

Capital

WIRTSCHAFT IST GESELLSCHAFT

Capital.de vom 1. Oktober 2018

Immobilien: Warum alternative Finanzierungen im Trend liegen

Nicht-Banken-Finanzierungen für Immobilien liegen derzeit stark im Trend – sowohl bei Anlegern als auch bei Darlehensnehmern. Dieser Trend wird sich weiter verstärken. Manuel Köppel über die wichtigsten Instrumente und Treiber dieser Entwicklung:

von Manuel Köppel



Prozent aller Fremdfinanzierungen auf alternative Instrumente – mit steigender Tendenz. Nach Einschätzungen von BF.direkt wird der Anteil mittelfristig weiter steigen. Darüber, was unter alternativen Finanzierungsinstrumenten zu verstehen ist, gibt es keine wissenschaftlich anerkannte Definition. In der Praxis wird der Begriff relativ flexibel verwendet. Gemäß unserer Definition gilt alles als alternatives Finanzierungsinstrument, was nicht von einer Bank finanziert wird.

Die Zunahme der Nicht-Banken-Finanzierungen hat mehrere Gründe. Ein wichtiger Faktor ist sicherlich das unerwartet lang anhaltende Niedrigzinsumfeld. Aus der Perspektive der Investoren handelt es sich bei den Alternativen um Anlagen, die noch vergleichsweise gute Renditen erwirtschaften, ohne ein zu großes Risiko mitzubringen. Hinzu kommt, dass die meisten Anleger ohnehin Immobilieninvestoren sind und über eine gewisse Expertise in diesem Bereich verfügen. Für sie macht es keinen großen Unterschied, ob sie ein Objekt direkt kaufen oder ob sie sich quasi indirekt über ein Finanzierungsengagement beteiligen. Die umfassenden Wirtschaftlichkeits- und Risikoprüfungen vor der Investitionsentscheidung bleiben dieselben. Die Anleger haben durch ihre Erfahrung zudem beispielsweise den Vorteil, dass sie bei nicht performenden Finanzierungen Grundstücke oder Objekte notfalls als Direktinvestment auf das eigene Buch nehmen können.

Aus Sicht der Kapitalnehmer ist von Bedeutung, dass die alternativen (oder nicht Bank-gebundenen) Geldgeber in manchen Situationen flexibler sind als die Kreditinstitute und weniger restriktiv agieren können. Dies gilt beispielsweise bei der Finanzierung von Grundstücksankäufen.

Welche alternativen Finanzierungsinstrumente gibt es? Grundsätzlich unterscheiden sich die Instrumente deutlich voneinander und hängen stark von der jeweiligen konkreten Finanzierungssituation ab, in der sie Verwendung finden – als davon ob eine Projektentwicklung, ein Grundstücksankauf, eine Bestandsfinanzierung etc. finanziert werden soll.

Der Klassiker: Das Schuldscheindarlehen

Eines der klassischen alternativen Finanzierungsinstrumente ist das Schuldscheindarlehen. In der Regel handelt es sich hier um ein erstrangig besichertes Darlehen. Der Standardfall sieht wie folgt aus: Eine Bank finanziert ein Immobilienprojekt, möchte es aber nicht auf das eigene Buch nehmen, sondern reicht den ganzen Kredit oder einen Teil in Form eines Schuldscheindarlehens an eine Versicherung weiter. Dies ist möglich, weil es ein gängiges Format ist, das die Versicherungen kennen und gut mit ihrem Aufsichtsrecht harmoniert. Aufgrund der hohen Sicherheit – Besicherung im ersten Rang – ist die Verzinsung hier im Vergleich zu anderen alternativen Instrumenten relativ niedrig. Sie liegt – in Abhängigkeit von der Laufzeit – zwischen 2,0 und 3,0 Prozent und damit nur leicht oberhalb eines Bankkredites.

Bei Projektentwicklungen unentbehrlich: Mezzanine-Kapital

Ein weiteres und sehr verbreitetes Instrument ist Mezzanine-Kapital. Laut BF.Quartalsbarometer ist Mezzanine-Kapital mit einem Anteil von rund 32 Prozent das am häufigsten eingesetzte alternative Finanzierungsinstrument. Anwendung findet es überwiegend bei der Finanzierung von Projektentwicklungen. Klassischerweise wird Mezzanine-Kapital dazu verwendet, die Finanzierungslücke zwischen dem Bankkredit (bis zu 75 Prozent der Kosten einer Projektentwicklung) und dem Eigenkapital des Projektentwicklers (fünf bis 15 Prozent der Kosten) zu schließen. Die Bereitstellung des Mezzanine-Kapitals erfolgt in der Regel über Nachrangdarlehen oder Schuldverschreibungen. In Zeiten von Minizinsen und Niedrigrenditen bei Immobilien können Mezzanine-Investments aus Investorensicht eine interessante Alternative sein – sofern die Auswahl des Projekts und des Entwicklers mit der hinreichenden Sorgfalt erfolgt ist. Dafür erhält der Investor im Gegenzug eine deutlich höhere Verzinsung als der Kreditgeber für den ersten Rang. Je nach Ausgestaltung liegt diese momentan zwischen 6,0 und 8,0 Prozent p.a., sofern es sich um echte Mezzanine-Finanzierungen handelt, hinter denen noch ein relativ großes Eigenkapitalpolster steht. Bei Finanzierungen, deren Auslauf in den eigenkapitalähnlichen Bereich hineinreicht, werden durchaus auch zweistellige Renditen aufgerufen.

Typisch für Mezzanine-Kapital ist die kurze Laufzeit – rund 18 bis 24 Monate, was ungefähr der Entwicklungs- oder Bauzeit entspricht. Im Bereich der institutionellen Kapitalanleger wird die Mezzanine-Finanzierung oft indirekt, das heißt über Fondsstrukturen getätigt. Dies hat aus Investorensicht den zusätzlichen Vorteil, dass auf Portfolioebene eine Risikostreuung stattfindet und dass die einzelnen Investitionsentscheidungen von einem erfahrenen Manager getroffen werden.

Bei Projektentwicklungen geht es oft nicht ohne zusätzliches Eigenkapital

Auch relativ weitverbreitet sind Eigenkapitalinstrumente (entweder in Form von Private Equity oder als Equity-Joint-Ventures). Laut BF.Quartalsbarometer bezeichnen rund ein Drittel der Befragten Immobilienfinanzierer diese beiden Finanzierungsformen als aktuell stark genutzt. Sie kommen im Wesentlichen ebenfalls bei Projektentwicklungen zum Einsatz. Dabei beteiligt sich ein Fonds oder Investor mit Eigenkapital an einer Projektentwicklung. Konkret heißt das, er wird Mitgesellschafter der Projektgesellschaft. Er trägt damit alle Chancen und Risiken wie ein Eigenkapitalinvestor. Ein wichtiger Vorteil aus Investorensicht: Da der Investor Mit-Gesellschafter ist, hat er auch Mitspracherechte. Der zeitliche Horizont der Investoren von Equity-Joint-Ventures kann sich stark unterscheiden. Ein Teil der Investoren – bspw. Versicherungen – sehen ein Joint-Venture in eine Projektentwicklung als

Einstieg, um die Immobilie nach Fertigstellung langfristig zu halten. Andere Investoren – vor allem Private-Equity-Fonds – sind eher an einem raschen Ausstieg nach Baufertigstellung interessiert. Das Risiko bei Eigenkapitalinstrumenten ist im Vergleich größer als bei Mezzanine-Kapital. Entsprechend liegt auch der Ertrag höher. In der Praxis beobachten wir derzeit Renditen im zweistelligen Bereich, die aber in der Regel nicht als Festzinssatz fixiert, sondern überwiegend ergebnisabhängig ausgestaltet werden.

Kreditfonds – mehr im Ausland verbreitet als in Deutschland

Ebenfalls zu den Alternativen Finanzierungsinstrumenten zählen Kreditfonds oder Debt Funds. Diese Fonds kaufen beispielsweise Immobiliendarlehen, die Banken vergeben haben, auf oder können zu einem gewissen Anteil und in Abhängigkeit von der Fondsstruktur auch direkt aus dem Fonds vergeben werden. Reine Senior Debt Funds spielen in der Praxis aber in Deutschland derzeit noch keine große Rolle. Der Grund: Häufig sind die Renditeanforderungen der Fonds für Senior Debt relativ hoch, während das Risikoprofil der gesuchten Kredite eher nur moderat riskant ist. Kredite mit einem solchen Rendite-Risiko-Profil gibt es derzeit hierzulande allerdings kaum. Anders gesagt: Die meisten Kreditnehmer bekommen bei ihrer Hausbank bessere Konditionen als bei einem Kreditfonds. Daher sind die meisten Kreditfonds im Ausland aktiv. In Spanien oder Großbritannien sind Kredite mit dem gesuchten Risikoprofil viel häufiger. Es gibt einzelne Kreditfonds mit Aktivitäten in Deutschland, aber diese fokussieren sich fast ausschließlich auf Sondersituationen oder höhere Beleihungsausläufe (sogenannte „Stretched Senior“ oder Whole Loan-Strukturen), die zwar erstrangig besichert sind, ein höheres Pricing aber rechtfertigen.

Anleihen: Fast alle Immobilien-AGs haben Anleihen begeben

Ein weiteres bekanntes Instrument sind Anleihen von börsennotierten Immobilien-Unternehmen. Fast alle gelisteten Immobilien-AGs haben die Niedrigzinsjahre genutzt, um große Beträge – im dreistelligen Millionenbereich – direkt am Kapitalmarkt aufzunehmen. Streng genommen handelt es sich dabei allerdings um Unternehmensfinanzierungen beziehungsweise Unternehmensanleihen. Die Anleihen sind nicht besichert (senior unsecured), darüber hinaus ist die Verwendung des Anleiheerlöses nicht an bestimmte Objekte gekoppelt. In der Regel sind die Anleihen geratet und die Ansprüche und Interessen der Kreditgeber werden über Covenants (Vertragsklauseln) abgebildet. Aufgrund der guten Bonität der Unternehmen (festgestellt durch Ratings) sind die Verzinsungen der Anleihen im Vergleich zu anderen alternativen Instrumenten gering.

Crowdinvesting: Volumen spielt kaum eine Rolle

Schlussendlich muss auch Crowdinvesting zu den alternativen Finanzierungsinstrumenten gezählt werden. Die „Schwarmfinanzierung“ spielt allerdings nur bei Privatanlegern eine Rolle. Gemessen am gesamten Volumen der Immobilienfinanzierungen handelt es sich trotz respektabler Erfolge einzelner Anbieter um ein marginales Phänomen. Dies liegt im Wesentlichen an der lange Zeit gültigen regulatorischen Obergrenze von 2,5 Mio. Euro. Alle Crowdfunding-Emissionen eines Anbieters dürfen in Summe diese Grenze nicht überschreiten. Daher arbeiten nahezu alle größeren Crowdfunding-Anbieter an alternativen Strukturen (beispielsweise Anleihen), die aber kein Crowdfunding im klassischen Sinne mehr sind, sondern sich klassischen Finanzierungsmodellen annähern. In diese Richtung geht auch die jüngst beschlossene Erleichterung von Wertpapieremissionen bis zu 8 Mio. Euro ohne Prospekt. Die Bedeutung von Crowdfunding als Finanzierungsweg könnte also tendenziell zunehmen.

Fest steht: Die Anleger drängen auf ihrer Suche nach Rendite mit Macht in neue Anlageklassen. Zugleich hat ein erheblicher Lernprozess bei institutionellen Investoren stattgefunden. Diese haben im Immobiliensegment Kompetenzen aufgebaut und Erfahrungswerte mit alternativen Instrumenten gesammelt. Unterm Strich hat sich der gesamte Markt stark professionalisiert. Diese Entwicklung ist zu begrüßen. Denn nicht jedes Instrument passt zu jedem Investor und die Risikoprofile unterscheiden sich stark. Die Voraussetzungen für eine weitere Verbreitung der alternativen Instrumente sind also günstig. Nach Einschätzung von BF.direkt wird der Marktanteil mittelfristig auf 20 bis 30 Prozent ansteigen.