

Schwerpunkt Finanzierungsstrukturen im Wandel

Kreditfonds als Fremdkapitalgeber – Alternative oder Ergänzung zum Bankkredit?

Weil Banken im Zuge der veränderten Regulierung Immobilienkredite restriktiver vergeben, tun sich Finanzierungslücken auf, die nicht jeder Investor mit Eigenkapital füllen kann oder will. Als alternative Kapitalgeber bieten sich nach Überzeugung des Autors Kreditfonds an. Diese möchte er nicht als Konkurrenten, sondern als Partner der Banken sehen. Denn ohne das Ergänzungskapital wäre auch so mancher Bankkredit nicht möglich. Allein in Deutschland schätzt er das Marktpotenzial dieser Mezzanin-Finanzierungen auf mehr als zwölf Milliarden Euro. In welchem Umfang die Fonds aber tatsächlich Geschäfte abschließen, hängt davon ab, wie es ihnen gelingt, ihren Risiko- und Renditeerwartungen entsprechende Konditionen durchzusetzen. Im gegenwärtigen Zinsumfeld ist das keine einfache Aufgabe. (Red.)

Kreditfonds ist nicht gleich Kreditfonds, daher lässt sich die in der Überschrift gestellte Frage nicht mit einem eindeutigen Ja oder Nein, sondern theoretisch zunächst nur mit „sowohl als auch“ beantworten.

Strategien und Konditionen

Die European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (Inrev) unterscheidet derzeit fünf Investmentstrategien, die von Kreditfonds im Bereich gewerbliche Immobilienfinanzierungen verfolgt werden. Die Senior-Debt-Fonds investieren in Darlehen bis zu einem Loan-to-Value (LTV) von 60 Prozent, während sich Subordinated-Debt-Fonds auf Junior- und Mezzanine-Loans (LTV 60 bis 80 Prozent) spezialisiert haben. Whole-Loan-Fonds decken beide Bereiche ab.

Wie den Tabellen (vergleiche die Abbildungen 1 und 2) zu entnehmen ist, unterscheiden sich die verschiedenen Strategien aufgrund der unterschiedli-

chen Risikoprofile der anvisierten Finanzierungstranchen und der damit einhergehenden Renditeanforderungen der Investoren deutlich in ihrer Konditionengestaltung (Pricing, Laufzeit, Darlehenshöhen). Die Fragestellung, ob Kreditfonds eine Alternative oder Ergänzung zum Bankkredit sein können, ist aktuell hauptsächlich eine Folge der Änderungen im regulatorischen Umfeld. Basel III mit seinen erhöhten Eigenkapitalanforderungen für die Unterlegung von Krediten zwingt die Banken, ihr Eigenkapital auszuweiten und es selektiver einzusetzen. Das Eigenkapital muss daher durch Gewinnrücklagen und/oder durch Risikoabbau gestärkt werden. Dies führt zu einer Ausweitung der Darlehensmargen – Fremdkapital wird also teurer. Zum ändern überdenken die Banken auch ihren Bestand an Immobilienarlehen und entschließen sich zu einer Reduzierung. Ist die Eigenkapitalsituation angespannt, ist die Verkleinerung des Darlehensbestandes für die Kreditinstitute oft alternativlos.

Dies hat jedoch nicht grundsätzlich zu einem Finanzierungsengpass für Immobilienprojekte und Immobilientransaktionen geführt. Im Bereich der Senior Loans, also bis zu einem LTV von 60 Prozent, wird derzeit keine Kreditklemme gesehen. Erstens ist die Refinanzierung für die Kreditinstitute aufgrund der bei diesem Beleihungsauslauf gegebenen Pfandbriefdeckungsfähigkeit unproblematisch. Zweitens ist ein (meist) ausreichender Puffer durch weitere Finanzierungsbau- steine in Höhe von 40 Prozent gegeben.

Hinzukommt, dass neben ausländischen Banken, die den deutschen Gewerbeim-

mobilenmarkt für seine vergleichsweise geringe Volatilität schätzen, auch die Versicherungen dieses Feld zunehmend für sich entdecken. Aufgrund der Solvency-II-Regelungen werden für die Assekuranz direkte Anlagen in „Immobilien-Eigenkapital“ teurer, was die Anlage in Fremdkapital relativ attraktiver macht. Alternative Investments mit Immobilienhintergrund – vor allem Darlehen – rücken verstärkt in den Fokus der Versicherungen.

Zu kompetitiver Markt

Im Senior-Loan-Bereich werden daher für Kreditfonds in Deutschland kein großer Bedarf und damit keine großen Erfolgsschancen gesehen. Um diese Finanzierungstranche herrscht ein ausreichender Wettbewerb. Dies ist hierzulande die Domäne der Hypothekenbanken, die nicht nur von ihrer langjährigen Erfahrung im Risikomanagement profitieren, sondern auch großvolumige Darlehen übernehmen können, die aufgrund der Pfandbrieffähigkeit obendrein zu deutlich attraktiveren Konditionen ausgereicht werden können, als dies ein Senior-Debt-Fund unter normalen Umständen vermag (vergleiche Abbildung 3).

Die Konzentration der traditionellen Darlehensanbieter auf die Finanzierungstranchen bis zu einem LTV von 60 Prozent bedeutet aber auch, dass auf der Kundenseite eine Finanzierungslücke von 15 bis 20 Prozent entsteht, die, wenn sie nicht mit Eigenkapital gefüllt werden kann, von anderen Geldgebern kommen muss. Dieses „Ergänzungskapital“ kann von darauf spezialisierten Kreditfonds bereitgestellt werden.

Die daraus resultierende Zusammenarbeit von Hypothekenbank und Kreditfonds macht den Abschluss eines Intercreditor Agreements zwischen den beiden Parteien erforderlich. Dem stehen die meisten Banken inzwischen deutlich offener gegenüber als früher. Aufseiten des Kreditfonds setzt dies jedoch gleichzeitig auch entsprechendes Verständnis und Know-how für die spezifischen Anforder-

Der Autor

Michael Morgenroth

Vorstand, CAERUS Debt Investments AG, Düsseldorf



rungen der Banken an diese Vereinbarungen voraus.

Wenn man von einem Gesamtvolumen deutscher Immobiliendarlehen in Höhe von 240 Milliarden Euro und einer Finanzierungsstruktur mit 20 Prozent Eigenkapital und 80 Prozent Fremdkapital, davon 60 Prozent auf Senior Loans und 20 Prozent auf Ergänzungskapital entfallend, ausgeht, dann lässt sich das gesamte Marktpotenzial für Ergänzungskapital zur Immobilienfinanzierung in Deutschland auf rund 60 Milliarden Euro schätzen.

Das Volumen der im Zeitraum 2014 bis 2016 in Deutschland fällig werdenden Immobiliendarlehen wird auf rund 50 Milliarden Euro pro Jahr geschätzt. Geht man erneut von einem 25-prozentigen Anteil des Ergänzungskapitals am Fremdkapital aus, bedeutet dies eine potenzielle Nachfrage nach Ergänzungskapital in Höhe von 12,5 Milliarden Euro pro Jahr. Hier existiert also ein enormer Markt, der zunehmend von Investoren auch in Deutschland entdeckt wird.

Ergänzungskapital, bereitgestellt von Kreditfonds, schließt aber nicht nur eine Finanzierungslücke, sondern kann sogar einen Vorteil bei den Finanzierungskosten generieren. Wie aus der Abbildung 4 ersichtlich können durch den Einsatz einer Ergänzungskapitalkomponente die Gesamtfinanzierungskosten für den Darlehensnehmer unter Umständen sogar gesenkt werden. Ersetzt man von den 75 Millionen Euro Fremdkapital 25 Millionen Euro durch Ergänzungskapital, können die verbleibenden 50 Millionen Euro, da sie sich innerhalb der Pfandbriefdeckungsgrenze befinden, zu attraktiven Konditionen geliehen werden.

Kaum Konkurrenz zu Banken

Die Zukunft von Kreditfonds als Darlehensgeber ist also eher nicht als Anbieter von Finanzierungen im Wettbewerb mit den Banken zusehen. Hier können sie in der aktuellen Bankenlandschaft Deutschlands mit seinen Pfandbriefbanken kaum konkurrieren. Kreditfonds, die sich auf ein partnerschaftliches Verhältnis mit den Banken ausrichten, mit dem gemeinsamen Ziel, attraktive Finanzierungsangebote unterbreiten zu können und den Banken den Ausstieg aus dem eigenkapitalintensiveren Kreditgeschäft mit den riskanteren Finanzierungstranchen zu ermöglichen, ohne dass diese ihre Kreditkunden im Regen stehen lassen müssen, gehört die Zukunft.

Abbildung 1: Übersicht der Strategien von Real-Estate-Debt-Fonds

	Kredittypen	LTV-Bereich	Target Gross IRR Return
		in Prozent	
Senior Debt Strategy	Senior Loans	0 bis 60	4 bis 6
Subordinated Debt Strategy	Junior und Mezzanin	Low Risk 60 bis 70 High Risk 70 bis 80	8 bis 12 12 bis 15
Whole Loan Strategy	Senior und Mezzanin	0 bis 75	6 bis 8
Mixed Debt Strategy	Whole Loans, Stretched Senior, Junior, Mezzanin	0 bis 80	8 bis 10
Distressed Debt Strategy	Distressed Loans	50 bis 100	15 bis 20

Quelle: INREV European Real Debt Fund Study

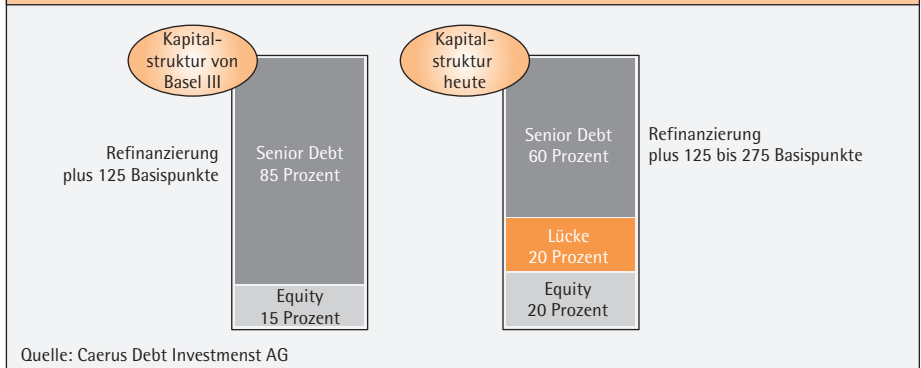
Abbildung 2: Darlehenskonditionen und Zielrendite für Fonds-Strategien

Kreditart	Kreditpreis	Andere Gebühren	Kreditlaufzeit	Jährliche Zahlungen in Prozent	Durchschnittliche Kreditgrößen in Millionen Euro
Senior Loans	Libor/Euribor plus 250 bis 400 Basispunkte	Kombination aus Vor- und Abschlussgebühren: 2 bis 4 Prozent	5 bis 10	2 bis 4	50 bis 150
Subordinated Loans	8 bis 12 Prozent feste Rate	Kombination aus Vor- und Abschlussgebühren: 2 bis 4 Prozent	3 bis 7	7 bis 10	10 bis 25
Whole Loans	Libor/Euribor plus 400 bis 700 Basispunkte	Kombination aus Vor- und Abschlussgebühren: 2 bis 4 Prozent	3 bis 7	5 bis 7	40 bis 100

Quelle: INREV European Real Debt Fund Study

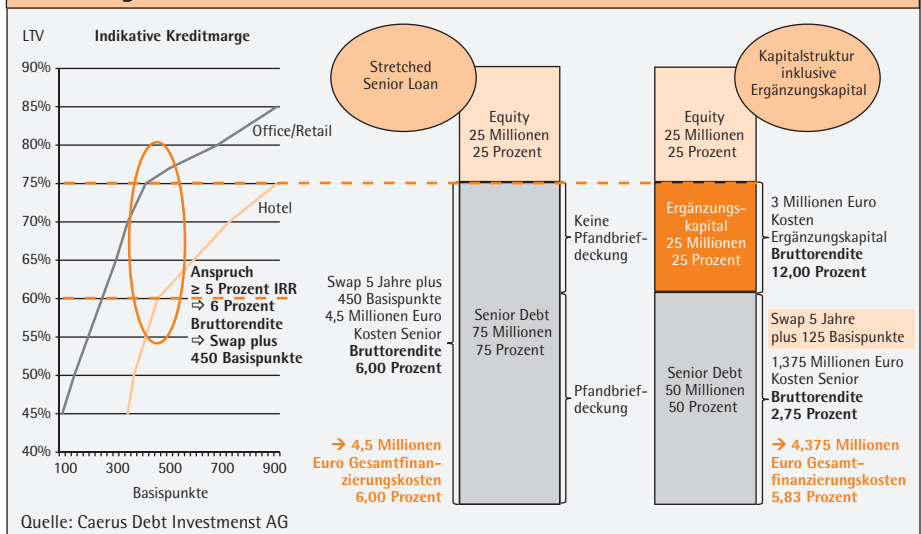
Stand September 2012

Abbildung 3: Immobilienfinanzierung von Basel III versus heute



Quelle: Caerus Debt Investment AG

Abbildung 4: Risiko-/Rendite-Relation „Stretched“ Senior versus Mezzanin



Quelle: Caerus Debt Investment AG