

Goldene Zeiten für Real Estate Debt

von Ulrich Schüppler

Der Markt für Immobilienkredite durch Nicht-Banken hat in den vergangenen Jahren ein großes Wachstum verzeichnet, immer neue Debt-Fonds werden angekündigt. Einen weiteren Aufschwung könnte das Segment nehmen, sobald sich der Knoten auf dem Transaktionsmarkt löst.

Der weltweite Markt für die Vergabe von Immobilienkrediten durch Nicht-Banken (Real Estate Private Debt) hat laut einer Analyse der britischen Anwaltskanzlei Macfarlanes in den vergangenen 15 Jahren ein enormes Wachstum verzeichnet. Während zwischen 2007 und 2009 lediglich 13 US-amerikanische Asset-Manager sowie zusätzlich drei europäische das Produkt Real Estate Debt in ihre Palette aufnahmen, waren Ende 2023 rund 60% der 100 größten US-Vermögensverwalter in diesem Segment tätig, zudem 36% ihrer europäischen Mitbewerber. Handelte es sich anfangs noch um ein Nischenprodukt, haben inzwischen auch die Platzhirsche gewerbliche Immobilienkredite als Anlageform entdeckt. Blackrock beispielsweise, der weltweit größte Vermögensverwalter, sammelte 2021 mehr als 600 Mio. USD für seinen ersten Real-Estate-Debt-Fonds ein.

Doch auch auf dem alten Kontinent sind die Investmentmanager nicht untätig. Anfang Februar kündigte das Real-Estate-Debt-Team von Edmond de Rothschild Reim an, das Funding für einen zweiten Debt-Fonds mit einem Zielvolumen von mehr als 500 Mio. Euro zu starten. Bevorzugt werden defensive Investments in Form von Vollfinanzierungen (Whole Loans) mit einem Beleihungsauslauf im Portfolio von rund 70%. Die Nettozielrendite auf Basis IRR liegt bei 9%, die angestrebte Barausschüttung bei 5% bis 6%. So klingen inzwischen die Anforderungen vieler Immobilienkreditfonds.

Real Estate Debt ist kein Nischenprodukt mehr

„Die von den Investoren bevorzugten Finanzierungsstrukturen haben sich verändert“, bestätigt Manuel Köppel, Geschäftsführer des Unternehmens BF Capital, das selbst im Segment Real Estate Debt aktiv ist. „Die Kombination aus klassischem Senior-Darlehen und einer Mezzanine-Tranche ist bei Investoren aktuell wenig gefragt. Stattdessen suchen Debt-Investoren den Sponsored Deal, das heißt, neben dem Fremdkapitalanteil treten ein Joint-Venture-Partner oder ein Preferred-Equity-Geber als Eigenkapitalinvestor hinzu.“ Solche Strukturen böten für den Debt-Fonds beim Investment-Controlling einen Vorteil, da der professionelle Eigenkapitalgeber durch seine Mitspracherechte als zusätzliche Kontrollinstanz fungiert.

Trotz der Ankündigungen neuer Debt-Fonds durch zahlreiche Asset-Manager verlief das Funding für Real Estate Debt 2023 laut der Kanzlei Macfarlanes allerdings deutlich langsamer als für andere Private-Debt-Formen wie Firmenkundenkredite. Der Hauptgrund ist der festgefahrene Immobilientransaktionsmarkt, denn ohne Deals wird auch kein Kredit benötigt. Die Nachfrage der institutionellen Investoren nach einer Anlage in Real Estate Debt sei zwar grundsätzlich da, aber nicht überbordend, beobachtet Köppel. „Ein Investor, der gerade seine ersten Gehversuche im Segment Private Debt machen will, muss derzeit keine Angst haben, dass ihm der Markt davonläuft.“ Allerdings könne er in der jetzigen Marktphase günstige Einstiegsmöglichkeiten finden. „Wo der Tiefpunkt des Markts liegt, ist umstritten und letztlich immer erst im Nachhinein klar. Darauf kommt es aber gar nicht so sehr an, der Trend spricht aus meiner Sicht jedenfalls für die Assetklasse.“ Bevor in großem Stil wieder neu in Real Estate Debt investiert wird, müssten jedoch mehr notleidende Kredite oder die für sie als Sicherheit dienenden Objekte verkauft werden.

Gerade die Auslandsinvestoren warten derweil auf den richtigen Moment zum Einstieg. „Die deutschen Marktpreise sind ausländischen Investoren zwar nicht mehr zu teuer, aber auch noch nicht billig genug. Das ist ein kleiner, aber feiner Unterschied.“ Speziell Fonds für Distressed Assets haben in den vergangenen Monaten nach Köppels Beobachtung viel Geld eingesammelt und schauen derzeit nach Deutschland. „Sie hoffen auf Firesales. Die waren bei den Projektentwicklern bisher die Ausnahme, aber sie kommen jetzt langsam, wenn auch vielleicht nicht in der Breite, wie es sich manche angelsächsischen Investoren erhofft haben.“

Ein wichtiges Thema, das den Verkauf notleidender Assets beschleunigen könnte, sind laut Köppel die Jahresabschlüsse bei Banken und Fonds. Diese werden im Regelfall von einer der großen vier Wirtschaftsprüfungsgesellschaften testiert, die sich wiederum die Bewertungen der Sachverständigen genau anschauen. „Es gibt zwar eine gewisse Bandbreite, aber die Prüfer haben auch ihre eigenen Haftungsrisiken im Kopf und werden die Bestände

daher vorsichtiger und damit im Endeffekt niedriger einwerten als im Vorjahr“, erwartet Köppel.

Bei Immobilienunternehmen, die sich ihr Kapital an den Finanzmärkten besorgt haben, seien zudem Shortseller unterwegs, die mit Leerverkäufen auf fallende Preise spekulieren. Dieser Typus von Finanzakteur recherchiert nach Köppels Beobachtung im Regelfall sehr tief und kann mit seinem Verhalten durchaus Schuldtitel unter Druck setzen. „Letztlich muss der jeweilige Bestandhalter dem Prüfer nachweisen, dass er ein Objekt zu einem höheren Preis verkaufen könnte, als der Finanzmarkt unterstellt. Das kann zu langwierigen Gesprächen mit den Prüfern führen“, sagt Köppel. „Wenn der Nachweis nicht gelingt, steigt möglicherweise die Bereitschaft, das Objekt nach der Neubewertung abzugeben.“

Hinzu kommt, dass die Profianleger durchaus einen Anreiz haben, ihre Schieflagen im Portfolio rasch zu beseitigen. „Einige Investoren sind sehr stark bilanzbezogen“, erläutert Köppel. „Neben dem Verlust, der ihnen im Verkaufsfall entstehen kann, werden daher auch die positiven Veränderungen von Bilanzkennzahlen und der Zufluss von Liquidität ins Kalkül einbezogen.“ Einen Verlust aus einer Transaktion gegenüber den eigenen Anlegern ausweisen zu müssen, sei letzten Endes immer problematisch, könne aber in manchen Fällen durch positive Effekte für die Bilanzkennzahlen aufgewogen werden.

„Viele Bestandhalter verfolgen eine Mischkalkulation“, erklärt Köppel. „Das heißt, sie verkaufen derzeit ihre weniger wichtigen Portfolianteile und refinanzieren sich zu einem Zins, den sie mit dem Ertrag aus dem verbleibenden Portfolio erwirtschaften können, auch wenn das nicht für jede einzelne Immobilie gilt.“ Besonders wenn sich Objekte im Portfolio befänden, die in Bezug auf die ESG-Konformität herausstechen, werde eher der Versuch unternommen, diese im Bestand zu halten.

Im Marktsegment für Real Estate Private Debt erwartet Köppel eine weitere Professionalisierung. „Deutsche institutionelle Investoren, die nur aus Mangel an Alternativen in Real Estate Debt gegangen waren, finden in Anleihen wieder attraktive Anlagemöglichkeiten und ziehen sich aus dem Markt zurück.“ Hinzu komme, dass einige von ihnen zu viel Risiko geschultert hätten und sich jetzt mit Problemfällen konfrontiert sehen, für deren Abarbeitung sie nicht über die Ressourcen und personellen Kapazitäten verfügen. „Für neue Investments stehen sie daher nicht mehr bereit, diese Klientel hat der Markt als Kreditgeber verloren“, sagt Köppel.

Bei den ausländischen Investmentmanagern sowie den deutschen Adressen, die sich schon länger auf das Segment Real Estate Debt konzentriert hatten und nicht nur auf den fahrenden Zug aufgesprungen sind, dürfte hingegen der Finanzierungswille weiter vorhanden sein. „Den in Bezug auf Debt strategisch orientierten Anlegern war immer klar, dass bei Real Estate Debt durch den ganzen Zyklus investiert werden muss, um eine vernünftige Rendite zu erwirtschaften“, stellt Köppel fest. „Diese Investoren haben sich daher eine entsprechende Strategie in Bezug auf Fristen und Assetklassen zurechtgelegt, verfügen über das dazugehörige Know-how und setzen diese auch in schwierigeren Marktphasen um.“ Diese Anbieter zögen sich nicht zurück. „Wer in der jetzigen Marktphase übrigbleibt, der hat Resilienz gezeigt und wird auch künftig Kapital einwerben können.“

Köppel sieht auf der Debt-Seite nach wie vor Vorteile für alle, die in die Assetklasse Real Estate investieren wollen. „Durch den Fokus auf stetige Cashflows ist die Rendite in diesem Segment gut planbar. Gleichzeitig besteht durch den Beleihungsauslauf eine Kappungsgrenze, die dafür sorgt, dass die Anlage gegenüber einem Equity-Investment risikodämpfend ist.“

Da die Kapitalkosten seit Herbst 2023 wieder erschwinglicher geworden sind, dürfte auch die Nachfrage der potenziellen Kreditnehmer nach Real Estate Debt weiter zunehmen, zumal die Banken nach wie vor sehr vorsichtig agieren (siehe „Kapitallücke bleibt trotz günstigerer Kreditzinsen“).