektives Vorgehen. Voraussetzung für ein Engagement: ein qualitativ hochwertiges Projekt und ein solider Business-Case. Auch Bridge-Finanzierungen kommen wieder mehr zum Einsatz.*

Die Assetklasse Real Estate Debt hat in den letzten Jahren vor dem Ukraine-Krieg in institutionellen Portfolios kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. Vor allem Versorgungswerke und Pensionskassen waren relativ früh offen für das Thema. Die Versicherungen zogen etwas später nach und schließlich näherten sich auch Sparkassen und Volksbanken dem Thema – letztere allerdings eher zögerlich. Viele Investoren waren Anfang 2022 noch in der Konzeptions- und Aufbauphase – v.a. die Versicherungen. Beim Gros der Investoren liegt der Anteil von Real Estate Debt am Gesamtportfolio im Schnitt bei weniger als einem Prozent – allerdings mit wachsender Tendenz aufgrund der relativen Attraktivität von Debt-Strategien zur Direktanlage in Immobilien (Equity). Die Gruppe der Versorgungswerke ist schon weiter und hat höhere Quoten.

Was war der Grund für die Hinwendung zu Real Estate Debt? Die institutionellen Investoren waren in Zeiten von ultraniedrigen Zinsen – zehnjährige deutsche Staatsanleihen rentierten etwa im Dezember 2021 bei minus 0,31 Prozent – auf der Suche nach Rendite und planbaren Ausschüttungen, die im klassischen Fixed-Income-Markt nicht mehr realisierbar waren. Die Ausschüttungsrenditen von Real Estate Debt lagen bis Anfang 2022 oft bei über 5,0 Prozent p.a. und wiesen damit eine adäquate Illiquiditäts- und Risikoprämie im Vergleich zu anderen Anlagen auf.

Ein weiteres Pro-Argument: Real Estate Debt fällt nicht in die aufsichtsrechtliche Immobilienquote, sondern stellt als Kreditprodukt ein Fixed-Income-Surrogat dar. Dies war lange ein Vorteil, da die Immobilienquote vieler Investoren ausgeschöpft war.



Manuel Köppel,  
Geschäftsführer der BF.capital GmbH

## Das Gros der Institutionellen setzt auf Real Estate Debt Funds

Einige Investoren haben die Kredite auch direkt von der Bilanz, z.B. im Format eines Schuldscheins oder einer Anleihe, vergeben. Für das Gros der Anleger sind jedoch Debt Funds besser geeignet – auch weil dabei kein oder zumindest weniger eigenes Personal mit spezialisiertem Kredit-Knowhow aufgebaut werden muss, sondern auf die Expertise des Fondsanbieters zugegriffen werden kann. Qualifiziertes Personal in diesem Segment ist sehr rar. Entsprechend stieg die Zahl von Anbietern von Debt Funds am Markt. Dies führte zu einem großen Wettbewerb innerhalb der Anlageklasse.

Wann kommen Kreditfonds zum Einsatz? Kreditfonds werden bislang seltener für die klassische Bestandsfinanzierung genutzt. Dazu ist das Kapital zu teuer. In der Regel kommen die Gelder in Wertschöpfungs- und Sondersituationen zum Einsatz, beispielsweise bei Ankaufsfinanzierungen von Grundstücken, bei Projektentwicklungen mit gesichertem, aber entwicklungsfähigem Baurecht, bei Value-Add-Objekten mit größeren Leerständen, bei Umnutzungen (eventuell mit kurzen Restlaufzeiten der Mietverträge) und Refurbishments. Weitere Einsatzmöglichkeiten sind Bridge-Finanzierungen zur Überbrückung eines Zeitraums, bis eine endgültige Anschlussfinanzierung gewährt ist.

# Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende

## Banken ziehen sich zurück, Real Estate Debt Funds stoßen in die Lücke

Auch das Verhalten der Banken spielte beim Wachstum von Kreditfonds in den letzten Jahren eine Rolle. Die Institute sind bereits in den beiden Corona-Jahren bei der Finanzierung von Wertschöpfungs- und Sondersituationen zurückhaltender geworden, eine Entwicklung, die sich nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs noch einmal verstärkt hat. Dies zeigt auch die Studie Emerging Trends in Real Estate 2022 von PwC und Urban Land Institute (ULI). Im Rahmen der Erhebung wurde auch die Herkunft von Fremdkapital untersucht. Bei Banken gab es die größten Rückgänge, bei alternativen Fremdkapital-Plattformen (Kreditfonds) und anderen nicht-bankengebundenen Kreditgebern hingegen das größte Wachstum.

## Inflation, steigende Zinsen und Ukraine-Krieg verändern Rahmenbedingungen

Wie hat sich die Situation von Kreditfonds im ersten Halbjahr 2022 verändert? Die wichtigste Änderung ist sicherlich der deutliche Zinsanstieg in der Folge der Zunahme der Inflation. Der 10-Jahres-Swap-Satz – ein wichtiger Indikator für die Zinsen von langfristigen Immobilienfinanzierungen – kletterte von rund 0,34 Prozent Anfang des Jahres 2022 in der Spitze auf 2,59 am 14. Juni. Seitdem ist ein leichter Rückgang zu beobachten auf 2,0 Prozent am 19. Juli 2022.<sup>1</sup> Laut Finanzierungsplattform Interhyp stiegen die Zinsen für eine zehnjährige Immobilienfinanzierung von rund 1,0 Prozent Anfang 2022 auf 3,1 Prozent Mitte Juli 2022.<sup>2</sup> Dies entspricht einer Verdreifachung in wenigen Monaten. So hoch waren die Zinsen zuletzt vor über zehn Jahren.

Die Zinsen sind eine der wichtigsten – vielleicht sogar die wichtigste – Einflussgröße auf den Immobilienmarkt. Ein Zinsanstieg in der dargestellten Höhe hat erhebliche Auswirkungen auf die gesamte Assetklasse Immobilien.

## Fremdkapital wird attraktiver als Eigenkapital

Eine Auswirkung auf Real Estate Debt ist, dass Fremdkapital aus Renditegesichtspunkten attraktiver ist als Eigenkapital. Die Eigenkapitalrenditen im Immobilienbereich sind in der Krise bislang nicht auf breiter Front gestiegen und bewegen sich immer noch zwischen 2,5 und zumeist maximal 4 Prozent. Damit haben Immobilien im Vergleich zu anderen Anlagen – beispielsweise bringen zehnjährige US-Anleihen mittlerweile ebenfalls rund drei Prozent p.a. – an Attraktivität verloren.

Anders der Bereich Real Estate Debt: Dort können die Renditen aktuell nach oben angepasst werden. Der Aufschlag gegenüber liquideren und ggf. auch weniger riskanten Fixed-Income-Produkten bleibt also erhalten. Während die laufende Verzinsung von Whole-Loans vor der Krise bei 4,0 bis 6,0 Prozent p.a. lag, sehen wir bei neu ausgereichten Darlehen durchaus auch Zinssätze zwischen 7,0 und 8,0 Prozent p.a. Bei der höheren Verzinsung handelt es sich um eine Kombination aus Marktzinseffekten und angepasster Risikoprämie, da die Risiken im Projektentwicklungsgeschäft deutlich zugenommen haben – beispielsweise durch Baukostensteigerungen, Energiekrise und die Rohstoffknappheit. Dies spiegelt übrigens auch das aktuelle BF-Quartalsbarometer wider: Die Loan-to-Values und Loan-to-Costs stagnieren bzw. fallen, während die Bankmargen – also die Risikovergütung der Finanzierer – steigen.

## Rückkehr des Projektentwicklungsrisikos

Die Auswirkungen der Krise auf das Real-Estate-Debt-Segment sind vielfältig: Aktuell baut nur, wer – aus vertraglichen Verpflichtungen – wirklich bauen muss. Vertriebsphasen sowohl beim Einzelverkauf von Wohnungen als auch beim En-bloc-Verkauf ganzer Objekte verlängern sich. Parallel dazu werden zahlreiche Projektentwicklungen verschoben bzw. abgesagt. Dies wiederum hat Auswirkungen auf Real-Estate-Debt-Engagements. Bei bestehenden Finanzierungen nehmen Prolongationen deutlich zu – etwa weil es zu Bauverzögerungen aufgrund von Materialknappheit kommt oder mit dem Bau noch gar nicht begonnen wird. Unserer Beobachtung nach werden Prolongationen bei qualitativ hochwertigen Projekten mit stabilem Business-Case und guter Prognose auch überwiegend gewährt. Eine andere Folge ist die Zunahme von Bridge-Finanzierungen. Diese kommen zum Einsatz, wenn sich Vermarktungs- oder Verhandlungsphasen in die Länge ziehen oder auch, wenn ein Entwickler mit dem Exit noch warten will, weil er in sechs oder zwölf Monaten mit besseren Verkaufsbedingungen rechnet. Ähnliches haben wir beispielsweise in der Corona-Zeit bei Finanzierungen von Hotel-Entwicklungen – eine von der Pandemie besonders betroffene Nutzungsart – beobachtet.

## Mehr Whole-Loan, weniger Mezzanine-Kapital

Es kommt auch zu Verschiebungen innerhalb des Real-Estate-Debt-Segments. Da weniger gebaut wird, wird weniger Mezzanine-Kapital ausgereicht. Whole-Loans – mit denen häufig Aktivitäten vor der Bauphase finanziert werden – kommen im Gegenzug mehr zum Einsatz. Dies spiegelt sich beispielsweise auch in unserem Fonds wider. Wir hatten ursprünglich ein Verhältnis von Mezzanine zu

<sup>1</sup> <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/boersenkurse/xc0009683662-26174440/>  
[Aufruf am 19.07.2022]

<sup>2</sup> <https://www.interhyp.de/ratgeber/was-muss-ich-wissen/zinsen/zins-charts.html>  
[Aufruf am 19.07.2022]

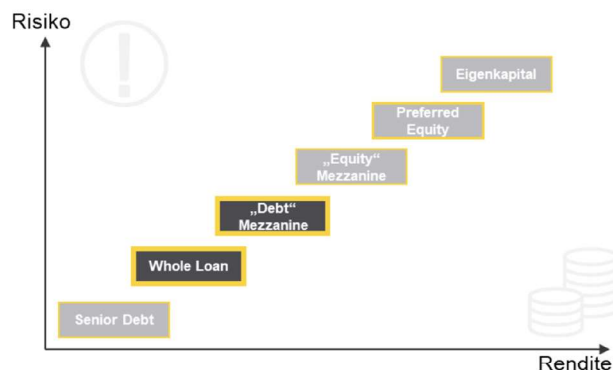
# Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende

Whole-Loans von 50 zu 50 geplant. Allerdings steht der Fonds mittlerweile bei einem Drittel zu zwei Dritteln zugunsten der Whole-Loans, was neben reinen Markteffekten natürlich aber auch aus internen Risikoüberlegungen und einer bewusst defensiveren Positionierung des Portfolios resultiert.

Bleibt noch die Frage nach der Reaktion der Institutionellen Investoren. Diese sind – wie oft in Krisensituationen – sehr zurückhaltend und warten erst einmal ab. Außerdem hat die Krise zu Verwerfungen in vielen Portfolios geführt. Aktien- und Anleihepositionen weisen seit Beginn des Jahres 2022 in der Regel Kursverluste aus, die sich je nach Bilanzierung bereits materialisiert haben oder zum Abschmelzen von stillen Reserven führen. Im Gegenzug wachsen häufig die Quoten in illiquiden Assetklassen, da diese aufgrund der nachlaufenden Bewertungsmethodik langsamer reagieren. Solche Effekte bedeuten allerdings keinen totalen Stillstand der Investitionen, sondern eher ein deutlich selektiveres Vorgehen. Dazu ein Beispiel: Im Juni 2022 zeichneten mehrere institutionelle Investoren ein Schuldscheindarlehen in Höhe von 78 Mio. Euro. Das Geld fließt in die Vorbereitung einer Umnutzung und Ergänzung eines Bestandsimmobilie in Erlangen.

Fazit: Auch das Real-Estate-Debt-Segment ist von den Auswirkungen der Krise betroffen. Hier ist insbesondere der Rückgang der Projektentwicklungen und der Bautätigkeiten zu nennen. Parallel dazu hat sich die Nachfrage vonseiten der Kapitalnehmer verlagert. Es werden mehr Bridge-Finanzierungen und auch mehr Prolongationen in Anspruch genommen. Aufgrund des gestiegenen Risikos ist auch die Verzinsung gestiegen. Dennoch geht das Geschäft – wenn auch selektiv – weiter: Voraussetzung ist ein stabiler Business-Case und eine gute Prognose.

## Typische Positionen in der Kapitalstruktur



## Kontakt und Autor:

**BF.capital GmbH**  
Friedrichstr. 23 a  
70174 Stuttgart  
[www.bf-capital.de](http://www.bf-capital.de)

*Manuel Köppel, Geschäftsführer*

Tel: +49 711 22 55 44 136

E-Mail: [M.Koepfel@bf-direkt.de](mailto:M.Koepfel@bf-direkt.de)