

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER  
SONDERDRUCK



## AUSWIRKUNGEN DER NAHOSTKRISE

REFINANZIERUNGSDRUCK IM IMMOBILIENMARKT:  
WELCHE ROLLE INTERNATIONALES KAPITAL JETZT SPIELT  
SVEN SCHÜSSLER



## IMMOBILIENFINANZIERUNG

## REFINANZIERUNGSDRUCK IM IMMOBILIENMARKT: WELCHE ROLLE INTERNATIONALES KAPITAL JETZT SPIELT

Die anhaltende Refinanzierungswelle stellt den deutschen Immobilienmarkt vor erhebliche Herausforderungen. Während sich klassische Immobilienfinanzierer infolge gestiegener Zinsen und regulatorischer Anforderungen zunehmend zurückziehen, rückt internationales Kapital verstärkt in den Fokus, wie der Autor in vorliegendem Beitrag analysiert. Insbesondere angelsächsische Investoren erkennen im aktuellen Marktumfeld attraktive Opportunitäten – und können damit eine zentrale Rolle bei der Schließung wachsender Finanzierungslücken spielen. Ihre Strategien, Risikobewertungen und Finanzierungsansätze unterscheiden sich jedoch deutlich von den bislang dominierenden Strukturen – und verändern die Spielregeln nachhaltig. Wer ihre Denkweise und Investmentlogik versteht, erschließt sich nicht nur alternative Finanzierungsquellen, sondern auch neue Perspektiven in einem sich grundlegend wandelnden Marktumfeld. Denn deutsche Investoren halten sich nach wie vor zurück.

Red.

Die Refinanzierungswelle ist allgegenwärtig und der deutsche Immobilienmarkt steht weiterhin unter Druck. Gleichzeitig zeigt sich ein klarer Trend: Internationales Kapital – insbesondere aus dem angelsächsischen Raum und den USA – richtet seinen Blick zunehmend auf Deutschland.

Dieses Kapital kann ein wesentlicher Teil der Lösung im aktuellen Marktumfeld sein. Wer versteht, wie diese Investoren denken und welche Anforderungen sie an Transaktionen stellen, erschließt sich neue Finanzierungsquellen gerade dort, wo klassische Banken aufgrund von Regulierung oder gesteigener Risikoaversion zunehmend zurückhaltend agieren. Der Markt braucht Kapital, aber dieses Kapital folgt heute anderen Regeln.

### Vom „Kreditnehmerparadies“ zur Finanzierungslücke

Bis 2021 beziehungsweise 2022 war Deutschland im internationalen Vergleich ein ausgesprochen kreditnehmerfreundlicher Markt. Banken finanzierten hohe Loan-to-Value-(LTV)-Quoten zu attraktiven

Konditionen – sowohl im Bestand als auch in der Projektentwicklung. Im Vergleich zu anderen europäischen Märkten war Deutschland damit sowohl beim Pricing als auch bei den Beleihungsausläufen besonders wettbewerbsfähig. Vor allem die Angelsachsen „rauften“ sich angesichts dieser Konditionen „die Haare“. Hinzu kam eine breite Bankenlandschaft aus internationalen Instituten, spezialisierten Immobilienbanken sowie Sparkassen, Volksbanken und Landesbanken.

Seit 2022 hat sich dieses Bild grundlegend verändert. Gesunkene Immobilienwerte, deutlich gestiegene Finanzierungskosten und eine reduzierte Risikobereitschaft der Banken prägen den Markt. Viele Institute sind nicht mehr bereit, bestehende Finanzierungen zu bisherigen Konditionen oder auf bisherigen LTV-Niveaus zu verlängern.

Die daraus entstehenden Finanzierungslücken können viele Eigentümer und insbesondere Projektentwickler nicht aus eigener Kraft schließen. Gerade im Projektentwicklungsbereich zeigt sich die Problematik deutlich: Grundstücke wurden zu hohen Preisen mit noch günstigem Geld erworben, mittlerweile sind die Bau- und Finanzierungskosten erheblich gestiegen. Unter diesen Bedingungen lassen sich zahlreiche Vorhaben nicht mehr wirtschaftlich umsetzen.

Internationale Investoren bewerten den deutschen Markt derzeit vielfach positiver als viele inländische Marktteilnehmer. Dieses Interesse ist nicht Ausdruck von Naivität, sondern Ergebnis fundierter Analysen. Es handelt sich um hochprofessionell agierendes Kapital. Besonders stark ver-

treten sind angelsächsische Kapitalgeber, die reichlich mit internationalem „dry powder“ ausgestattet sind. Auch aus den USA zieht es das Kapital verstärkt nach Deutschland.

### Internationales Kapital entdeckt den deutschen Markt neu

Ein zentraler Grund liegt in der Größe des Marktes. Deutschland ist die größte Volkswirtschaft Europas und zugleich einer der bedeutendsten Immobilienmärkte. Für global agierende Investoren – insbesondere auf der Debt-Seite – ist Deutschland daher ein zentraler Zielmarkt. Zudem entstehen durch die Marktberreinigung zusätzliche Opportunitäten. Viele Banken halten Non-Performing Loans (NPLs) in ihren Büchern, die bilanziell und regulatorisch belastend sind. Mit wachsendem Druck steigt die Bereitschaft, sich von diesen Positionen zu trennen.

Für internationale Investoren ergeben sich daraus konkrete Einstiegsmöglichkeiten. Wenn Banken Kredite nicht mehr verlängern können oder wollen und bereit sind, diese mit Abschlägen zu veräußern, entstehen neue Einstiegspreise. Der Erwerb solcher Finanzierungen unter pari ermöglicht es Investoren, Projekte auf einer wirtschaftlich tragfähigeren Basis fortzuführen. Die Gewinnschwelle sinkt entsprechend. Für Banken bedeutet dies zwar die Realisierung von Verlusten, gleichzeitig schaffen sie jedoch Klarheit in ihren Bilanzen.

Die Herausforderungen unterscheiden sich deutlich zwischen Bestandsobjekten und Projektentwicklungen. Eigentümer von Bestandsimmobilien verfügen in der Regel über laufende Cashflows aus Mieteinnahmen, die zumindest teilweise zur Bedienung des Kapitaldienstes beitragen.

Projektentwicklungen hingegen generieren vor Fertigstellung keine laufenden Erträge. Zinsen werden häufig kapitalisiert, wodurch die Verschuldung weiter steigt. Gleichzeitig sind viele Projektentwickler nur begrenzt liquide, da erzielte Mittel in der Vergangenheit direkt in neue Projekte reinvestiert wurden. Der Druck ist im Projekt-

DER AUTOR

**SVEN  
SCHÜSSLER**

Geschäftsführer, Pasendia  
Capital Partners GmbH,  
Grünwald



Foto: Daniel Schwarz, Pasendia

entwicklungsbereich daher deutlich höher als im Bestand – und genau hier setzt internationales Kapital verstärkt an.

### Kapitalquellen und veränderte Investmentlogiken

Auf der Fremdkapitalseite ist zu beobachten, dass internationale Investoren ihre Allokation zunehmend von Equity in Richtung Debt verschieben. Hintergrund ist die aus ihrer Sicht attraktivere risikoadjustierte Rendite. Wesentliche Kapitalgeber sind global agierende Debt-Fonds, die unter anderem Mittel von US-Pensionskassen eingesammelt haben. Dabei handelt es sich weniger um rein geografisch definierte Investoren als vielmehr um international ausgerichtete Plattformen.

Innerhalb des Marktes existieren unterschiedliche Risikoklassen. Ein Teil des Kapitals sucht konservativere Strukturen mit moderaten Beleihungsausläufen (LTV). Gefragt sind hier aktuell Bestandsobjekte mit langfristigen Mietverträgen und bonitätsstarken Mietern, bevorzugt in A-Städten. Daneben gibt es deutlich renditeorientiertere Strategien, die höhere LTV- und LTC-Strukturen begleiten und entsprechend höhere Renditen verlangen. Das heißt, Kapital ist vorhanden – aber mit klarem Fokus auf einem adäquaten Risk-Return des Investments.

Alternative Finanzierer fokussieren sich insbesondere auf Distress- und Refinanzierungssituationen. In klassischen, risikoarmen Finanzierungen haben sie gegenüber Banken kaum Wettbewerbsvorteile, da diese in der Regel deutlich günstigere Konditionen anbieten können.

Internationale Debt-Investoren kommen vor allem dort zum Einsatz, wo komplexere Strukturen oder höhere Risiken vorliegen. Sie nutzen dabei ein breites Instrumentarium, darunter Whole Loans, Mezzanine-Finanzierungen und Preferred Equity, und bewegen sich häufig in höheren LTV- und LTC-Bereichen. Viele dieser Investoren konzentrieren sich jedoch auf größere Transaktionsvolumina. Gerade im Bereich kleinerer Mezzanine-Finanzierungen besteht daher aktuell ein Angebotsdefizit.

### Viele Businesspläne tragen nicht mehr

Viele Businesspläne basieren weiterhin auf der Annahme, dass sich das Marktumfeld kurzfristig verbessert. Internationale Investoren kalkulieren hingegen kon-

servativer. Sie verlangen, dass Projekte auch unter aktuellen Marktbedingungen tragfähig sind – ohne spekulative Annahmen über steigende Bewertungen oder Multiples.

Viele Businesspläne rechnen noch mit der Vergangenheit – Investoren finanzieren die Gegenwart. Genau an dieser Diskrepanz scheitern viele Transaktionen: weniger an der grundsätzlichen Qualität der Projekte als an unterschiedlichen Einschätzungen der Marktentwicklung.

Internationales Kapital kann einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung des Marktes leisten, indem es Finanzierungslücken schließt, die Banken nicht mehr abdecken können oder wollen. Während Banken ihre Beleihungsausläufe reduzieren müssen, sind alternative Investoren bereit, zusätzliche Risikopositionen zu übernehmen und Lücken zwischen bestehenden LTV-/LTC-Strukturen und tatsächlichem Kapitalbedarf zu schließen.

Sie übernehmen Risiken, die Banken nicht mehr tragen können, und schaffen damit überhaupt erst wieder Transaktionsfähig-

keit. Dabei agieren sie selektiv, risikobewusst und renditeorientiert. Sie sind damit ein funktionaler Bestandteil eines sich neu austarierenden Marktes.

### Zurückhaltung deutscher Investoren

Die Zurückhaltung deutscher institutioneller Investoren ist vor allem auf Erfahrungen aus der Vergangenheit zurückzuführen. Viele waren in komplexeren Finanzierungsstrukturen aktiv und haben dabei zum Teil erhebliche Verluste erlitten.

Aktuell konzentrieren sich viele dieser Investoren auf die Aufarbeitung ihrer Bestände und agieren im Neugeschäft zurückhaltend. Dabei wäre das Marktumfeld aus Bewertungssicht grundsätzlich attraktiv, da Investments auf deutlich niedrigeren Preisniveaus erfolgen können.

Es ist daher weniger eine Frage der Opportunität als vielmehr der internen Entscheidungsprozesse, die eine stärkere Rückkehr dieser Investoren derzeit noch verzögert. Das Kapital ist vorhanden – aber es braucht Zeit, bis es wieder investiert wird. ■