

## Kapitalanlage

# Positive Bilanz – Immobilien-Darlehensfonds am Markt etabliert

Mit einem vor zweieinhalb Jahren erhaltenen Mandat legte BNP Paribas REIM Germany den Grundstein für Debt Fonds nach dem deutschen Kapitalanlagegesetzbuch. Damit wurden Beteiligungen an von Banken strukturierten Immobilienfinanzierungen erworben. Die Beteiligten – weder Banken noch Fonds – hatten davor bei Finanzierungen zusammengearbeitet. Trotz einiger Unterschiede aufgrund divergierender Regelwerke gibt eine große Zahl von gemeinsamen Zielen. Wegen der Veränderungen des Gesamtmarktes sind Kreditfonds vom Wasserspender in einer Finanzierungswüste zum akzeptierten Teilnehmer eines von Wettbewerb geprägten Marktes geworden. Aus Renditesicht hat sich der Darlehensfonds für Investoren als ein stabiles Investment etabliert. **Red.**

Nach einer Phase intensiver Vorbereitung und umfangreicher Marktanalyse erhielt BNP Paribas REIM Germany vor zweieinhalb Jahren das erste Mandat von einem institutionellen Investor zur Auflage eines Immobilien-Darlehensfonds als Spezialfonds nach dem deutschen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Das war die eigentliche Geburtsstunde des Debt Fonds in Form des deutschen Spezialfonds auf dem deutschen Markt. Dies zu einem Zeitpunkt, als es jenseits des KAGB nur wenige vergleichbare Angebote für institutionelle Investoren als Investment in Immobilienfinanzierungen gab.

Der erste in Deutschland aufgelegte Immobilien-Darlehensspezialfonds nach dem KAGB hat ein Zielvolumen von 200 Millionen Euro und erwirbt Beteiligungen an von Banken strukturierten Immobilienfinanzierungen. Wenig später wurde als nächstes ein Poolfonds für mehrere institutionelle Investoren aufgelegt. Mit Blick auf eine angemessene Risikostreuung war vorgegeben, dass die Fonds keine kompletten Finanzierungen übernehmen, sondern sich zusammen mit weiteren Partnern an der Syndizie-

rung von gewerblichen Immobilienkrediten beteiligen würden. Beide Fonds zusammen haben bisher bereits etwa die Hälfte des zugesagten Eigenkapitals investiert. Es ist Zeit, eine erste Zwischenbilanz zu ziehen.

### Darlehensfonds am Markt etabliert

Die Startphase war zunächst einmal von fehlenden Erfahrungswerten gekennzeichnet. Keiner der Beteiligten – weder Banken noch Fonds – hatten bisher bei Finanzierungen zusammengearbeitet. Das Syndizierungsgeschäft war von Banken dominiert, daneben hatten sich nur einige große Versicherungen als weitere Partner etabliert.

Am Anfang stand daher eine gewisse Lernphase für beide Seiten. Denn mit Blick auf die unterschiedlichen Regelwerke für Banken und alternative Investmentfonds (AIFs), insbesondere bei der Art der Kreditübernahme und Unterlegung mit Eigenkapital, ergibt sich zwangsläufig eine unterschiedliche wirtschaftliche Sicht auf eine Finanzierung. Hinzu kommt, dass die Investoren in Kreditfonds die avisierte Zielrendite anders kalkulieren, als das eine Bank mit Blick auf ihr Kreditbuch tut. So entstehen für einen Kreditfonds trotz ähnlicher Risikoeinschätzung je nach der Strukturierung der Finanzierung in Senior- und Junior-Tranchen, bei den gewählten Risikogrenzen (Loan to Value = LTV) und der Verzinsung eine zur Bank unterschiedliche Sicht der Wirtschaftlichkeit. Idealerweise hat die syndizierende Bank dieses Faktum bereits im Blick, wenn sie

die Parameter definiert und nimmt deshalb bereits in einem sehr frühen Stadium Kontakt mit der KVG auf.

### Anfängliche Skepsis gewichen

Schnell zeigte sich in der Zusammenarbeit, dass ein Fonds trotz der Notwendigkeit, sich mit seinen Investoren abzustimmen, in der Geschwindigkeit der Finanzierungsentscheidung mit den Banken mindestens mithalten kann, oft sogar schneller ist. Von der anfänglichen Skepsis auf Seiten der Banken, einen Fonds überhaupt zu beteiligen, ist heute nichts mehr übrig geblieben. Innerhalb von gut zwei Jahren ist BNP Paribas REIM Germany bereits bei weit über 100 Finanzierungen mit einem Gesamtvolumen von mehr als 4 Milliarden Euro eingeladen worden, sich zu beteiligen.

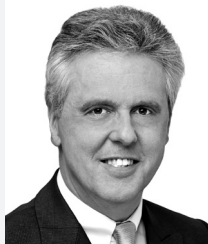
Nur ein kleiner Teil dieses Volumens wurde für die Fonds angekauft, da nur sie den gemeinsam mit den Kunden definierten Ankaufskriterien etwa mit Blick auf Rendite und Risiko entsprachen. Bereits 2013 wurde eine Juniortranche für ein Wohnportfolio in Nordrhein-Westfalen über 30 Millionen Euro je zur Hälfte von beiden Fonds übernommen. Mitte 2014 folgten dann weitere Finanzierungsankäufe, zum Beispiel für ein Logistikportfolio in den Niederlanden.

Kurz darauf erfolgte die bisher größte Transaktion im Volumen von 70 Millionen Euro, nämlich ein Teil der Finanzierung der Mall of Berlin. Hier wurde die Hälfte der Nachrangtranche aus dem mit der Bayerischen Versorgungskammer und der Deutschen Hypothekenbank arrangierten Gesamtdarlehen von 600 Millionen Euro übernommen. Die letzte und aktuellste Transaktion war Anfang dieses Jahres die Mitfinanzierung eines Wohnportfolios in Niedersachsen mit 20 Millionen Euro, diesmal eine Beteiligung an der Seniortranche.

Ein Blick auf die Rahmendaten der angekauften Darlehen zeigt, dass diese sich

#### Der Autor

#### Reinhard Mattern



Vorsitzender der Geschäftsführung,  
BNP Paribas REIM Germany, München

im Bereich der ursprünglich kommunizierten Eckwerte bewegen:

- Finanzierungen im Bereich von 10 bis 40 Millionen Euro pro Fonds und Transaktion.
- Streuung mit Blick auf Nutzungsart und Region.
- Die Netto-Cashflow-Rendite von 4,5 bis 5 Prozent wurde mit den bisherigen Darlehensankäufen für beide Fonds erfüllt.
- Investmentfokus auf Deutschland und internationale Transaktionen im europäischen Währungsraum.
- Kreditvergabe erfolgt in Euro.

## Wettbewerb um Finanzierungen

Im Jahr 2012 gehörte das Wort „Kreditklemme“ zum Vokabular in vielen Interviews und Statements von Branchenvertretern. In den Jahren davor hatten etliche Auslandsbanken und Landesbanken die professionelle Immobilienfinanzierung aufgegeben oder stark reduziert. Auch die verbleibenden Akteure waren nur unter sehr hohen Auflagen bereit, Finanzierungen zu übernehmen.

Das hat sich seitdem grundsätzlich gewandelt. Der Markt ist inzwischen von einem Wettbewerb der Banken um die Finanzierungen und einem entsprechenden Rückgang der Risikoprämien gekennzeichnet. Auch mit Blick auf das absolute Risiko haben die Banken die Zügel wieder deutlich gelockert und sind bereit, in gewissem Umfang auch über einen LTV von 70 Prozent Kredite zu günstigen Margen zu geben. Die Konkurrenzsituation, auf die die Kreditfondstreffen, hat sich damit deutlich verändert. Statt Wasserspender in einer Finanzierungswüste sind wir Teilnehmer eines von Wettbewerb geprägten Marktes.

Das Geschäftsmodell der Banken hat sich jenseits dessen deutlich differenziert. Während einige Player weiterhin das klassische „Buy and hold“-Prinzip bevorzugen, also die Finanzierungen bis zur Fälligkeit auf die eigenen Bücher nehmen, sehen sich andere eher als Arranger und Strukturierer, die Finanzierungen zur Verfügung stellen und diese dann komplett oder zu einem großen Teil ausplazieren. Die Rückkehr etlicher Banken in das professionelle Immobilienfinanzierungsgeschäft kommt nicht von unge-

fähr. Vielmehr folgen die Banken dem Run nationaler und internationaler Investoren in die west- und nordeuropäischen Immobilienmärkte, insbesondere nach Deutschland. Entsprechend ist der heimische Finanzierungsmarkt gewachsen, selbst wenn Eigenkapital immer noch eine viel größere Rolle als zur vergangenen Boomzeit spielt. Der Finanzierungskuchen ist also in der Tat insgesamt größer geworden.

Jenseits der absoluten Größe des Marktes spielt für die Fonds der Zugang zu den strukturierenden Banken eine entscheidende Rolle. Inzwischen arbeiten wir mit rund 25 Bank und etwa zehn weiteren Finanzpartnern zusammen. Hier ist es uns gelungen, uns langfristig und nachhaltig als verlässlicher, seriöser Partner zu etablieren. Nach unseren Beobachtungen liegt gerade hier für mögliche Neueinsteiger in den Markt die größte Hürde.

## Konsequente Einkaufspolitik

Unter diesen veränderten Rahmenbedingungen ist es ein Ausweis der Stärke des Konzepts des Darlehensfonds und einer konsequenten Einkaufspolitik, dass es uns bisher gelungen ist, auch große Deals in der von uns angestrebten Risiko-Rendite-Struktur am Markt zu gewinnen: Wir liegen in beiden Fonds bei dem im Jahr 2012 formulierten Renditeziel. Schaut man sich andere Vergleichsgrößen an, spricht auch aus anderer Perspektive vieles für die Darlehensfonds: So liegen die Renditen von Staatsanleihen infolge der von der EZB ausgelösten Geldschwemme so niedrig wie nie. Der Abstand zu den Zinsen für Immobilienfinanzierungen hat sich sogar ausgeweitet.

Sind wir 2012 noch von einem möglichen Renditevorteil gegenüber 5-jährigen Bundesanleihen von 140 Basispunkten ausgegangen, sind nun durchaus 250 und mehr machbar. Hinzu kommt bei der aktuellen Marktlage noch ein weiterer Vorteil: Über die Fremdfinanzierung bekommt der Investor Zugang zu Core-Objekten, bei denen er als Direktinvestor in der aktuellen Marktsituation nicht zum Zuge käme.

Aus Renditesicht hat sich der Darlehensfonds für Investoren als ein stabiles Investment etabliert. Bei dem Zinsumfeld kann sich der Spezialfonds im Vergleich mit den beiden zentralen Messgrößen, der Rendite von Staatsanleihen einerseits und den Anfangsrenditen für Direktinvestments andererseits, sehen lassen.

Statt eines absoluten Renditeziels werden diese beiden Werte in den kommenden Jahren die zentrale Steuergröße für die Fonds sein. Risikoneigung und Renditeappetit der Investoren werden entscheiden, wie sich die Mischung aus Senior- und Juniortranchen entwickeln wird.

## Tor aufgestoßen

Jenseits von attraktiver Verzinsung und erfolgreicher Etablierung am Markt gibt es weitere zentrale Aspekte, die die Entwicklung der Darlehensfonds in Deutschland vorantreiben werden:

- Versicherer müssen ab 2016 mit Blick auf Solvency II für Direktinvestments deutlich höhere Eigenkapitalunterlegungen vornehmen als bei Darlehen im Investmentgrade-Bereich. Darlehensforderungen, die mit Immobilien besichert sind, sind in Abhängigkeit von Rating und Laufzeit jedoch mit unterschiedlichen Werten zu unterlegen. Mit Blick auf die beiden Fonds von BNP Paribas REIM Germany mit einer eher konservativen Anlagestrategie ist bisher nur von einer Eigenkapitalunterlegung in Höhe von etwa 10 bis 12 Prozent über das gesamte Vehikel auszugehen.
- Speziell für kleinere bis mittelgroße institutionelle Investoren stellt eine Fondslösung die einzige sinnvolle Möglichkeit dar, sich im gewerblichen Immobilien-Darlehensgeschäft zu engagieren und so im Vergleich zu größeren Wettbewerbern nicht ins Hintertreffen zu geraten.

Seit wir den ersten Darlehensfonds in der von deutschen institutionellen Investoren bevorzugten Rechtsform eines deutschen Spezialfonds nach dem KAGB aufgelegt haben, ist mit dieser Ausgestaltung deshalb erstmals das Tor für eine große Gruppe von Investoren aufgestoßen worden. Die grundlegenden Annahmen haben sich als belastbar herausgestellt. Zwar hat sich der Markt in Anbetracht veränderten Rahmenbedingungen nicht so schnell entwickelt, wie sich das manche Optimisten mit Blick auf die „Kreditklemme“ erhofft haben. Der Eintritt weiterer Wettbewerber, das anhaltende Interesse von Investoren und die zunehmende Akzeptanz bei den Finanzierungspartnern sind ein deutliches Signal, dass sich Kreditfonds auf Dauer als einer der Akteure der Immobilienfinanzierung und als attraktives Investment für institutionelle Investoren durchsetzen werden.