

Alternativen sind alternativlos

Die Banken haben ihr Monopol bei der gewerblichen Immobilienfinanzierung verloren. Alternativen wie Pensionskassen oder Versicherungen bieten auch klassische Finanzierungen an. Dieser Trend wird sich fortsetzen. Denn für Investoren gibt es kaum Ausweichmöglichkeiten mit vergleichbarem Rendite-Risiko-Profil.

Früher war Immobilienfinanzierung eine einfache Sache. Das Eigenkapital hatte man selbst, das Fremdkapital holte man sich bei der Bank. Heute sieht dies anders aus. Die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und die daraus resultierende Diversifizierung der institutionellen Kapitalanlage sorgen dafür, dass vermehrt Kapitalsammelstellen wie Versicherungen und Pensionskassen als Erstrangfinanzierer am Markt auftreten. Zudem spielen auch alternative nachrangige Finanzierungen eine immer größere Rolle. Dies betrifft nicht nur Projektentwickler, sondern auch Bestandshalter.

ZINSPOLITIK TREIBT MARKTENTWICKLUNG

Die wichtigste Ursache für diese Veränderungen ist die Geldpolitik der EZB. Das Niedrigzinsumfeld hat die institutionellen Investoren auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten auf den Immobilienfinanzierungsmarkt getrieben. Diese Entwicklung wird die EZB durch

ihre Geldpolitik auch 2018 weiter unterstützen. Ende Oktober 2017 hat die EZB wie erwartet eine Volumenreduzierung des Ankaufsprogramms angekündigt. Dies bedeutet aber noch keinen Rückzug aus dem Anleihenmarkt oder gar eine Reduktion des Engagements der EZB, da zunächst auslaufende Kredite ersetzt und dann weitere 30 Milliarden zusätzlich investiert werden. Die Ausweitung der Bilanz der EZB wird damit nur verlangsamt, das Engagement der EZB vergrößert sich aber zunächst weiterhin. Auch wurden die Leitzinsen unverändert auf dem sehr niedrigen Niveau belassen.

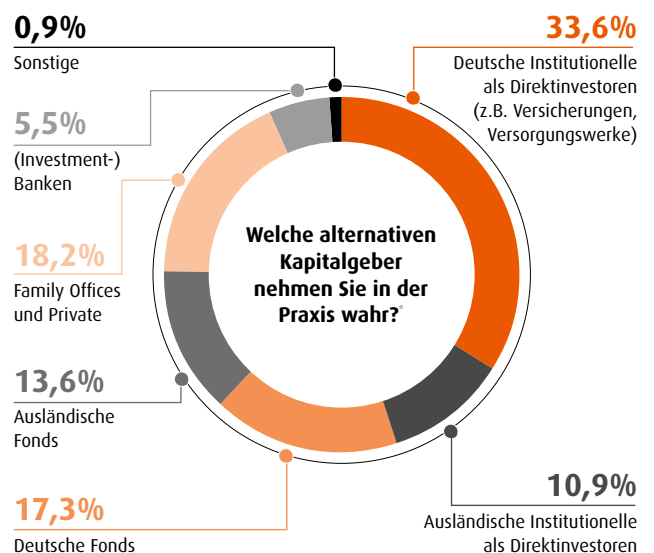
Die EZB hält damit an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Im Verlauf des neuen Jahres wird es voraussichtlich nur vorsichtige Korrekturen geben. Der Anlagedruck wird sich auch 2018 fortsetzen. Die Folge ist, dass sich die Trends des vergangenen Jahres weiter verstärken werden.

Ein weiterer Grund für den Zuwachs der alternativen Geldgeber ist, dass ihre

ÜBERSICHT ALTERNATIVE FINANZIERUNGSFORMEN UND KAPITALGEBER

Welche alternativen Finanzierungsformen werden derzeit besonders stark genutzt?

Finanzierungsform	Q3/17	Q4/17
Erstrangig besicherte Fremdkapitalinstrumente (z.B. Anleihen/„Whole-Loan“-Strukturen)	3,8 %	8,3 %
Nachrangig besicherte oder unbesicherte Fremdkapitalinstrumente (z.B. Anleihen, „senior unsecured“ Corporate Bonds)	19,2 %	22,2 %
Mezzaninekapital (z.B. Nachrangdarlehen oder -darlehen)	38,5 %	38,9 %
Eigenkapital (z.B. Private Equity oder Joint Venture)	23,1 %	16,7 %
Mittelbare Finanzierung durch Forward Commitments	11,5 %	13,9 %
Andere Instrumente	3,8 %	0,0 %



SUMMARY » Die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank EZB sorgt dafür, dass vermehrt Versicherungen und Pensionskassen als Erstrangfinanzierer am Markt zu sehen sind. » Ein weiterer Grund für den Zuwachs der alternativen Geldgeber ist, dass ihre Finanzierungen auch Bereiche abdecken, die inzwischen so nicht oder aus regulatorischen Gründen nicht mehr von Banken angeboten werden. » **Alternative Finanzierer** sind jedoch nicht nur reine Konkurrenten für Banken, sondern treten meist bankergänzend auf. » Die Banken sind mittlerweile ebenso wie alternative Finanzierungsanbieter gezwungen, **höhere Risiken** einzugehen, um ihre Finanzierungsvolumina konstant zu halten.

Finanzierungen auch Bereiche abdecken, die so nicht oder aus regulatorischen Gründen nicht mehr von Banken angeboten werden. Denn im Unterschied zu klassischen Finanzierern können alternative Geldgeber auch in Spezialfällen handeln – zum Beispiel bei Vorratsgrundstücken, bei denen das Baurecht zwar gesichert ist, aber noch konkretisiert werden muss.

ALTERNATIVEN ERGÄNZEN BANKEN Denn Banken sind hier durch regulatorische Vorgaben stärker eingeschränkt. Insofern sind alternative Finanzierer nicht nur reine Konkurrenten für Banken, sondern treten meist bank-ergänzend anstatt bankersetzend auf. So finanzieren Banken klassisch mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren. Versorgungswerke dagegen präferieren dagegen Laufzeiten von bis zu 20 Jahren. Mit ihren Finanzierungsangeboten haben alternative Geldgeber nach unserer Einschätzung bereits einen Marktanteil von rund zehn Prozent. Dieser wird 2018 weiter ansteigen.

Die Auswirkungen des gestiegenen Wettbewerbsdrucks aufgrund der neuen Akteure zeigen sich ebenso an der steigenden Risikobereitschaft auf der Angebotsseite. Die Banken sind ebenso wie alternative Finanzierungsanbieter gezwungen, höhere Risiken einzugehen, um ihre Finanzierungsvolumina konstant zu halten. Das zeigen die Ergebnisse des BF.Quartalsbarometers zum Jahresende 2017, das quartalsweise von Bulwiengesa erhoben wird. Sowohl Loan-to-Values (LTV) bei Bestandsimmobilien als auch Loan-to-Costs (LTC) bei Projektentwicklungen steigen deutlich an. Der durchschnittliche LTV erreicht zum Jahresende mit 72,0 Prozent den Höchstwert seit dem Start der Erhebung des Barometers. Der LTC liegt im Schnitt bei 74,5 Prozent und verzeichnet damit den Höchstwert seit dem vierten Quartal 2014. Allerdings handelt es sich nicht um einen dramatischen

Anstieg und den Finanzierern gelingt es, sich die Risiken vergüten zu lassen. Das signalisiert einen funktionierenden Markt und spricht gegen eine Blasenbildung. Die Margen steigen – nachdem sie jahrelang gesunken sind – bei Projektentwicklungsfinanzierungen auf 207 Basispunkte (plus acht Basispunkte). Bei Bestandsfinanzierungen ist eine Zunahme auf 140 Basispunkte zu verzeichnen (plus vier Basispunkte). Trotz der Zunahme von risikobehafteten Finanzierungen treffen die meisten Banken die Entscheidung für eine Kreditvergabe gemeinsam mit dem Neugeschäftsbereich und der Risikoabteilung (67,5 Prozent der Befragten des BF.Quartalsbarometers gaben dies an).

MEZZANINE ALS HAUPTINSTRUMENT Neben den erstrangigen Finanzierungen werden auch zunehmend alternative Finanzierungsinstrumente – insbesondere für Projektentwicklungen und Wachstumsfinanzierungen – genutzt. Dazu zählen Nachrangdarlehen, Equity-Joint-Venture-Finanzierungen, Finanzierungen durch Mezzanine-Fonds, Schuldscheindarlehen, eine Kapitalerhöhung (bei Börsennotierung), Wandelanleihen, Unternehmensanleihen oder Kreditfonds.

Der Markt hierfür hat sich seit etwa drei Jahren stark weiterentwickelt, als Reaktion auf das Niedrigzinsumfeld und den Anlagedruck. Mittlerweile handelt es sich um ein etabliertes Segment. Am meisten wird dabei Mezzanine-Kapital genutzt (fast 40 Prozent der Befragten des BF.Quartalsbarometers). An zweiter Stelle folgen nachrangig besicherte oder unbesicherte Fremdkapitalinstrumente (zum Beispiel Anleihen) mit 22 Prozent.

Einer der Hauptaspekte für viele Investoren ist die deutlich höhere Verzinsung bei Mezzanine-Kapital, die je nach Ausgestaltung und individueller Risikosituation momentan zwischen acht und 15 Prozent beträgt. Falls Baurecht vorliegt, beträgt

AUTOR



Francesco Fedele ist CEO bei der BF.direkt AG in Stuttgart, die auf komplexe Finanzierungsvorhaben spezialisiert ist.

die Verzinsung meist unter zehn Prozent. Steht dieses noch aus, sind Zinsen von deutlich über zehn Prozent die Regel. Ein weiterer wichtiger Faktor ist die Laufzeit. Die Kapitalbindung ist in der Regel bei Finanzierungen von Projektentwicklungen sehr kurz – beispielsweise nur sechs Monate. Dies pusht die Rendite, da oft eine Mindestlaufzeit von einem Jahr vereinbart und der Zinsberechnung zugrunde gelegt wird. Eine weitere Stellschraube für die Rendite ist der Anteil des Mezzanine-Kapitals an der Gesamtfinanzierung. Wird beispielsweise der Beleihungsauslauf zwischen 75 und 90 Prozent über diese Kapitalart finanziert, ist die Verzinsung höher, als wenn der größere – aber weniger riskante – Abschnitt zwischen 60 und 80 Prozent finanziert wird.

Fest steht: Die Banken haben ihr Monopol bei der gewerblichen Immobilienfinanzierung verloren, da die alternativen Geldgeber zunehmend in das Finanzierungsgeschäft drängen. Dieser Trend wird sich fortsetzen. Der Marktanteil alternativer Finanzierer kann mittelfristig auf 30 Prozent anwachsen. Gleichzeitig wird 2018 auch der Anteil der alternativen Finanzierungsformen weiter zunehmen. Denn für Investoren gibt es kaum Ausweichmöglichkeiten mit vergleichbarem Rendite-Risiko-Profil. «

Francesco Fedele, Stuttgart