

1. März 2026
77. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK



2026

REAL ESTATE PRIVATE DEBT: ETABLIERTE
ASSETKLASSE MIT WACHSTUMSPOTENZIAL

MICHAEL MORGENROTH

REAL ESTATE PRIVATE DEBT: ETABLIERTE ASSETKLASSE MIT WACHSTUMSPOTENZIAL

Real Estate Private Debt gewinnt auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung – und an Marktanteilen. In den letzten Jahren ist ein mittlerweile hochprofessionalisierter Markt für alternative Finanzierungen entstanden. Durch Real Estate Private Debt werden eine Vielzahl von Transaktionen, Refinanzierungen sowie Redvelopments erst ermöglicht, die trotz ihrer Qualitäten keine Bankenfinanzierung mehr finden. Investoren eröffnen sich Zugänge zu entsprechenden Debt-Fonds-Engagements mit attraktiven Rendite-Risiko-Profilen und mit – insbesondere im Segment der Whole Loans – stabilen Ausschüttungen. Red.

Fast täglich finden sich derzeit Berichte über eine leichte oder sich zumindest anbahnende Erholung der gewerblichen Immobilienmärkte. Indizien dafür gibt es zweifellos. Das Gesamtbild hingegen bleibt ernüchternd. Der Transaktionsmarkt erlebte infolge des Zinsanstieges und insbesondere der Schwäche des zuvor wichtigsten Marktsegmentes Büroimmobilien einen steilen Absturz auf 40 Prozent seines vorherigen Volumens. Dem aktuellen Commercial Property Sentiment Index (CPSI) der RICS zufolge sehen zwei Drittel der befragten Marktteilnehmer den deutschen Markt entweder noch in der Phase des Abschwungs oder am Tiefpunkt des Zyklus.

Von diesem niedrigen Niveau aus signalisieren leichte Aufwärtsbewegungen noch keine nachhaltige Erholung. Die Investmentmärkte haben das Gleichgewicht zwischen den Preisvorstellungen der Verkäufer und denen der Käufer noch immer nicht gefunden. Viele institutionelle Investoren halten zudem ihr aktuelles Exposure im Gewerbeimmobilienbereich für ausreichend und möchten es derzeit nicht erhöhen.

Immobilienmärkte noch nicht im Gleichgewicht

Dazu kommen Engpässe auf der Finanzierungsseite. Klassische Immobilienbanken

agieren aus unterschiedlichen Gründen zunehmend restriktiv. Die Regulierung im Rahmen von CRR III schränkt ihre Handlungsfähigkeit im Bereich höherer Ausläufe stark und im Bereich Projektentwicklung noch stärker ein. Gesunkene Immobilienwerte führen oftmals zu einer Verletzung kreditvertraglicher Vereinbarungen (Covenants). Kurzum: Eine sinkende Risikokapazität wird gleichzeitig mit signifikant gestiegenen Zinskosten marktwirksam. Konditionen haben sich verschlechtert, Zusagefristen werden länger, Prüfungen strenger, Absagen häufiger.

Die auch auf Grund des Zinsanstieges rückläufige Entwicklung der Immobilienmärkte und der daraus resultierenden Refinanzierungslücke wird immanent. Von AEW wurde das Funding Gap bei europäischen Immobilienkrediten für den Zeitraum 2025 bis 2027 auf 87 Milliarden Euro beziffert. Banken werden (und können) diese Lücke nicht schließen, eher im Gegenteil. Die Bereitschaft der Kreditwirtschaft, in Schieflage geratene Kredite weiter zu verlängern, geht zurück. Zudem ist die Quote von innerhalb eines Jahres auslaufenden Krediten laut German Debt Project „historisch hoch“.

Erhebliche Fremdkapitallücke kann gefährlich werden

Das Ausmaß des Problems ist erheblich: Die Fremdkapitallücke wird sich 2026 maßgeblich auf Refinanzierungen auswirken, was eine dämpfende Wirkung auf die Investmentmärkte hat. Laut PTXRE-Analyse wird die (Re-)Finanzierungslücke am deutschen Immobilienmarkt 2026 auf rund 8,5 Milliarden Euro ansteigen. Klassische Bankkredite werden diese Lücke nicht füllen können. Real Estate Debt Fonds werden hier – in Abhängigkeit von

realistischen Immobilienwerten, Businessplänen und Zinstragfähigkeiten – signifikante Beiträge leisten können. Verluste, die aus rückblickend betrachtet zu hohen Einstandspreisen resultieren, werden aber auch Real Estate Debt-Fonds weder finanzieren noch kompensieren.

Das bestehende Funding Gap behindert nicht nur die Transformation von Immobilienbeständen durch Redvelopments und Capex-Maßnahmen. Auch für neue Transaktionen, die früher problemlos eine Finanzierung erhalten hätten, lässt sich das notwendige Fremdkapital häufig nicht mehr auf den klassischen Wegen beschaffen. Zuvor tragfähige Konzepte stünden demnächst ohne Alternativen vor dem Aus.

Diese Alternativen bietet Real Estate Private Debt. In angelsächsischen Ländern halten alternative Finanzierer bereits erhebliche Marktanteile, in Großbritannien sind es derzeit mehr als 40 Prozent, während es in der EU erst rund 20 Prozent sind (Quelle: INREV). Aber auch in Kontinentaleuropa ist Real Estate Private Debt bereits ein etabliertes Segment und hat sich als Anlageprodukt bei institutionellen Investoren zunehmend etabliert.

Vorteile für Investoren

Aus Sicht der kapitalgebenden Investoren bieten Anlagen in entsprechende Fonds eine Reihe von Vorteilen. Die Anlageklasse ist relativ stabil, weist kaum Korrelationen zu Aktien oder aktienähnlichen Produkten auf und generiert bei einem Schwerpunkt der Ausrichtung von Senior- sowie Whole-Loans regelmäßige Cashflows. Die von Darlehensnehmern zu zahlenden Zinsen können, je nach Ausgestaltung, fix aber auch variabel sein. Fondsinvestments bieten gegenüber der Vergabe von Einzeldarlehen zudem die Möglichkeit, Risiken auf eine größere Zahl von Finanzierungen zu streuen.

Typische Zielrenditen im Whole-Loan-Segment betragen 5,5 bis 6,0 Prozent. Gute Real-Estate-Private-Debt-Fonds schaffen zudem Transparenz auf Objektebene, sodass die Entwicklung des eige-

DER AUTOR

MICHAEL MORGENROTH

Vorstandsvorsitzender,
CAERUS Debt Investments
AG, Düsseldorf



Foto: Caerus

nen Investments jederzeit überprüfbar wird. Debt Fonds beteiligen Anleger indirekt über die vereinnahmten Finanzierungszinsen an den laufenden Erträgen von Immobilien, entsprechende Investments gehen regulatorisch jedoch nicht zu Lasten der Immobilienquote.

Besonderheiten der Debt-Fonds

Ein für Investoren zentrales Kriterium sind die mit solchen Investments verbundenen Risiken. Mezzanine- und Projektfinanzierungen haben im Abschwung teils erhebliche Verluste hinnehmen müssen. Einige Anbieter haben sich aufgrund vorsichtiger Markteinschätzung aus diesen Finanzierungstypen bereits frühzeitig zurückgezogen beziehungsweise keine Finanzierungen mehr gegeben. Denn das oberste Ziel jeder Finanzierung, ob Bank oder Private Debt, sollte immer lauten: die vollständige Rückführung des ausgereichten Kapitals, entweder über eine Refinanzierung oder über den Verkauf der betreffenden Objekte.

Voraussetzungen sind deshalb unter anderem eine dem aktuellen Marktstand entsprechende Bewertung sowie ein plausibler Businessplan. Aus Sicht der Darlehensnehmer empfiehlt sich Real Estate Private Debt, wenn beispielsweise die eigene Situation nicht den von den Banken verlangten Standards entspricht. Ein Beispiel dafür sind nicht VdP-konforme Mietdienstbarkeiten, die ein im Grundbuch eingetragenes Recht darstellen, das einem Mieter die Nutzung eines Grundstücks oder Gebäudeteils sichert, unabhängig von Eigentümerwechseln.

Die im Vergleich zur Bankenfinanzierung etwas höheren Konditionen gleichen sich für Darlehensnehmer mitunter rasch aus:

Aus einer Hand

Wegen der von Banken gewährten vergleichbar geringen Ausläufe von Senior-Tranchen müssen Darlehensnehmer häufig auf weitere Kreditgeber zurückgreifen, die Finanzierungen mit Junior-Tranchen oder Mezzanine-Tranchen komplettieren.

Ein Whole-Loan-Anbieter hingegen stellt die gesamte erforderliche Darlehenssumme bereit. Dazu bündelt er das Darlehen unter einer erstrangigen Hypothek. Aus Investorensicht schafft dies ein hohes Maß an Sicherheit bei attraktiven Renditen. Aus Sicht des Darlehensnehmers fallen Ver-

Abbildung 1: Unterschiede zwischen Banken- und Debt-Fonds-Finanzierung

Kriterium	Bank	Real Estate Debt Fonds
Regulatorisches Umfeld	Stark reguliert (Basel III/IV), oft restriktiver	Weniger reguliert, flexiblere Kreditvergabe
Finanzierungsstruktur	Standardisierte Strukturen; klare Prozesse	Sehr flexible Strukturierung möglich, z.B. Whole Loans, Junior-Darlehen, Mezzanine, Preferred Equity
Geschwindigkeit der Kreditentscheidung	Langsamere Prozesse durch Regelwerke und interne Gremien	Schnellere Entscheidungen, häufig „deal-driven“
Beleihungsauslauf (LTV)	Oft konservativ (50 – 65 Prozent)	Höhere LTVs möglich (65 – 85 Prozent)
Preis/Zins	Meist günstiger, da Refinanzierung über Bankeinlagen oder Pfandbriefe	Teurer, da Investoren höhere Renditen erwarten
Covenants	Standardisierte Covenants	Flexible oder maßgeschneiderte Covenants
Verfügbarkeit in schwierigen Marktphasen	Ziehen sich bei Unsicherheit oft zurück	Häufig antizyklisch aktiv und bereit, in komplexen Situationen zu finanzieren
Flexibilität bei Problemkrediten	Standardisierte Restrukturierungsprozesse	Sehr individuell, teils flexibler, je nach Fondsstrategie

Quelle: CAERUS Debt Investments AG

Real Estate Private Debt erlaubt unter stimmigen Bedingungen Ausläufe von in der Regel 75 bis 80 Prozent des Immobilienwertes. Senior-Tranchen der Banken enden meist bei 55 Prozent. In diesen Situationen kommen vor allem Whole Loans zum Einsatz: Der Darlehensnehmer erhält die gesamte Finanzierung aus einer Hand. Für ihn entfallen aufwändige Abstimmungen mit mehreren Kreditgebern.

Aus Sicht der kapitalgebenden Investoren ist dies ein klarer Vorteil. Das Gesamtpaket verursacht im Vergleich zu Finanzierungen mit mehreren Kreditgebern gerin-

geren Strukturierungsaufwand, da die Notwendigkeit eines Intercreditor Agreements entfällt.

Selbstverständlich sind die wirtschaftlichen Perspektiven der den Finanzierungen zugrunde liegenden Immobilien ausschlaggebend, sowohl für die Gewährung als auch für die Ausgestaltung von Darlehen. Es kommt auf die spezifischen Objekte und deren Standorte an. Geeignet sind vor allem die derzeit gefragten Nutzungsarten Wohnen, Serviced Apartments inklusive studentischem Wohnen und Logistik. Hotels erleben ein bemerkenswertes Comeback. Aber auch Einzelhandelsimmobilien oder Büroobjekte können zur Finanzierung durch einen Debt-Fonds infrage kommen. Entscheidend für ein aus Darlehensgeber-sicht attraktives Darlehen ist hier immer das finanzierungsspezifische Risiko-/Ertragsprofil, bestehend aus Sicherheiten, Cashflow, Debt Yield und Exit-Alternativen.

Ein großer Vorteil aus Investorensicht ist der Zugriff auf Real Estate Private Debt aus anderen Ländern mit anderen Rendite-Risiko-Profilen. Die Abbildung 1 verdeutlicht die wesentlichen Unterschiede zwischen Banken- und Debt-Fonds-Finanzierung.

„The long-term trend in declining bank participation remains intact.“ Dieser



Abbildung 2: Besonderheiten verschiedener Finanzierungsformen

Kriterium	Whole Loan (Immobilien- finanzierung)	Senior Loan (Immobilien- finanzierung)
Definition	Ein einzelner, ungeteilter Immobilienkredit, der alle Bestandteile der Finanzierung umfasst und von einem einzigen Kreditgeber stammt	Vorrangiger Immobilienkredit, der nur den Senior Teil der Gesamtfinanzierung abdeckt und im Rang vor allen anderen Darlehen steht
Kapitalstruktur	Keine Tranchierung	Teil einer strukturierten Finanzierung (Senior/ Junior/Mezzanine/Equity)
Risikoprofil	Höher, da Beleihungsauslauf typischerweise < 75 Prozent	Niedriger, da Beleihungsauslauf typischerweise < 60 Prozent
Rang im Grundbuch	Üblicherweise als eine einzige erstrangige Sicherung eingetragen	Immer erstrangig (1. Rang); nachrangige Kredite folgen darunter
Zinssatz/Marge	Höher, da höherer LTV	Geringer, da niedrigerer LTV
Flexibilität	Hoch – Kreditbedingungen können individuell verhandelt werden	Standardisierter; stärker an Markt- oder Bankrichtlinien gebunden
Typische Kreditgeber	Debt Funds, Versicherungen, spezialisierte Kreditplattformen	Banken, Pfandbriefbanken, konservative institutionelle Kreditgeber

Quelle: CAERUS Debt Investments AG

Prognose der German Debt Initiative (Q4-2025) schließen wir uns an. Die stetig voranschreitende Regulierung der Kreditvergabe wird Banken keine andere Wahl lassen, als sich auf ihren Standards entsprechende Engagements zu fokussieren.

Gekommen, um zu wachsen

Auch wird der Bedarf an Finanzierungen zunehmen. Zu der aus der beschriebenen Refinanzierungslücke resultierenden Nachfrage wird sich früher oder später ein wieder anziehendes Transaktionsgeschehen gesellen. Einer 2025 von Nuveen global durchgeführten Umfrage unter Investoren zufolge wollen 51 Prozent der in Deutschland befragten Entscheider ihre Immobilienengagements innerhalb der nächsten zwei Jahre ausweiten. In der Vorgängerbefragung von 2024 waren es nur 24 Prozent.

Und schließlich nimmt der Appetit auf Debt-Produkte zu. Real Estate Private Debt steht hier wegen des damit erreichbaren attraktiven Rendite-Risiko-Profiles ganz oben auf der Agenda.