

## Abseits der ausgetretenen Pfade

**Immobilienkreditfonds finanzieren Immobilien in Situationen, die für die klassischen Banken aus verschiedenen Gründen nicht in Frage kommen. Für institutionelle Investoren bieten die Vehikel eine vergleichsweise höhere Rendite und eine gute Diversifikation. Außerdem ermöglichen sie ein Immobilieninvestment, das nicht der ohnehin häufig schon vollen Immobilienquote zugerechnet werden muss.**



*Manuel Köppel ist Vorstand der BF.direkt AG und leitet das institutionelle Finanzierungsgeschäft der Unternehmensgruppe*

Kreditfonds haben es in Deutschland nicht einfach: Das klassische Finanzierungsgeschäft mit Erstrangfinanzierungen haben die Immobilienbanken unter sich aufgeteilt und auch institutionelle Investoren haben diesen Markt für sich erschlossen und tätigen Direktinvestments in Darlehen oder Schuldscheindarlehen. In diesem Segment ist die Konkurrenz also hoch und die Margen sind zu niedrig, um zusätzlich die Strukturkosten eines Fonds tragen zu können. Kurz: Hier gibt es keinen Raum für Kreditfonds. Jenseits von Erstrangfinanzierungen existieren jedoch Möglichkeiten. Die Banken gehen in der Regel nicht über einen Loan-to-Value (LTV) von 70 Prozent des Marktwerts hinaus und sind zudem durch die gesetzlichen sowie ihre internen Beleihungswertvorgaben gedeckelt. Kreditfonds können mit sogenannten Whole-Loan-Strukturen bis zu 80 Prozent des Marktwerts gehen. Für dieses vergleichsweise größere Risiko, das in der Spitze in den Mezzanine-Bereich hineinreicht, erhält der Fonds eine höhere Verzinsung. Diese kann häufig zwischen vier und sechs Prozent p.a. liegen und stellt gegenüber einer klassischen Finanzierungsstruktur mit Senior- und Mezzanine-Tranche einen Mischsatz dar.

**Kreditfonds können Immobilien in Sondersituationen finanzieren**

Kreditfonds haben jedoch nicht nur beim LTV mehr Spielraum. Sie haben auch hinsichtlich der Situation, in der sie Darlehen ausreichen können mehr Flexibilität. Beispielsweise kann ein Kreditfonds in der Frühphase einer Projektentwicklung in der Regel schneller reagieren als ein klassisches Finanzierungsinstitut – dies gilt insbesondere bei Grundstücksankaufsfinanzierungen. Während man sich früher erlauben konnte, aufschiebend bedingt zu zahlen und die Baugenehmigung abzuwarten, hat man diese Zeit angesichts der großen Dynamik auf dem Immobilienmarkt heute nicht mehr. Banken können aufgrund ihrer Regularien viele Wochen – mit ungewissem Ergebnis – mit der Prüfung beschäftigt sein. Zudem können sie häufig erst in fortgeschrittene Projekte einsteigen. Mit dem Fonds nimmt der Darlehensnehmer zwar höhere Kreditkosten in Kauf, kann jedoch bei einer attraktiven Offerte in der Regel schneller zuschlagen. Die schnellere Verfügbarkeit und die – bei entsprechender Ausgestaltung der Anlagerichtlinien – zwar genauso intensiv, aber weniger formalistische Risikoprüfung ist einer der Hauptwettbewerbsvorteile des Immobilienkreditfonds gegenüber der Bank.

### **Finanzierung von Grundstücken ohne Baugenehmigung oder Umnutzungen**

Ein anderes Beispiel ist die Finanzierung eines Ankaufs von Entwicklungsgrundstücken, die zwar über ein weitestgehend gesichertes, plausibles Baurecht verfügen, allerdings noch keine Genehmigung. Hier tun sich viele Banken mit der Beleihung schwer. Gleiches gilt für Gewerbeobjekte, die perspektivisch für Wohnnutzung oder Neubau entwickelt werden sollen, aber noch mit kurzen Restlaufzeiten vermietet sind. Banken orientieren sich aufgrund der Regularien in solchen Fällen häufig am Status Quo und verfügen über wenig Flexibilität, in ihrer Kreditentscheidung auf die anschließende Entwicklung abzustellen. Dies gilt auch, wenn diese bereits sehr konkret absehbar ist. Hier verfügen Immobilienkreditfonds häufig über mehr Flexibilität. Diese wird der Risikokategorie entsprechend auch in Form von Renditeaufschlägen vergütet.

### **Teures Mezzanine-Kapital zur kurzfristigen Überbrückung**

Eine andere Nische für Kreditfonds ist durch die stark gestiegenen Grundstücks- und Immobilienpreise entstanden. Zunehmend klappt eine Lücke zwischen dem Beleihungs- und dem Marktwert. Steht nicht ausreichend Eigenkapital bereit, können Mezzanine-Fonds als Finanzierungspartner die schlüssige Antwort liefern. Das teurere nachrangige Kapital macht vor allem in Situationen Sinn, in denen es eine Phase der Umwidmung oder sonstiger Wertschöpfung gibt. Dabei sind Mezzanine-Fonds Partner auf Zeit. Sobald zum Beispiel das Wohnbaurecht vorliegt, kann sich der Projektentwickler wiederum günstiger mit einer klassischen Bankfinanzierung eindecken und den Mezzanine-Anteil reduzieren oder bei

Neubauobjekten im Core-Segment auch ganz darauf verzichten. Der Immobilienkreditfonds würdigt somit das unternehmerische Element des Investors. Unterm Strich arbeiten Banken und Kredit- wie auch Mezzanine-Fonds also eher Hand in Hand, als dass sie in Konkurrenz zueinanderstehen.

### **Kreditfonds ermöglichen eine gute Diversifikation**

Die aufgeführten Beispiele und Argumente zeigen, dass Kreditfonds neben den klassischen Banken durchaus ihre Daseinsberechtigung haben. Doch wie sehen die Vorteile für die Investoren der Kreditfonds aus? Solche Finanzierungen im Fondsmantel zu tätigen, bietet für die institutionellen Anleger eine Reihe von Vorteilen: Die Portfoliozusammensetzung führt per se zu einer Risikostreuung. Denn der Mix aus mehreren Einzeldarlehen, die sowohl Bestandsimmobilien als auch Projektentwicklungen finanzieren, schafft eine hohe Diversifikation. Anders ausgedrückt: Der Fonds vermeidet Klumpenrisiken. Außerdem verfügen erfahrene Manager von Kreditfonds über Zugang zu vielen Deals, Marktinformationen und betreiben aktives Risikomanagement.

### **Kreditfonds entlasten volle Immobilienquote**

Für den institutionellen Anleger hat ein Engagement in Immobilienkreditfonds noch einen weiteren Vorteil: Die Anlageklasse wird abhängig von der Ausgestaltung des Fondsvehikels und der einzelnen Finanzierungstransaktionen nicht der Immobilienquote zugeordnet. Gerade bei Versorgungswerken, Pensionskassen und Versicherungen ist diese Quote zunehmend ausgereizt und die Zuordenbarkeit zu anderen Quoten von großer Bedeutung. Dennoch profitiert der Fonds von der Besicherung durch die Immobilie und ist im Vergleich zu anderen Anlagen relativ risikoarm. Dies liegt u.a. daran, dass selbst im Whole-Loan- und Mezzanine-Segment mit Abschlägen auf den Marktwert gearbeitet wird. Das heißt, es gibt im Fall von Wertkorrekturen noch Puffer. Im Gegensatz dazu wird bei Immobiliendirektinvestments bzw. Eigenkapitalinvestments der Marktwert zum Zeitpunkt des Investments zunächst einmal zu 100 Prozent ausgereizt.

Fazit: Auch wenn Deutschland häufig als „overbanked“ bezeichnet wird, haben Immobilienkreditfonds eine Daseinsberechtigung. Sie können insbesondere in Situationen aktiv werden, die nicht dem Standard entsprechen und für die Banken nicht in Frage kommen, obwohl die zugrundeliegenden Immobilien und Projekte auch von den Banken als positiv beurteilt werden. Für institutionelle Investoren haben Kreditfonds vor allem zwei Vorteile: Erstens bieten sie eine vergleichsweise hohe Verzinsung bei moderatem Risiko und

zweitens ermöglichen sie ein Immobilieninvestment, das aber nicht der vollen Immobilienquote zugerechnet werden muss.