

Alternative Finanzierungsmöglichkeiten im Immobilienbereich: Finanzierung von Immobilienprojektentwicklungen durch Immobilienkreditfonds

Masterthese zur Erlangung des akademischen Grades
“Master of Science”

eingereicht bei
DI Marco Schütz, MSc

Simon Robert, BSc

11834289

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **SIMON ROBERT, BSC**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Masterthese, "ALTERNATIVE FINANZIERUNGSMÖGLICHKEITEN IM IMMOBILIENBEREICH: FINANZIERUNG VON IMMOBILIENPROJEKTENTWICKLUNGEN DURCH IMMOBILIENKREDITFONDS", 87 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich das Thema dieser Arbeit oder Teile davon bisher weder im In- noch Ausland zur Begutachtung in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 21.03.2023

Unterschrift

Danksagung

An dieser Stelle möchte ich mich bei allen Personen bedanken, die mich im Laufe der Durchführung dieser Masterarbeit unterstützt und motiviert haben. Zunächst möchte ich mich bei meinem Betreuer Herrn DI Marco Schütz MSc. für seine konstruktive Kritik und seine Flexibilität während der Masterarbeit bedanken. Ein besonderer Dank gilt auch allen Interviewpartnern, ohne die diese Arbeit nicht zustande gekommen wäre.

Ebenso möchte ich meinen Arbeitskollegen Frau Mag. Astrid Grantner-Fuchs MSc MRICS, Herrn Wolfgang Wagner MRICS und Herrn Mag (FH) Bernd Kühr MRICS, Katharina Schindler, Thomas Griebel sowie dem gesamten Team der TU-Wien-Academy-for-Continuing-Education: Herr ao.Univ.Prof.Dr. Bob Martens FRICS, Frau DI Filiz Siber-Schmied, Frau Sladjana Rajic-Kostic und Frau Myleen Geronimo für ihre Unterstützung während meines Masterstudiums danken.

Abschließend möchte ich mich bei meiner Familie, meinen Eltern Martine und Pierre, meinem Onkel Antoine, meiner Cousine Ariane, meiner Freundin Anne Coraline sowie Martha für ihre Hilfe während meiner Studienzeit bedanken.

Gender-Klausel

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird in dieser Masterarbeit das generische Maskulinum verwendet. Weibliche und anderweitige Geschlechtsidentität werden ausdrücklich eingeschlossen, soweit dies für die Aussage notwendig ist.

Kurzfassung

Der Zugang zu Kapital ist ein wesentlicher Faktor für das reibungslose Funktionieren des Immobilienmarktes. Die verschiedenen Parteien müssen über einen einfachen, schnellen und nachhaltigen Zugriff zu den notwendigen Finanzierungsmöglichkeiten verfügen. Die Abhängigkeit von Kapital ist besonders im Tätigkeitsbereich des Projektentwicklers zu beobachten, da er erhebliche finanzielle Ressourcen benötigt, um Immobilienprojekte umsetzen zu können. Traditionell wurde dieser Zugang zu Kapital vollständig und ausschließlich von Banken bereitgestellt. Diese konnten zwar die Finanzierungsnachfrage der Kreditnehmer befriedigen, mussten dafür aber teilweise hohe Ausfallrisiken eingehen. Nach der Wirtschaftskrise 2008 führten die Bankenaufsichtsbehörden neue restriktive Bedingungen ein, um das Ausfallrisiko der Banken zu begrenzen. Diese Anforderungen, die die Sicherheit und Zuverlässigkeit des Finanzsystems stärken sollen, haben wesentliche Auswirkungen auf den Immobiliensektor. Die Banken verfügen über keine anderen Alternativen, als ihre Rolle als Finanzierer zu reduzieren. Dadurch entsteht ein Kapitalmangel für den Immobilienprojektentwickler (sowie für alle anderen Parteien der Immobilienbranche). Um diesen Kapitalmangel zu beheben, sind neue Anbieter auf dem Immobilienfinanzierungsmarkt aufgetaucht. Es handelt sich um alternative Kreditgeber, welche nicht als Banken zu qualifizieren sind und daher nicht von diesen neuen restriktiven Kreditvergabebedingungen betroffen sind. Infolgedessen hat sich in den letzten Jahren die Aktivität der Banken im Bereich der Immobilienfinanzierung zugunsten der alternativen Kreditgeber allmählich verringert. Unter diesen alternativen Kreditgebern gewinnen die Immobilienkreditfonds zunehmend an Bedeutung. Die Forschungsfrage dieser Masterarbeit lautet daher, ob Immobilienkreditfonds eine umfassende und nachhaltige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten darstellen. Um diese Frage zu beantworten, wurde eine Analyse der in der Literatur vorhandenen theoretischen Konzepte durchgeführt. Diese wurde durch eine empirische Studie ergänzt, die anhand von halbstrukturierten Interviews durchgeführt wurde. Die Ergebnisse dieser Studie lassen erkennen, dass Immobilienkreditfonds eine vollständige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten bieten. Allerdings muss darauf hingewiesen werden, dass ihre Marktposition weitgehend auf die Regulierung der Banken zurückzuführen ist. Sollte diese Regulierung auch auf alternative Kreditgeber durchgesetzt werden, könnte die Zukunft der Kreditfonds in der Immobilienfinanzierung gefährdet sein.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung.....	1
1.1. Fragestellung und Zielsetzung.....	2
1.2. Aufbau der Masterarbeit	3
2. Projektentwicklung.....	5
2.1. Projektentwicklungsprozess.....	6
2.2. Geschäftsmodelle der Projektentwickler	8
2.3. Risiken in der Projektentwicklung	9
3. Grundlagen der Finanzierung	12
3.1. Strukturierung der Immobilienfinanzierung: Schichtenfinanzierung.....	14
4. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht.....	16
5. Alternativen zur klassischen Immobilienfinanzierung	22
5.1. Mezzaninfinanzierung.....	22
5.2. Immobilienkreditfonds.....	25
5.2.1. Historische Entwicklung	26
5.2.2. Zukunftsperspektive	27
5.2.3. Liste der größten Immobilienkreditfonds in Europa	32
6. Forschungsdesign	35
6.1. Forschungsfrage und Hypothesen.....	36
6.2. Übersicht der Interviewpartner	37
7. Ergebnisse der empirischen Studie	38
7.1. Geografischer Fokus	38
7.2. Kreditarten.....	39
7.3. Finanzierungsparameter.....	45
7.4. Gründe für eine Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds.....	53
7.5. Finanzierungszwecke	55
7.6. Assetklassen und Projektarten	55
7.7. Immobilienkreditfonds als dauerhafte Finanzierungsmöglichkeit?.....	58
8. Fallbeispiel: Whole Loan.....	61
9. Schlussfolgerungen	66
Literaturverzeichnis.....	69
Anhang	73
Interviewleitfäden	73
Interviewfragen (Kapitalnehmer).....	73
Interviewfragen (Kapitalgeber).....	76
Interviewfragen (Rechtsanwalt).....	79

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ausgangssituationen der Projektentwicklung (Pitschke, 2004: 41)	5
Abbildung 2: Der Projektentwicklungsprozess (Wach & Weichselbaum, 2013: 20) ..	6
Abbildung 3: Die Phasen der Immobilienprojektentwicklung (Eberhardt & Klaubetz, 2016: 6)	8
Abbildung 4: Geschäftsmodelle der Projektentwickler (Bienert, 2005: 28)	9
Abbildung 5: Risiken in der Projektentwicklung (Isenhöfer, 2015: 7)	11
Abbildung 6: Übersicht der Finanzierungsformen (Bienert, 2005, 4)	12
Abbildung 7: Ziele von Basel II (Bienert, 2005: 48)	18
Abbildung 8: Die drei Säulen der Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Bienert, 2005: 50).....	20
Abbildung 9: Überarbeitung der Eigenkapitaldefinition (Bundesbank, 2011: 10)	21
Abbildung 10: Bilanzausweis von Mezzanin-kapitalarten (Wach & Weichselbaum, 2013: 102)	24
Abbildung 11: Kreditvergabe eines Immobilienkreditfonds (eigene Darstellung, 2022)	25
Abbildung 12: aktuelle Situation auf dem europäischen Markt für gewerbliche Immobilienkredite (Vuong, 2021: 3).....	27
Abbildung 13: Ausstehende Kredite nach Sektoren auf dem europäischen Gewerbeimmobilienmarkt Stand: September 2021 (Vuong, 2021: 2) .	29
Abbildung 14: Kreditfälligkeiten in Großbritannien, Deutschland und Frankreich (in Milliarden Euro) (eigene Darstellung in Anlehnung an PGIM Real Estate, Bayes Business School, IREBS, IEIF, PwC Strategy &, Banque de France).....	30
Abbildung 15: Struktur der gewerblichen Immobilienkredite im Vereinigten Königreich (in % der ausstehenden Kredite) (Vuong, 2021: 8)	31
Abbildung 16: Struktur des Whole Loans (Revalprime, 2020: 1)	44
Abbildung 17: Berechnung LTV (eigene Darstellung, 2022).....	48
Abbildung 18: Berechnung LTC (eigene Darstellung, 2022)	50
Abbildung 19: Berechnung ISCR (eigene Darstellung, 2022).....	51
Abbildung 20: Berechnung DSCR (eigene Darstellung, 2022)	51
Abbildung 21: Finanzierungsparameter Immobilienkreditfonds (eigene Darstellung, 2023).....	53

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Eigenkapitalrendite (eigene Darstellung, 2023).....	1
Tabelle 2: Eigenkapitalrendite nach Reduzierung des Eigenkapitals (eigene Darstellung, 2023).....	2
Tabelle 3: Legende (eigene Darstellung, 2023).....	32
Tabelle 4: Liste der größten Immobilienkreditfonds in Europa (In Anlehnung an Datenbanken von Preqin und PERE, 2022)	33
Tabelle 5: Übersicht der Interviewpartner (eigene Darstellung, 2023)	37
Tabelle 6: Finanzierungsstruktur Whole Loan (eigene Darstellung, 2023).....	61
Tabelle 7: Berechnung des gewichteten Zinssatzes (eigene Darstellung, 2023)	62
Tabelle 8: Berechnung des gewichteten Zinssatzes (eigene Darstellung, 2023).....	62
Tabelle 9: Term Sheet Whole Loan Finanzierung (eigene Darstellung, 2023).....	65

Abkürzungsverzeichnis

AUM: Asset under Management

BaFin: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

bzw.: beziehungsweise

DACH: Deutschland (D) Österreich (A) Schweiz (CH)

DSCR: Debt Service Coverage Ratio

ESG: Environment Social Governance

EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate

ISCR: Interest Service Coverage Ratio

KAGB: Kapitalanlagegesetzbuch

LIBOR: London Interbank Offered Rate

LTV: Loan to Value

MaBV: Makler- und Bauträgerverordnung

Mrd.: Milliarde

Nr.: Nummer

z. B.: zum Beispiel

1. Einleitung

Die Immobilienprojektentwicklung ist ein kostenintensives Geschäftsfeld. Sowohl für den Grundstückserwerb als auch für den Bau (oder die Renovierung) der Immobilie benötigt der Projektentwickler einen erheblichen Kapitaleinsatz.

Zudem ist dieser Kapitalbedarf langfristig ausgerichtet. Er erstreckt sich über den gesamten Immobilienentwicklungszyklus, von der Planung des Immobilienprojekts bis zur Fertigstellung und sogar darüber hinaus, sofern die Immobilie im Bestand gehalten wird (Eberhard & Klaubetz, 2016: 8). Daraus lässt sich ableiten, dass der Projektentwickler einen nahezu konstanten Kapitalbedarf aufweist, um den reibungslosen Ablauf seiner Geschäftstätigkeit zu gewährleisten.

In der Regel kann der Projektentwickler ein Projekt nicht vollständig aus eigenen Mitteln finanzieren. Dies ist auch wirtschaftlich nicht sinnvoll, da der erforderliche Eigenkapitaleinsatz sehr hoch wäre. Durch eine Begrenzung des Eigenkapitaleinsatzes pro Projekt kann der Projektentwickler von einem Hebeleffekt (Leverage-Effekt) profitieren und eine höhere Eigenkapitalrendite erzielen.

Die folgenden zwei Beispiele erläutern die Berechnung der Eigenkapitalrendite für den Projektentwickler.

Kaufpreis	€		1.000.000
jährliche Mieteinnahmen	€		100.000
Eigenkapital	€	400.000	= 40 % des Kaufpreises
Fremdkapital	€	600.000	= 60 % des Kaufpreises
Zinsbelastung	€	24.000	= 4 % des Fremdkapitals
Mieteinnahmen - Zinsbelastung	€	76.000	= € 100.000 - € 24.000
Eigenkapitalrendite		19 %	= € 76.000 / € 400.000

Tabelle 1: Eigenkapitalrendite (eigene Darstellung, 2023)

In diesem Beispiel erzielt der Projektentwickler bei einem Eigenkapitaleinsatz von 40 % des Kaufpreises und einem Zinssatz von 4 % eine Eigenkapitalrendite von 19 %.

Welche Auswirkungen hätte aber eine Reduzierung des Eigenkapitals auf die Rendite? Dies soll im folgenden Beispiel veranschaulicht werden.

Kaufpreis	€		1.000.000
jährliche Mieteinnahmen	€		100.000
Eigenkapital	€	300.000	= 30 % des Kaufpreises
Fremdkapital	€	700.000	= 70 % des Kaufpreises
Zinsbelastung	€	35.000	= 5 % des Fremdkapitals
Mieteinnahmen - Zinsbelastung	€	65.000	= € 100.000 - € 35.000
Eigenkapitalrendite		22 %	= € 65.000 / € 300.000

Tabelle 2: Eigenkapitalrendite nach Reduzierung des Eigenkapitals (eigene Darstellung, 2023)

Unter der Annahme, dass der Projektentwickler für das gleiche Projekt nur 30 % Eigenkapital aufbringen muss, zeigt sich, dass die Eigenkapitalrendite sogar bei einer stärkeren Zinsbelastung höher ist als im vorherigen Szenario.

Ziel des Projektentwicklers ist es daher, seinen Eigenkapitalanteil zu minimieren. Um dieses Ziel zu erreichen, können externe Finanzierungspartner eingebunden werden, die Fremdkapital gegen ein Entgelt (Zinssatz) zur Verfügung stellen. Traditionell wurde die Rolle des Finanzierungspartners ausschließlich von Banken übernommen. Diese hatten eine sehr große Flexibilität bei der Kreditvergabe, was wesentlich zum Aufschwung des Immobilienmarktes beigetragen hat.

1.1. Fragestellung und Zielsetzung

Seit der Wirtschaftskrise im Jahr 2008 ist die Aktivität der Banken im Bereich der Immobilienfinanzierung jedoch zurückgegangen. Dieser Rückgang ist unter anderem auf die Einführung der neuer Bankennormen „Basel I, II und III“ zurückzuführen. Infolge dieses Rückgangs der Banken sind neue Finanzierungsanbieter auf den Immobilienmarkt aufgetreten: die alternativen Kreditgeber. Unter diesen alternativen Kreditgebern haben insbesondere Immobilienkreditfonds an Bedeutung gewonnen.

Die Zielsetzungen dieser Masterarbeit sind daher:

- Erläuterung der Gründe für das Aufkommen der Immobilienkreditfonds in der Immobilienfinanzierung
- Darstellung der Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds für den Projektentwickler

Im Rahmen dieser Masterarbeit soll die folgende Frage beantwortet werden:

- *Stellen Immobilienkreditfonds eine umfassende und nachhaltige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten dar?*

1.2. Aufbau der Masterarbeit

Das Kapitel „Projektentwicklung“ führt in das Geschäftsfeld des Immobilienprojektentwicklers ein. Nach einer Definition des Tätigkeitsfeldes wird der Prozess der Projektentwicklung beschrieben. Danach werden die verschiedenen Geschäftsmodelle des Projektentwicklers und schließlich die mit dieser Tätigkeit verbundenen Risiken erläutert. Ziel dieses Kapitels ist es, dem Leser einen Überblick über das Berufsbild des Projektentwicklers und seine wichtigsten Merkmale zu verschaffen.

Das folgende Kapitel, „Grundlagen der Finanzierung“ befasst sich mit der Immobilienfinanzierung. Nach einer allgemeinen Definition des Begriffs „Finanzierung“ werden die verschiedenen Finanzierungsarten beschrieben. Anschließend werden der Kreditvertrag und dessen wichtigsten Parameter erläutert. Danach werden die Immobilienfinanzierung, die Projektfinanzierung und die klassischen Kreditgeber kurz vorgestellt. Am Ende des Kapitels wird die Strukturierung der Immobilienfinanzierung dargestellt.

Das vierte Kapitel beschreibt die Bankenregulierung und stellt die sogenannten Basel I-, II- und III-Vorschriften vor. Im Rahmen dieses Kapitels werden die Entwicklung dieser Bankenregulierungen sowie deren Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der Banken dargestellt.

Im Anschluss werden in Kapitel fünf die alternativen Immobilienfinanzierungen erläutert. In dieses Kapitel werden zunächst die Gründe für die Entstehung dieser alternativen Methoden erläutert und die Mezzanine-Finanzierung vorgestellt. Der

letzte Teil des Kapitels befasst sich mit den Immobilienkreditfonds, deren Etablierung zunächst in den USA und später in Europa sowie deren potenziellen zukünftigen Entwicklungen.

Das sechste Kapitel beschreibt das Forschungsdesign. Hierbei werden die aus der Forschungsfrage abgeleiteten Hypothesen formuliert und die Methodik der Primärdatenerhebung dargestellt.

Das folgende Kapitel stellt die Ergebnisse der empirischen Studie dar. Die während der Recherche gesammelten Informationen werden zusammengefasst und synthetisiert.

In Kapitel acht wird ein Fallbeispiel abgebildet. Dieses umfasst eine Finanzierungssituation, die auf der Grundlage der in der empirischen Studie gesammelten Informationen erstellt wurde.

Das neunte Kapitel beinhaltet die Schlussfolgerungen. Im Rahmen dieses Kapitels wird eine Antwort auf die Forschungsfrage formuliert. Diese Antwort soll dazu dienen, die aufgestellten Hypothesen zu bestätigen bzw. zu widerlegen. Abschließend werden Empfehlungen für weitere Forschungen aufgestellt.

2. Projektentwicklung

Gemäß Karl-Heinz Geberth ist das Tätigkeitsfeld des Projektentwicklers wie folgt definiert:

„Durch Immobilienprojektentwicklung sind die Faktoren Standort, Projektidee und Kapital, so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und –sichernde sowie gesamtwirtschaftlich, sozial- und umweltverträgliche Immobilienobjekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können“ (Geberth, 2005: 34).

In Geberths Definition wird der Faktor Zeit außer Acht gelassen. Da dieser allerdings eng mit den Faktoren Standort, Projektidee und Kapital verbunden ist sollte der Faktor Zeit ebenfalls berücksichtigt werden. Aufgrunddessen hat Pitschke das Spektrum der Projektentwicklung erweitert. In Abbildung 1 ist Pitschkes Ansatz dargestellt (Wach & Weichselbaum, 2013: 19).

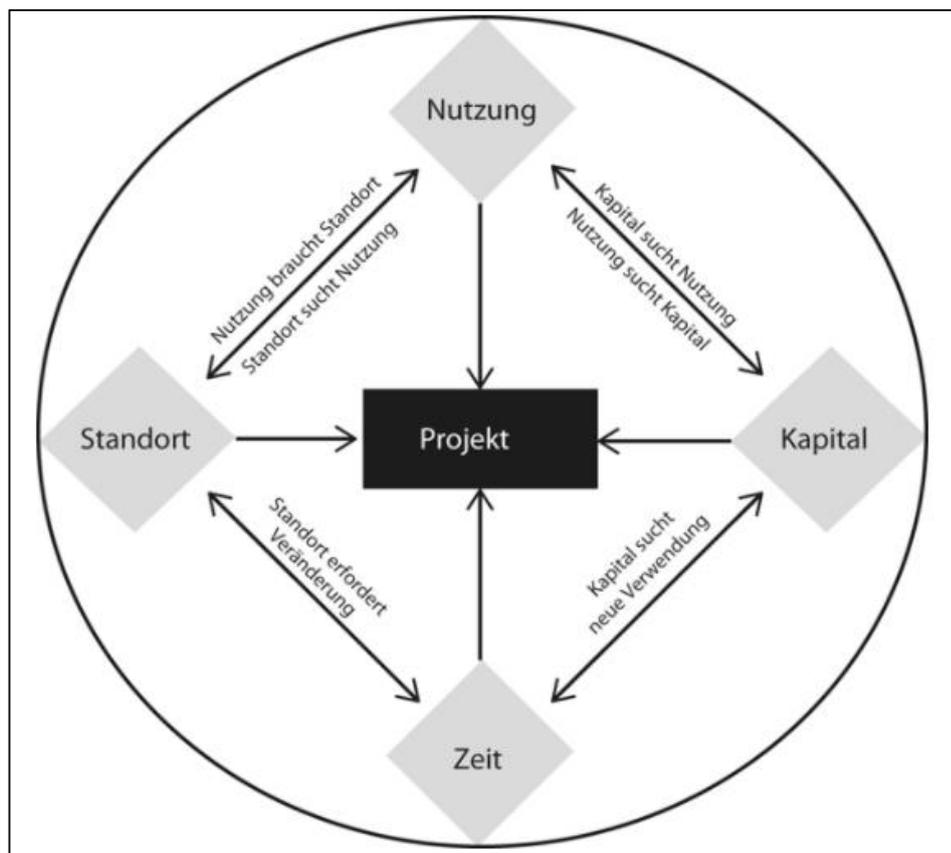


Abbildung 1: Ausgangssituationen der Projektentwicklung (Pitschke, 2004: 41)

Im Laufe des Lebenszyklus einer Immobilie kann sich die Projektentwicklung mehrmals wiederholen, wie z. B. bei Neubau, Revitalisierung, Umbau, Umnutzung oder Abriss/Wiederaufbau (Schützle, 2009: 4).

Die Projektentwicklung setzt also das Ziel voraus, eine wertschöpfende Umnutzung für die Immobilie zu schaffen und dabei Profit zu erwirtschaften. Um den Erfolg des Projekts zu gewährleisten, muss das Ziel unter Berücksichtigung der vier von Pitschke vorgestellten verschiedenen Faktoren festgelegt werden: Zeit, Standort, Nutzung und Kapital.

An dieser Stelle muss angemerkt werden, dass diese Faktoren nicht statisch, sondern dynamisch verlaufen. Sie entwickeln sich in Abhängigkeit von Faktoren, auf die der Projektentwickler in den meisten Fällen keinen Einfluss hat. Die vorliegende Masterarbeit befasst sich insbesondere mit dem Faktor Kapital.

2.1. Projektentwicklungsprozess

Zur Darstellung des Projektentwicklungszyklusses werden verschiedene Modelle verwendet. Diese Arbeit stützt sich auf das sogenannte Phasenmodell, das die wesentlichen Entscheidungsschritte bei der Erstellung und Umsetzung eines Immobilienprojekts darstellt. Es unterteilt den Prozess der Immobilienprojektentwicklung in fünf verschiedene Phasen: Projektinitiierung, Projektkonzeption, Projektkonkretisierung, Projektmanagement und Projektvermarktung (Wach & Weichselbaum, 2013: 20).

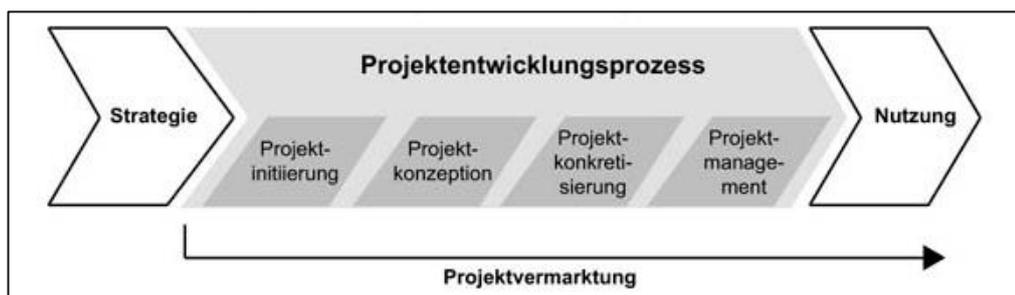


Abbildung 2: Der Projektentwicklungsprozess (Wach & Weichselbaum, 2013: 20)

Die erste Phase ist die **Projektinitiierung**, sie bildet den Ausgangspunkt für die Projektentwicklung. Die Projektinitiierung wird von drei Faktoren bestimmt: der Projektidee, dem Standort und dem Kapital. Diese Phase dient dazu, die Realisierbarkeit des Projekts abzusichern. Zunächst sind eine Standortanalyse sowie eine grobe Projektbeschreibung auszuarbeiten.

Hierbei sollte besonderes Augenmerk auf die zukünftige Nutzung des betreffenden Projekts sowie auf die realisierbaren Flächen gelegt werden. Anschließend ist eine Projektkalkulation zu erstellen, um die wirtschaftliche Tragfähigkeit zu ermitteln. Diese Phase dient somit dazu, die Realisierbarkeit des Projekts abzusichern (Schulte, Bone-Winkel, 2008: 40).

Die **Projektkonzeptionsphase** ermöglicht es dem Projektentwickler, die in der Initiierungsphase aufgestellten Hypothesen zu überprüfen und zu präzisieren. Eine „Feasibility Analyse“ wird erstellt, um den Einfluss der folgenden Faktoren auf die Durchführbarkeit des Projekts zu bestimmen: Markt, Standort, Nutzungskonzept, Wettbewerb, externes Risiko. In dieser Phase wird das Projekt auch externen Personen wie Investoren oder Projektbeteiligten vorgestellt.

Die **Projektkonkretisierungsphase** beinhaltet den Erwerb des Grundstücks/des Projekts und den Beginn der Ausarbeitung des architektonischen Konzepts. Zudem schließt der Projektentwickler die notwendigen Verhandlungen mit Finanziers, Bauunternehmen, potenziellen Mietern bzw. Käufern sowie Behörden ab. In dieser Phase wird auch die endgültige Baugenehmigung erteilt. Sobald das Projekt baugenehmigt und die Finanzierung gesichert ist, kann mit der Umsetzung begonnen werden.

Die vierte Phase, **Projektmanagement**, umfasst den Baubeginn sowie die konkrete Umsetzung des Projekts. Diese Phase beinhaltet das kaufmännische und technische Management des Projekts und erfordert eine genaue Kontrolle der Kosten, Liefertermine und der Qualität. Am Ende dieser Phase wird das Projekt an die Nutzer übergeben.

In der Phase **Projektvermarktung** werden Maßnahmen für den Vermarktungsprozess gesetzt. Die Vermarktung kann entweder im Rahmen des Abverkaufs oder der Vermietung stattfinden.

Die Phasen sollten nicht in streng chronologischer Reihenfolge betrachtet werden, da sie zeitweise parallel ablaufen. Beispielsweise kann sich die Projektkonzeptionsphase mit der Projektmanagementphase überschneiden. Die Projektvermarktung kann auch bereits während der Projektkonzeption starten.

Eberhardt und Klaubetz haben die Abbildung von Wach & Weichselbaum erweitert, um eine ausführlichere Darstellung des Immobilienentwicklungsprozesses zu präsentieren.

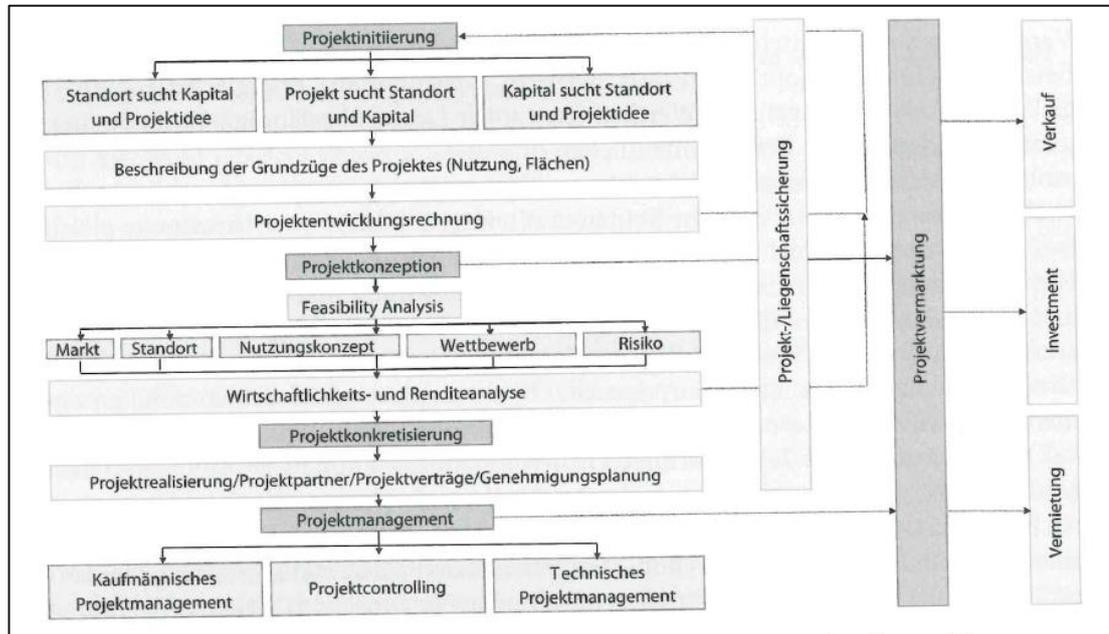


Abbildung 3: Die Phasen der Immobilienprojektentwicklung (Eberhardt & Klaubetz, 2016: 6)

2.2. Geschäftsmodelle der Projektentwickler

Im Geschäftsfeld der Projektentwicklung unterscheidet man vier Arten von Immobilienentwicklern.

Der **Service-Developer** ist in der Regel für die Entwicklung des Projektkonzepts bis zur Planungsreife oder Baugenehmigung zuständig, somit erbringt er eine reine Dienstleistung und erhält dafür Honorar.

Der **Trader-Developer** übernimmt die Entwicklung in eigenem Namen. Er erwirbt ein Grundstück oder eine Bestandsimmobilie, um ein Projekt zu entwickeln. Langfristig ist es nicht seine Absicht, die Immobilie in Bestand zu halten, da dies nicht das Kerngeschäft eines Trader-Developers ist und er in der Regel nicht über die dafür notwendigen Ressourcen verfügt. Ziel ist der Verkauf des Projekts beziehungsweise der Immobilie nach Fertigstellung oder in einer früheren Phase des Projektentwicklungsprozesses. Der Trader-Developer geht ein höheres Risiko ein,

erwartet aber in der Regel auch eine höhere Rendite als ein Service-Developer (Pitschke, 2004: 41).

Der **Investor-Developer** entwickelt das Immobilienprojekt mit dem Ziel, es in Bestand zu halten. Er verfolgt eine langfristige Investitionsstrategie und plant in der Regel, die Immobilie nach Abschluss des Projekts in sein Portfolio aufzunehmen. Häufig verfügt der Investor-Developer über eine interne Asset Management- und Verwaltungsabteilung (Bone-Winkel et al, 2008: 268).

Der **Entwickler und Eigennutzer** entwickelt die Immobilie für seinen eigenen Bedarf. Dies kann z. B. der Fall sein, wenn ein Projektentwickler neue Büroräumlichkeiten benötigt und daher beschließt, ein Projekt zu diesem Zweck zu entwickeln. In Abbildung 4 sind die Geschäftsmodelle der Projektentwickler bildlich dargestellt.

Projektentwickler Typisierung		Absicht nach dem Projektstart			
		Kurzfristiges Engagement - Verkauf -	Langfristiges Engagement - Mietvereinb. -	Langfristiges Engagement - Selbstn. -	Kein finanz. Engagement - Dienstleister -
Absicht vor dem Projektstart	Kurzfristiges Engagement - Verkauf -	Trader-Developer	Wandel zum Investor	Wandel zur Eigennutzung	Wandel zum Dienstleister
	Langfristiges Engagement - Mietvereinb. -	Wandel zum Verkäufer	Investor-Developer	Wandel zur Eigennutzung	Wandel zum Dienstleister
	Langfristiges Engagement - Selbstn. -	Wandel zum Verkäufer	Wandel zum Investor	Entwickler und Eigennutzung	Wandel zum Dienstleister
	Kein finanz. Engagement - Dienstleister -	---	Wandel zum Investor	Wandel zur Eigennutzung	Service-Developer

Abbildung 4: Geschäftsmodelle der Projektentwickler (Bienert, 2005: 28)

2.3. Risiken in der Projektentwicklung

Die Projektentwicklung ist mit zahlreichen Risiken verbunden. Insbesondere sind in diesem Zusammenhang hohe Investitionen in einem oftmals schwer definierbaren

Zeitraumen, sowie ein Markt, dessen Nachfrage sich im Laufe des Projekts ändern und variieren kann, zu nennen (Bone-Winkel, 2008: 252).

Diese Risiken werden auch von Kapitalgebern für Immobilienprojekte bewertet und wirken sich daher auf die Parameter einer Immobilienfinanzierung aus. Daher werden häufig Risikoanalysen durchgeführt, um zunächst potenzielle Risiken zu identifizieren, zu bewerten, zu planen und zu steuern, um sie schließlich zu überwachen und zu dokumentieren (Viering et al., 2007: 63). Diese Risikoanalysen finden während der gesamten Entwicklung anhand der Phasen des Projektentwicklungsprozesses statt.

Das **Genehmigungsrisiko** beginnt in der Projektinitiierungsphase und endet mit der Erteilung der Baugenehmigung (in der Regel in der Projektkonzipierungsphase). Zur Beurteilung des Genehmigungsrisikos erfolgt zunächst die Einschätzung und Analyse des Standorts und des Projekts sowie die Angemessenheit des Nutzungskonzepts. Ein nicht marktgerechtes Nutzungskonzept oder eine schlechte Projektidee können im Zuge der Einreichung des Projekts bei den zuständigen Behörden zu erheblichen Problemen führen. Weiters wird bei dieser Analyse die Bodenbeschaffenheit des Zielgrundstücks geprüft, um Kontaminationen oder Altlasten auszuschließen und das **Boden- und Baugrundrisiko** zu reduzieren (Hafez, 2019: 16).

Das **Finanzierungsrisiko** stellt die Gefahr dar, dass das Projekt nicht über ausreichende finanzielle Mittel verfügt und somit von Zahlungsausfällen oder sogar Insolvenz bedroht ist. Dieses Risiko kann verschiedene Formen annehmen. Es kann beispielweise ein Zinsänderungsrisiko oder ein existenzielles Risiko der Projektentwicklung aufgrund einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung des Projektentwicklungsunternehmens sein. Um das Finanzierungsrisiko zu verringern, sollten daher Kooperationen mit zuverlässigen, stabilen und kapitalstarken Partnern eingegangen werden (Isenhöfer, 2015: 50).

Das **Zeitrisko** wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst. Eine Überschreitung der Projektentwicklungsdauer verursacht zusätzliche Kosten und führt zu einer zusätzlichen Zinsbelastung. Darüber hinaus kann sich die Nachfrage- und Wettbewerbssituation innerhalb der Projektentwicklungsdauer verändern, wodurch die wirtschaftliche Tragfähigkeit beeinträchtigt wird. Wird das Projekt nicht rechtzeitig abgeschlossen, können Schadensersatzansprüche geltend gemacht werden. Genehmigungsverfahren (wie zum Beispiel die Baugenehmigung) können sich

ebenfalls erheblich verlängern, häufig aufgrund von Investoren- und Architektenwettbewerben oder Gesetzesänderungen, wodurch Verzögerungen in der Errichtungsphase entstehen können (Hafez, 2019: 17).

Das **Kostenrisiko** resultiert aus einer unzureichenden Planung des Projekts. Die Menge an Baumaterial reicht z. B. nicht aus, um das Projekt abzuschließen, weshalb zusätzliche Beschaffungen vorgenommen werden müssen. Dieses Risiko kann auch aus Faktoren resultieren, die außerhalb des Einflussbereichs des Projektentwicklers liegen, wie z. B. ein Anstieg der Baustoffpreise oder eine Erhöhung der Preise von externen Dienstleistern.

Das **Vermarktungsrisiko** kann sich durch Vermarktungsschwierigkeiten aufgrund einer nicht marktkonformen Projektkonzeption sowohl in der Vermietung als auch im Verkauf des Projekts äußern. Dieses Risiko besteht in sämtlichen Phasen des Projektentwicklungsprozesses (Isenhöfer, 2015: 51).

In Abbildung 5 sind die Risiken in der Projektentwicklung bildlich dargestellt.

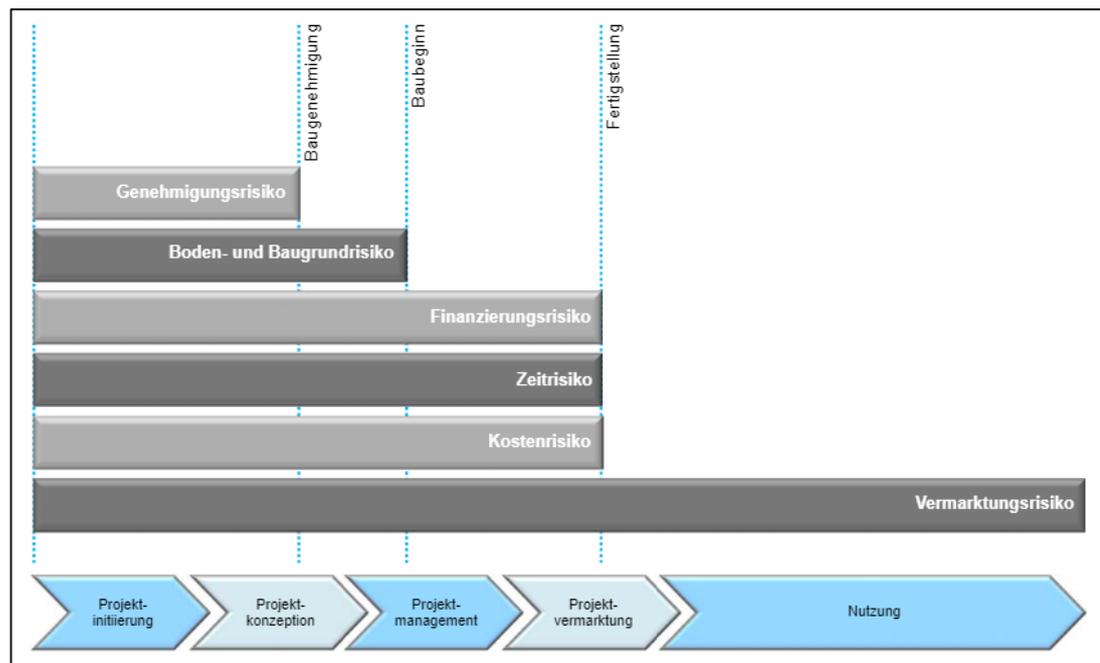


Abbildung 5: Risiken in der Projektentwicklung (Isenhöfer, 2015: 7)

Die ausgeführten Risiken sind nicht als taxativ anzusehen, im Rahmen der Projektentwicklung können eine Vielzahl an weiteren Risiken auftreten.

3. Grundlagen der Finanzierung

Wie in den vorangehenden Kapiteln ausgeführt, ist die Entwicklung von Immobilienprojekten ein kapitalintensives Geschäftsfeld. Das folgende Kapitel gibt einen Überblick über die klassischen Finanzierungsarten und deren Merkmale.

Gemäß Sven Bienert ist eine Finanzierung wie folgt definiert:

„Eine Finanzierung ist eine Zahlungsreihe, die mit einer Einzahlung beginnt und auf die Auszahlungen folgen (Auszahlungsüberschüsse). Die Finanzierung umfasst alle Dispositionen zur Versorgung des Betriebes mit investierbarem Kapital von außen sowie der optimalen Strukturierung des Kapitals.“ (Bienert, 2005: 17)

Die Finanzierungsformen sind vielfältig und vielschichtig. Zunächst unterscheidet man zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung, danach wird zwischen Innen- und Außenfinanzierung unterschieden. Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die verschiedenen Finanzierungsformen.

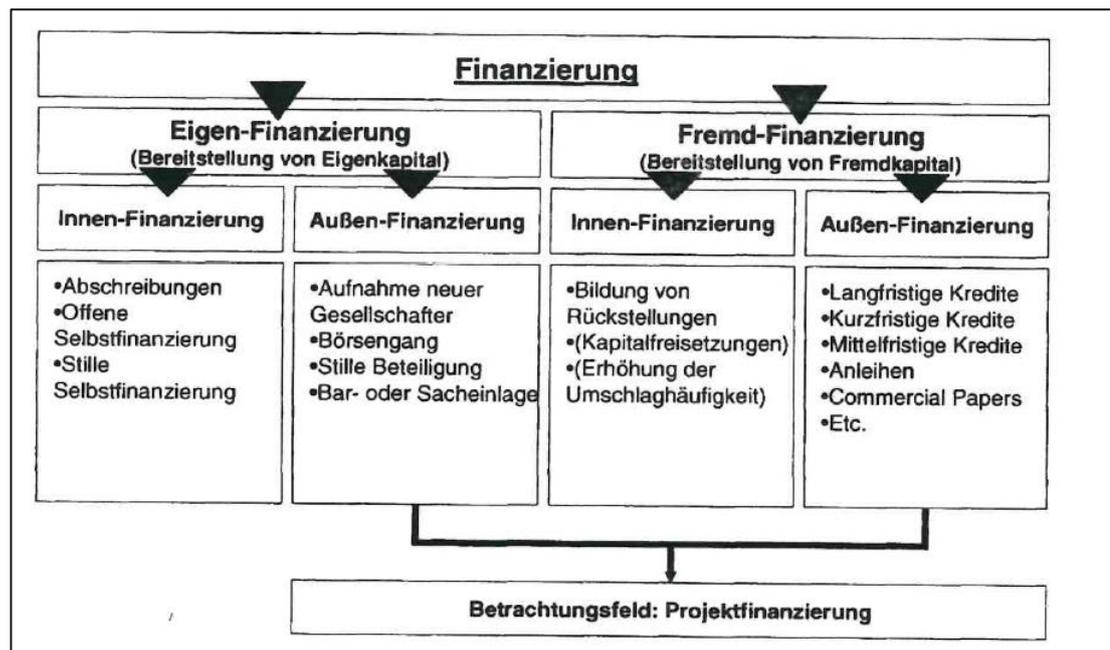


Abbildung 6: Übersicht der Finanzierungsformen (Bienert, 2005, 4)

Da das Kerngeschäft der Immobilienkreditfonds die Fremdfinanzierung, insbesondere die Außenfinanzierung ist, befasst sich die vorliegende Masterarbeit mit dieser.

Wenn die Finanzierung im Zusammenhang mit einer Immobilie verwendet wird, wird sie als Immobilienfinanzierung bezeichnet. In der Regel handelt es sich dabei um eine Bereitstellung von Kapital für den Bau, den Erwerb oder die Renovierung eines Gebäudes. Die Immobilienfinanzierung beschreibt den Prozess und die Beschaffung, Verwaltung und Kontrolle von Eigen- und Fremdkapital zur Realisierung von Immobilieninvestitionen (Bienert, 2005: 17).

Eine Projektfinanzierung besteht, wenn der finanzierte Investitionsgegenstand mit der Cashflow-Quelle und der Besicherung übereinstimmt. Bei Immobilien handelt es sich somit um Kredite, die für Projekte (in Planung, im Bau oder bereits in Betrieb) vergeben werden, deren Leistung zur Schuldentilgung genutzt wird (Wach & Weichselbaum, 2013: 23).

Die Projektfinanzierung bezieht sich auf einen Immobilienkredit, der an ein konkretes Projekt gebunden ist. Das zu finanzierende Immobilienprojekt dient als zentraler Bezugspunkt für die Strukturierung der Finanzierungsparameter. Das Immobilienprojekt wird in der Regel von einer Projektgesellschaft (Special Purpose Vehicle) gehalten (Wach & Weichselbaum, 2013: 33).

Die Kreditrückzahlung wird daher in erster Linie aus den Einnahmen bedient, die mit den finanzierten Immobilienobjekten/-projekten erzielt werden, und bezieht sich weniger auf die Zahlungsfähigkeit der Immobiliengesellschaft (Wach & Weichselbaum, 2013: 23).

Die traditionellen Kreditgeber sind im deutschsprachigen Raum vor allem die Universalbanken (Großbanken, Volks- und Raiffeisenbankensektor, Sparkassensektor), die auf die Immobilienfinanzierung spezialisierten Kreditinstitute (Hypothekenbanken, sonstige Realkreditinstitute, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben) sowie Versicherungen, die in der Immobilienfinanzierung aktiv sind (Bienert, 2005: 26).

Banken besetzen eine wichtige Funktion im Finanzierungsprozess. Sie fungieren als Finanzintermediäre zwischen Investoren und Kreditnehmern. Um einen optimalen Ablauf während des gesamten Finanzierungsprozesses zu gewährleisten, schließen die Parteien einen Kreditvertrag ab.

Der Kreditvertrag regelt die folgenden Punkte zwischen den beiden Vertragspartnern (Bienert, 2005: 10 zitiert nach Wach & Weichselbaum, 2013: 22, 23):

- Voraussetzungen für die Kapitalbereitstellung
- Zahlungsansprüche
- Informationsrechte
- Kreditlaufzeit
- Sicherheiten
- Kontroll- und Mitspracherechte

3.1. Strukturierung der Immobilienfinanzierung: Schichtenfinanzierung

Die Schichtenfinanzierung erfolgt über individuelle Kredittranchen, die entsprechend der Risikobewertung des zu finanzierenden Immobilienobjekts/-projekts festgelegt werden. Die Höhe des gewährten Kredits wird anhand der Ertragskraft bestimmt, welche mittels Verkehrswertermittlungsgutachten ermittelt wird. Bei der Schichtenfinanzierung wird die Bank auch besonderen Wert auf die Besicherung legen. Die Besicherung wird daher nicht nur im Hinblick auf ihre Durchsetzung und Form betrachtet, sondern auch auf die Risiken, die sie abdeckt. Beispielsweise ist eine eintragungsfähige Pfandurkunde im Vergleich zu einer, im Grundbuch im C-Blatt eingetragenen Vollhypothek als nicht materielle Deckung anzusetzen. Je hochwertiger die Immobilie - gemessen im Bankertragswert - und je stärker die rechtliche Wirkung der Sicherungsart ist, desto risikoresistenter erscheint die Immobilie (Wach & Weichselbaum, 2013: 37).

Die Bestimmungen im Rahmen des Basel-III- Ausschusses verpflichten die Banken, die Kreditstruktur ihrer Immobilienfinanzierungen risikoorientiert zu bestimmen.

Wie ihre Bezeichnung andeutet, beinhaltet die Schichtenfinanzierung eine Gliederung der Finanzierungsschichten. Diese werden nach der Risikobewertung und der Intensität der Besicherung in die folgenden drei Kategorien eingestuft: Senior Loan, Junior Loan und Bianco-Finanzierung.

Der Senior Loan entspricht der besten rechtlich abgesicherten Kreditschicht. Diese Schicht bildet vorrangiges Fremdkapital ab. Im Falle einer Insolvenz wird dieses als erstes zurückgezahlt.

Der Junior Loan bildet nachrangiges Fremdkapital. Im Gegensatz zum Senior Loan wird dieses Kapital erst nach anderem Fremdkapital zurückgezahlt. Diese Kreditschicht ist rechtlich schwächer besichert als der Senior Loan.

Die Bianco-Finanzierung umfasst Kredite, die ohne Stellung von bewertbaren Kreditbesicherungen bereitgestellt werden. Diese Kreditschicht enthält echtes Risikokapital, Eigenkapital des Kreditnehmers oder Mezzanine-Kapital.

Die Risikobewertung führt zu einer Strukturierung der Finanzierung durch die Bank (Kapitalgeber). Der, von der Bank berechnete Ertragswert bildet die Grundlage für diese Klassifizierung der Finanzierung. Bei der Schichtenfinanzierung wird zunächst der Senior-Loan vom Ertragswert der zu finanzierenden Immobilie abgeleitet, dem Junior Loan wird eine eventuelle Restdeckung des Ertragswerts zugewiesen. Die Festlegung und der Umfang der einzelnen Kreditschichten ist immer eine individuelle Entscheidung der Immobilienfinanzierungsbank. Diese Entscheidung ist auf das jeweilige Immobilienprojekt zugeschnitten und hängt ebenfalls von dem, für das Projekt, maßgeblichen Immobiliensegment (Büro, Wohnen, Einzelhandel, Logistik, Hotel, usw.) sowie von den herrschenden Marktbedingungen (Immobilienmarkt im Anfangsstadium oder voll entwickelter und gesättigter Immobilienmarkt) ab (Wach & Weichselbaum, 2013: 38, 39).

Bei einer Schichtenfinanzierung kann die Bank die Risikobereitschaft mit der Ertragskraft der jeweiligen Immobilienobjekte/-projekte verknüpfen. Dadurch kann eine Risikoübernahme zu Lasten der Rendite der Bank weitgehend vermieden werden.

Wie eingangs erwähnt, spiegeln die verschiedenen Finanzierungsschichten auch unterschiedliche Risikoniveaus wider. Die verschiedenen Kreditschichten, die gewährt werden, zeigen, wie risikotolerant die Bank ist. Die Art des zu finanzierenden Immobilienprojekts kann daher den Kreditrang beeinflussen, den die Bank bereit ist zu gewähren (Wach & Weichselbaum, 2013: 39, 40).

4. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht

Im Jahr 1974 wurde der Basler Ausschuss von den Zentralbankpräsidenten der G10-Länder sowie der Schweiz und Luxemburg gegründet. Der Hintergrund für die Einführung dieses Ausschusses waren die Krisensituationen im Finanzsektor, die durch den Zusammenbruch der Herstatt Bank (in Deutschland) und der Franklin National Bank (in den USA) in den Jahren 1973 und 1974 geschürt wurden. Der Zusammenbruch dieser beiden Banken hatte erhebliche Auswirkungen auf den damaligen Finanzsektor. Dies veranlasste die Vertreter der Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden Standards einzuführen, um eine Wiederholung solcher Situationen zu verhindern.

Da der Ausschuss keine supranationale Macht besitzt, stellen die ausgegebenen Normen, streng genommen nur Empfehlungen dar. Diese Empfehlungen müssen daher in einen formellen Gesetzestext umgewandelt werden, damit sie von den betroffenen Ländern rechtlich umgesetzt werden müssen.

Ziel der damaligen Empfehlungen war es, die Eigenkapitalgrundsätze für Transaktionen mit Kreditrisiken zu vereinheitlichen und zu harmonisieren. Seitdem haben sich diese Ziele, im Laufe der verschiedenen Anpassungen, zu einem internationalen Regelwerk für die Bankenaufsicht entwickelt, das die Effizienz auf globaler Ebene verbessern soll. Die Einführung hoher und international einheitlicher Standards für die Bankenaufsicht hat somit zur Verbesserung der Stabilität des internationalen Finanzsystems beigetragen (Bienert, 2005: 37, 38).

Diese Bankvorschriften wurden ab 1998 von mehr als 100 Länder unter dem Namen „Basel I“ umgesetzt.

Basel I

Der 1998 unterzeichnete Basler Akkord (Basel I) ist die erste Umsetzung von Bankenstandards auf internationaler Ebene. Diese Vorschriften regeln die Eigenkapitalanforderungen der Banken bei der Vergabe von Krediten.

Nach diesen Standards müssen Kreditinstitute im Verhältnis zu den von ihnen vergebenen Krediten ein bestimmtes Maß an Eigenkapital vorhalten, um die Verbindlichkeiten, die ihnen von ihren Kunden anvertraut werden, zu garantieren. Die Vermögenswerte der Banken werden entsprechend dem damit verbundenen Risiko in verschiedene Kategorien eingeteilt. Basel I legt fest, dass die Eigenkapitalquote

eines Kreditinstituts im Verhältnis zu seinen gesamten Kreditverpflichtungen nicht unter 8 % liegen darf. In der Situation einer Bank in einem europäischen Land bedeutet dies, dass die Bank jeden 100-Euro-Kredit mit mindestens acht Euro Eigenkapital und höchstens 92 Euro aus anderen Finanzierungsquellen finanzieren muss. Diese anderen Finanzierungsquellen können beispielweise Einlagen, Kredite oder Interbankenfinanzierungen sein. Dadurch soll sichergestellt werden, dass das Eigenkapital der Banken jederzeit ausreicht, um die Risiken aus dem Kreditgeschäft und den daraus resultierenden Ausfällen zu decken (Bienert, 2005: 40).

Basel I hatte eine positiv stabilisierende Wirkung auf das globale Finanzsystem, allerdings wurde schnell Kritik an diesen Standards geäußert. Erstens war die Gewichtung der Kreditengagements (Gesamtheit der Kreditverbindlichkeiten einer Bank) nicht ausreichend differenziert, um die tatsächliche Komplexität des Kreditrisikos zu veranschaulichen, zweitens kamen neue Finanzprodukte, wie z. B. Derivate, auf die Märkte. Diese neuen Finanzprodukte stellten ein außerbilanzielles Risiko dar, das nicht durch Basel I abgedeckt wurde.

Aus diesen Gründen wurde im Jahr 2007 eine Anpassung der Bankenstandards (Basel II) eingeführt.

Basel II

Als Fortsetzung von Basel I enthält Basel II neue regulatorische Ergänzungen und konzentriert sich auf die Verbesserung von drei Kernpunkten:

1. Mindestkapitalanforderungen
2. Aufsichtsmechanismen und Transparenz
3. Marktdisziplin

Basel I enthielt keine Maßnahmen, die Kreditinstitute dazu anhielten, ihre Risikomanagement- und Risikomesskapazitäten zu verstärken. Neben dem Ziel, die Eigenkapitalanforderungen stärker an die tatsächlich identifizierten Bankrisiken anzupassen, sollte Basel II dazu dienen, die Banken zu veranlassen, ein intensiveres und sich ständig verbesserndes Risikomanagement zu implementieren.

Durch moderne Risikomanagementsysteme müssen Banken die Bonität von Kreditnehmern und damit das wirtschaftlich notwendige Eigenkapital zur Deckung der Risiken bei der Kreditvergabe wesentlich genauer bestimmen können (Bienert, 2005: 46, 47).

Die Starrheit von Basel I erwies sich auch als Hindernis für die Anpassung an Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds. In den Basel-II-Standards wurde daher der Schwerpunkt auf Flexibilität und die Anpassungsfähigkeit der Kreditinstitute gelegt. Ziel ist es auch, sich auf den Finanzmärkten stärker an den Grundsätzen der Marktwirtschaft - Angebot und Nachfrage - zu orientieren. In Abbildung 7 sind die Ziele von Basel II bildlich dargestellt.

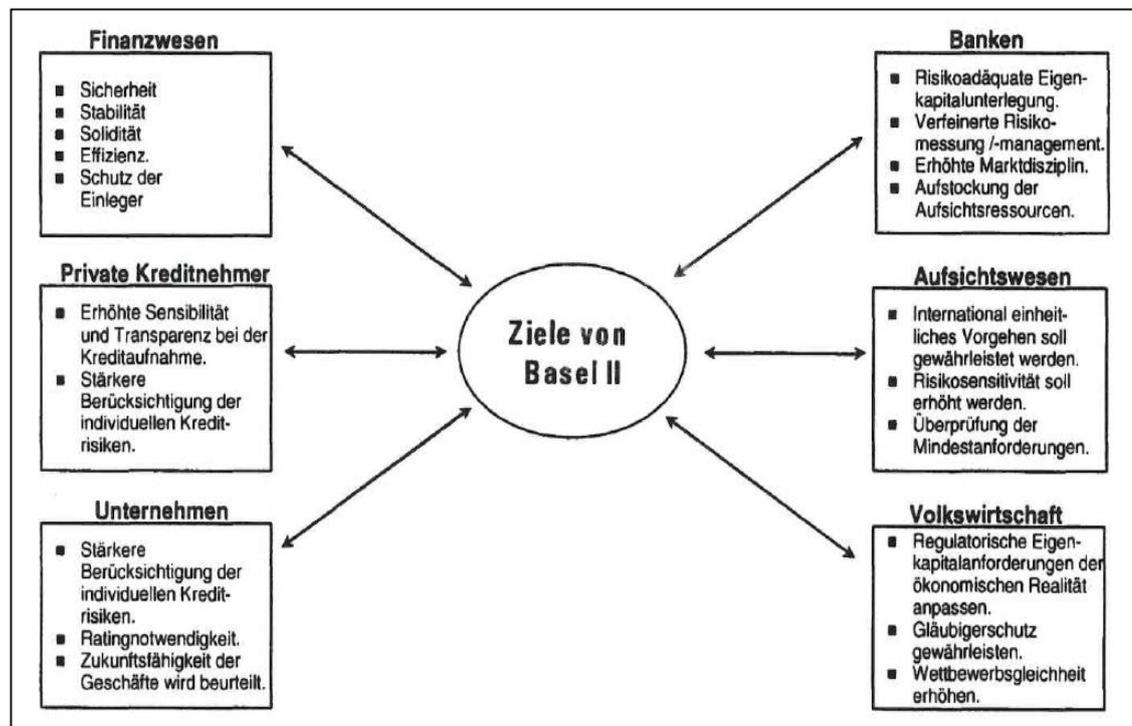


Abbildung 7: Ziele von Basel II (Bienert, 2005: 48)

Die drei Säulen der Baseler Eigenkapitalvereinbarung

Die Basel II Normen werden durch drei Säulen dargestellt, wobei jede Säule einen Teil des Akkords entspricht.

Säule I bietet den Banken fundiertere Ansätze zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko, indem das Risikoprofil und die spezifischen Merkmale jeder Art von Vermögenswerten berücksichtigt werden. Die beiden wichtigsten Ansätze sind die Folgenden:

- Standardansatz (external rating): Hierbei wird das Kreditrisiko der Bank von einer Ratingagentur (beispielsweise Moody's, Standard & Poor's) beurteilt.
- Internal Ratings-Based Ansatz: Hierbei bewertet die Bank das Kreditrisiko selbst. Hierfür ist die Genehmigung der Bankenaufsichtsbehörde erforderlich.

Die zweite Säule betrifft den bankaufsichtsrechtlichen Überprüfungsprozess. Gemäß der zweiten Säule müssen die Banken über ein Verfahren verfügen, mit dem sie die Angemessenheit ihres Eigenkapitals im Verhältnis zu ihrem Risikoprofil bewerten können. Die Aufsichtsbehörde ist dafür verantwortlich zu prüfen, ob die Bank angemessene Bewertungsansätze verwendet und alle damit verbundenen Risiken abdeckt.

Die dritte Säule zielt darauf ab, die Marktdisziplin zu stärken, indem die Offenlegung relevanter Marktinformationen (beispielsweise im Jahresabschluss oder in Quartalsberichten) verpflichtend ist. Damit soll sichergestellt werden, dass die anderen Marktteilnehmer die relevanten Informationen erhalten, um informierte Geschäftsentscheidungen treffen zu können (CFI, 2022: 1). Die nachstehende Abbildung stellt die drei Säulen von Basel II dar.

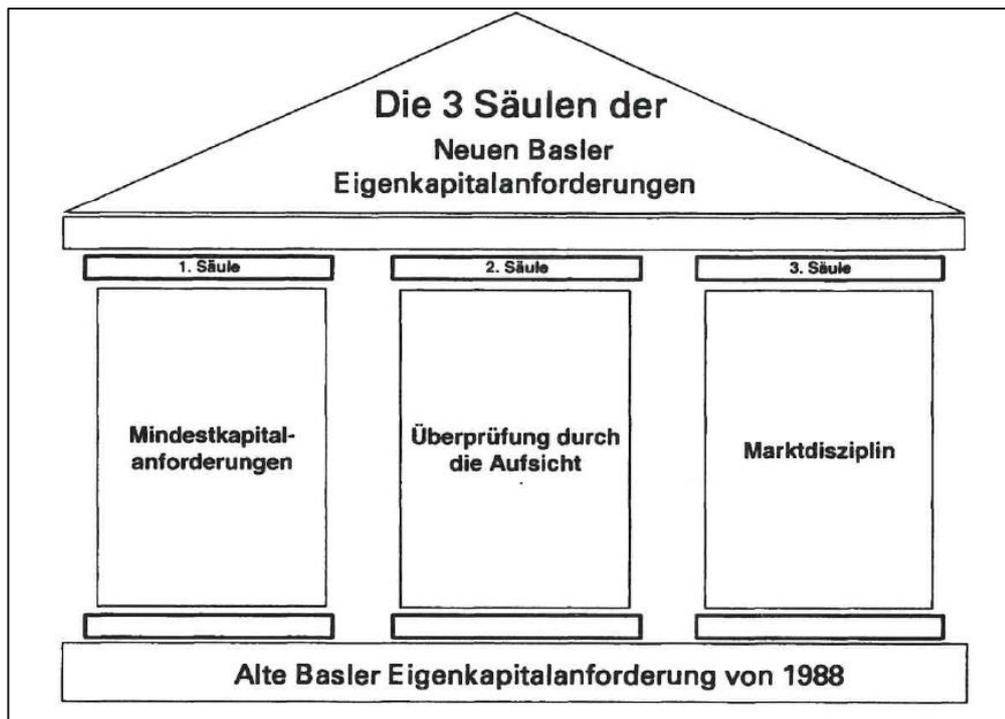


Abbildung 8: Die drei Säulen der Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Bienert, 2005: 50)

Basel III

Die globale Finanzkrise von 2008 hat die Schwächen des internationalen Finanzsystems offengelegt und zur Einführung von Basel III geführt. Die Basel III Vorschriften wurden im November 2010, nach der Finanzkrise, erlassen, die Umsetzung erfolgt voraussichtlich im Jahr 2023.

In Basel III wurden die Hauptursachen für die Finanzkrise ermittelt. Dazu gehören schlechte Unternehmensführung und schlechtes Liquiditätsmanagement, übermäßig fremdfinanzierte Kapitalstrukturen, aufgrund fehlender aufsichtsrechtlicher Beschränkungen, sowie falsch ausgerichtete Anreize in Basel I und II (CFI, 2022: 1).

Basel III verschärft die in Basel I und II festgelegten Mindestkapitalanforderungen. Darüber hinaus werden verschiedene Anforderungen an die Kapital-, Leverage- und Liquiditätsquote eingeführt.

Eine dieser Anforderungen bezieht sich auf das sogenannte Hybridkapital. Diese innovative Finanzierungsform konnte unter Basel II bis zu 15 % des Klasse-1-Kapitals (Tier 1) ausmachen. Nach der vollständigen Umsetzung von Basel III wird dieses Hybridkapital nicht mehr als Klasse-1-Kapital akzeptiert. Die Kapitalklassen 1 bis 3 (in

der englischen Sprache „Tier“) unterteilen die Klassifizierung des Eigenkapitals eines Kreditinstituts in Kernkapital, Ergänzungskapital und Fremdkapital. In Abbildung 9 sind die Kapitalklassen gemäß Basel II und Basel III bildlich dargestellt.

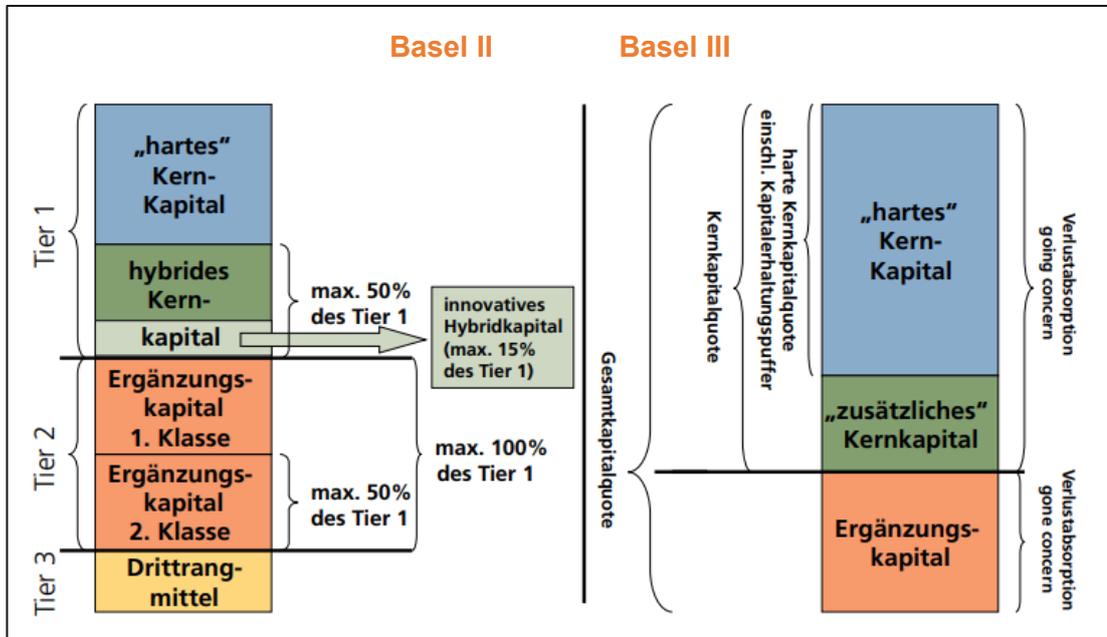


Abbildung 9: Überarbeitung der Eigenkapitaldefinition (Bundesbank, 2011: 10)

Die letzten Maßnahmen von Basel III werden teilweise als Basel 3.1 oder Basel IV bezeichnet.

5. Alternativen zur klassischen Immobilienfinanzierung

Die zunehmende Internationalisierung und Komplexität von Immobilieninvestitionen sowie die neuen Basel-III-Bankenstandards haben die immobilienfinanzierenden Banken dazu veranlasst, Alternativen zur ursprünglichen Immobilienfinanzierung zu entwickeln. Zu diesem Zweck tendieren die immobilienfinanzierenden Banken zunehmend dazu, ihre reine Gläubigerposition aufzugeben und stattdessen eine anteilige Beteiligungsposition einzunehmen. Diese anteilige Beteiligung äußert sich in der Verwendung von eigenkapitalähnlichen Finanzinstrumenten (Eigenkapitalersatz) oder echtem Eigenkapital. Infolge der Bestimmungen von Basel III (strengere Eigenkapitalanforderungen) ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die immobilienfinanzierenden Banken nur wenig Spielraum für alternative Finanzierungsmethoden und Beteiligungsfinanzierungen haben (Wach & Weichselbaum, 2013: 181).

5.1. Mezzaninfinanzierung

Das Wort „Mezzanine“ ist ein Begriff aus der Architektur und stammt aus den Zeiten des Barocks und der Renaissance. Es bezeichnet das in der damaligen Bauweise charakteristische Zwischengeschoß zwischen Erd- und erstem Obergeschoss (Gondring, Zoller & Dinauer, 2003: 214).

Die Gründe für den Bedarf an alternativen Finanzierungsformen wie Mezzanine-Kapital sind vielfältig. Zu diesen Gründen gehören die potenzielle Eigenkapitalknappheit auf Seiten der Immobilienkapitalnehmer sowie die Umsetzung von Basel III und deren Auswirkungen auf die Banken in Bezug auf das erforderliche Eigenkapital (Wach & Weichselbaum, 2013: 181).

Wie bereits erwähnt stehen Immobilienprojektentwickler häufig vor dem Problem, dass sie nicht über ausreichend Eigenkapital verfügen, um ihr Projekt zu realisieren. Mithilfe einer Mezzaninfinanzierung können Projektentwickler die bestehende Finanzierungslücke schließen, um eine attraktivere Projektfinanzierung von einer Bank zu erhalten.

Darüber hinaus bietet diese Finanzierungsform interessante Vorteile hinsichtlich der Flexibilität. Insbesondere ermöglicht sie es dem Kapitalnehmer, das Darlehen entsprechend dem Cashflow und den verfügbaren Erträgen zurückzuzahlen. Je nach den Bedingungen des abgeschlossenen Finanzierungsvertrags kann beispielsweise

ein Teil der Rückzahlungen auf einen späteren Zeitpunkt verschoben werden. Dies bietet dem Kapitalnehmer einen größeren Handlungsspielraum als bei einer traditionellen Finanzierung.

Mezzaninkapital kann entweder aus Eigenkapital, Fremdkapital oder aus beidem bestehen (Hybridform). Gemäß den vereinbarten Vertragsbedingungen kann der Kapitalgeber über Beteiligungsrechte verfügen, die mit dem zu finanzierenden Immobilienprojekt verbunden sind. Diese Beteiligungen werden als Equity-Kicker bezeichnet (Schulte, Bone-Winkel & Schäfers, 2008: 587-590).

Eine weitere Optionsvereinbarung ist die Möglichkeit für den Kapitalgeber, einen Anteil am Verkaufsgewinn zu erhalten.

Allerdings ist anzumerken, dass die Anbieter von Mezzanine-Kapital in den meisten Fällen keine Stimm- oder Beteiligungsrechte erhalten. Somit muss der Kapitalnehmer keine Kontrolle über das betreffende Immobilienprojekt gewähren.

Mezzanine-Kapital ist nachrangig gegenüber Senior Loan und Junior Loan (aber vorrangig gegenüber Eigenkapital). Außerdem haften Kapitalnehmer in der Regel in voller Höhe für den gewährten Schuldbetrag. Es gibt also keine Haftungsbeschränkung für das zu Verfügung gestellte Kapital. Meistens wird auch eine erfolgsabhängige Verzinsung gewährt, im Gegensatz zu einem festen Zinssatz.

Da das Risiko höher ist, lassen sich Kapitalgeber mit einem höheren Zinssatz vergüten. Die Zielrendite für Mezzanine-Finanzierungen liegt bei etwa 8 % bis 15 % und ist deutlich höher als der Zinssatz für traditionelles Fremdkapital. Die Laufzeiten einer Mezzanine-Finanzierung sind variabel und liegen zwischen etwa 1,5 und 3 Jahren. Mezzanine-Finanzierungen werden bereits bei relativ kleinen Finanzierungsvolumen ab etwa 500.000 Euro eingesetzt. (Hafez, 2019: 30).

Die folgende Abbildung stellt die Einordnung des Mezzanine-Kapitals in der Bilanz dar.

Aktiva	Passiva	
Anlagevermögen	Direkte Beteiligung	Eigenkapital
	Genussschein	
Umlaufvermögen	Stille Beteiligung (typisch, atypisch)	Mezzanine
	Partiarisches Darlehen	
	Gesellschafter- bzw. Verkäuferdarlehen	
	Bankkredite	Fremdkapital

Abbildung 10: Bilanzausweis von Mezzanine-Kapitalarten (Wach & Weichselbaum, 2013: 102)

Im Folgenden werden die verschiedenen Vor- und Nachteile einer Mezzanine-Finanzierung für den Projektentwickler dargestellt:

Vorteile:

- Flexibilität im Hinblick auf die Rückzahlungsmodalitäten
- Steigerung der Kreditfähigkeit durch eine höhere Eigenkapitalquote (Fedele/ Brand, 2006)
- Zuordnung als Eigenkapital in der Bilanz
- Keine Stimm- oder Beteiligungsrechte des Kapitalgebers. Kein Kontrollverlust, der Kapitalnehmer bleibt unabhängig

Nachteile:

- Befristete Verfügbarkeit des Kapitals: Im Gegensatz zu Eigenkapital steht das Mezzanine-Kapital dem Kapitalnehmer nicht dauerhaft zur Verfügung.
- Höhere Transaktionskosten als bei der Aufnahme von traditionellem Fremdkapital
- Hohe Zinsbelastung
- Gewinnreduzierung im Fall einer Beteiligung: Projektgewinn muss teilweise an den Kreditgebern ausgezahlt werden.

5.2. Immobilienkreditfonds

Das Wort "Fonds" stammt aus der Rechtssprache und bezieht sich auf eine bestimmte Vermögensmasse. Die literale Bedeutung des französischen Wortes "Fonds" ist Geldmittel bzw. Geldreserve. Die Absicht eines Fonds ist es von vielen Anlegern Kapital zu sammeln, um gemeinsam ein oder mehrere Güter zu finanzieren (Gondring, 2013: 769).

Der Begriff Immobilienkreditfonds (auf Englisch: „Real Estate Debt Funds“) findet in der Literatur keine offizielle Definition. In einem Bericht des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) definieren Bendel, Demary und Haas Immobilienkreditfonds als Vehikel, die außerhalb des Bankensystems Kredite an potenzielle Immobilienkäufer oder aktuelle Immobilieneigentümer vergeben. Die Anleger dieser Fonds erhalten regelmäßige Zinszahlungen für das geliehene Kapital und Sicherheiten für das Immobilienvermögen, die in Form einer Hypothek gestellt werden (Bendel et al., 2015: 16).

Ein Immobilienkreditfonds (auch Debt Fund genannt) ist also ein Finanzvehikel, das Geld von Anlegern einsammelt, um dieses Kapital dann in Form von Krediten an verschiedene Akteure (wie beispielweise Projektentwickler, Bauunternehmer, bestehende Eigentümer) der Immobilienbranche zu verleihen. Die folgende Abbildung stellt die Funktionsweise eines Immobilienkreditfonds dar:

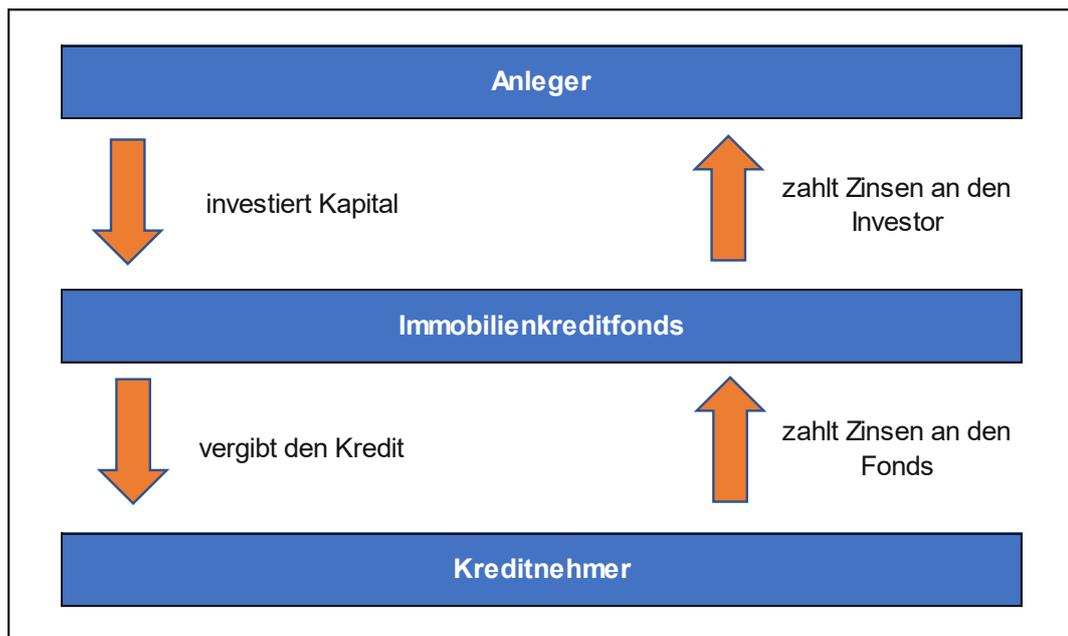


Abbildung 11: Kreditvergabe eines Immobilienkreditfonds (eigene Darstellung, 2022)

5.2.1. Historische Entwicklung

Das erste Ereignis, das zum Aufschwung der Immobilienkreditfonds beigetragen hat, war die finanzielle Krise im Jahr 2008. Als Folge dieser Krise wurden strengere Eigenkapitalvorgaben für die Banken eingeführt. Dies führte zu einem Rückzug der traditionellen Kreditgeber aus dem Immobilienfinanzierungsumfeld. Andererseits entstand dadurch eine Chance für Nicht-Banken, zu denen Immobilienkreditfonds gehören.

Definition Nichtbanken: *„Der Begriff Nichtbanken wird zur Abgrenzung der Banken bzw. Kreditinstitute von den übrigen Wirtschaftseinheiten bzw. Wirtschaftssektoren. Zu den Nichtbanken zählen der Staat, die privaten Haushalte, das Ausland und alle privaten Unternehmungen, soweit diese nicht Geschäftsbanken sind“* (Jasper, 2018: 1).

Diese Fonds waren in den Vereinigten Staaten bereits seit mehreren Jahren etabliert, bevor sie auch in Europa an Bedeutung gewonnen haben. In einem Artikel der Zeitschrift Immobilienfinanzierung schreibt Thomas Gütle von der Firma PrimeraAdvisors: *„Während 2008 nur 0,8 % des europäischen Immobilienkreditvolumens auf alternative Kreditgeber entfielen, waren es 2015 rund 6,4 %. Zum Vergleich: In den USA lag der Anteil vor fünf Jahren bereits bei zirka 20 %“* (Gütle, 2020: 1)

Der Hauptmarkt für Immobilienkreditfonds bleibt derzeit die USA. Innerhalb Europas ist Großbritannien der etablierteste und größte Markt. Der Trend beginnt sich jedoch auch in anderen europäischen Ländern zu etablieren.

Die Regulierung und die Einführung von Rechtsnormen waren der Katalysator für die Entwicklung dieser Finanzierungsvehikel. In Deutschland ergriff die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Jahr 2015 Maßnahmen, um ihre Richtlinien in Bezug auf Kreditfonds zu lockern. Bis zu diesem Zeitpunkt war die Vergabe von Krediten für Rechnung eines Investmentfonds grundsätzlich nicht zulässig. Die BaFin entschied 2015, dass die Vergabe und Restrukturierung von Krediten nunmehr als Maßnahme der kollektiven Vermögensverwaltung im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) angesehen werden. Die Vergabe und Verwaltung von Darlehensforderungen durch Kreditfonds fallen seither nicht mehr unter das

Kreditwesengesetz. Diese Tätigkeiten galten bisher als Bankgeschäft und waren daher genehmigungspflichtig.

Im Jahr 2015 förderte eine weitere Maßnahme die Entwicklung von Kreditfonds: die Novelle der Anlageverordnung. Dadurch hat sich das Anlegerspektrum für Kreditfonds erheblich erweitert. Dies ermöglichte institutionellen Anlegern wie Versicherungen und Pensionskassen, sich an Fonds zu beteiligen. Davon profitierten Immobilienkreditfonds erheblich. Ein signifikanter Anstieg der Investitionen konnte beobachtet werden, als diese gesetzlichen Regelungen eingeführt wurden.

5.2.2. Zukunftsperspektive

In den USA spielen alternative Kreditgeber seit mehreren Jahren eine wichtige Rolle bei der Kreditvergabe. Im Jahr 2021 wurde ihr Anteil an der Gesamtsumme der gewerblichen Immobilienkredite in diesem Land auf 50 % geschätzt. In Europa sieht die Situation jedoch derzeit anders aus. Alternative Kreditgeber weisen einen deutlich geringeren Marktanteil auf. Im Jahr 2021 wurde ihr Marktanteil auf etwa 10 % der gesamten in Europa vergebenen Immobilienkredite geschätzt (Vuong, 2021: 3).

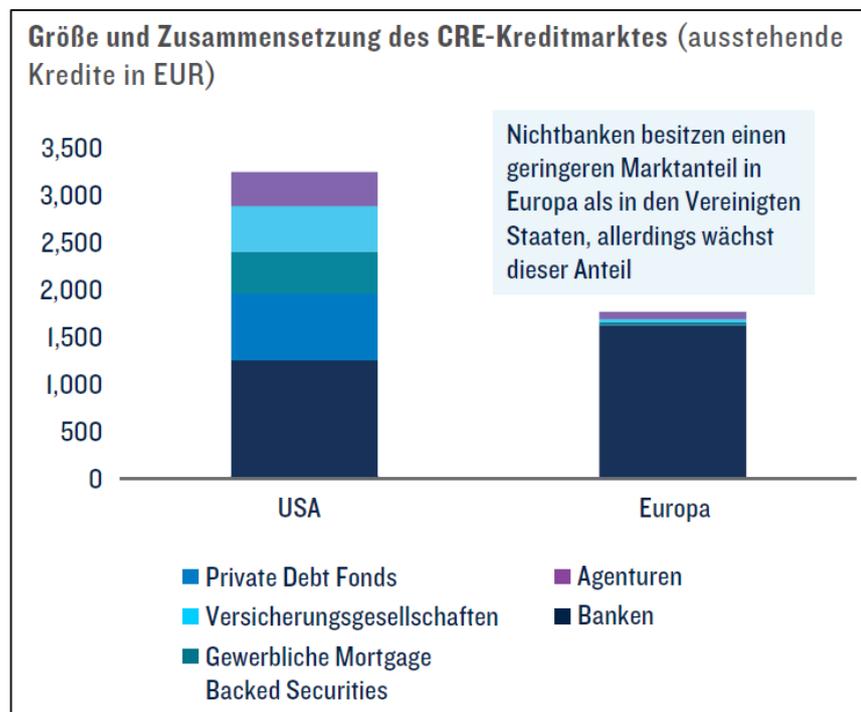


Abbildung 12: aktuelle Situation auf dem europäischen Markt für gewerbliche Immobilienkredite (Vuong, 2021: 3)

Diese Situation dürfte sich jedoch in den kommenden Jahren ändern. Laut dem Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland, werden alternative Kreditgeber in Europa stärker an Bedeutung gewinnen (Bunnenberg & Simanovski, 2021: 31). Dies ist auf mehrere Gründe zurückzuführen.

Der erste Grund ist die Einführung der letzten Maßnahmen der Basel-III-Vorschriften. Infolge der Einführung dieser Maßnahmen werden die Banken mehr Eigenkapital vorsehen müssen, um unerwartete Verluste zu decken. Sie werden bei der Vergabe neuer Immobilienkredite selektiver vorgehen müssen und werden daher bestimmte Projekte, die als riskant gelten, nicht mehr finanzieren können. Dazu sagt Monika Bednarz, Direktorin der Lagrange Financial Advisory GmbH: „Die Konsequenz für die Banken ist, dass Immobilienkredite mit Beleihungswerten von mehr als 60 Prozent und die Finanzierung bestimmter Segmente, wie die der Projektentwicklungen, für Kreditinstitute zu teuer werden, weil die Eigenkapitalanforderungen für solche Ausleihungen steigen“ (Bednarz, 2022: 1).

Diese Situation wird zu einer Finanzierungslücke für die Kapitalnehmer führen. Die European Banking Authority ist der Ansicht, dass die höhere Mindestkapitalquote, die Basel III vorschreibt, in den nächsten Jahren in Europa zu einer Finanzierungslücke der Banken von 130 Milliarden Euro führen könnte (European Banking Authority, 2019: 34). Um diese Finanzierungslücke zu schließen, müssen Kreditnehmer auf alternative Kreditgeber zurückgreifen, zu denen auch Immobilienkreditfonds gehören. In Europa ist allgemein zu beobachten, dass traditionelle Kreditgeber die Nachfrage nach Kapital nicht mehr befriedigen können und folglich die bisherigen Barrieren für alternative Kreditgeber immer geringer werden.

Der zweite Grund für eine stärkere Präsenz der alternativen Kreditgeber in Europa liegt in den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie. Die erhöhte Marktunsicherheit aufgrund der Pandemie hat zu einem stärkeren und schnelleren Rückzug der Banken geführt und hat weitere Möglichkeiten für alternative Kreditgeber ermöglicht (Kunz/ Skujat, 2022: 2). Die von den Banken hinterlassene Finanzierungslücke konnten teilweise durch Immobilienkreditfonds geschlossen werden.

Die Pandemie hat außerdem zu einem Engpass auf dem Immobilienrefinanzierungsmarkt geführt. In der Anfangsphase der Pandemie

beschlossen manche Banken aufgrund der Marktunsicherheit, keine Finanzierungen mehr zu vergeben, sodass Refinanzierungen verschoben werden mussten. Infolgedessen umfassen die heute zur Refinanzierung anstehenden Kredite sowohl Refinanzierungen, die vor der Pandemie gewährt wurden, als auch Refinanzierungen, die durch die Pandemie verzögert wurden (Vuong, 2021: 5). In ihrem Bericht von 2021 schätzt die Firma PGIM Real Estate, dass mehr als die Hälfte der ausstehenden Kredite in Europa auf Sektoren entfallen, die von der Pandemie schwer betroffen wurden. Die Banken werden daher gezwungen sein, sich aus bestimmten riskanten Finanzierungen zurückzuziehen, was den Weg für Immobilienkreditfonds frei machen sollte.

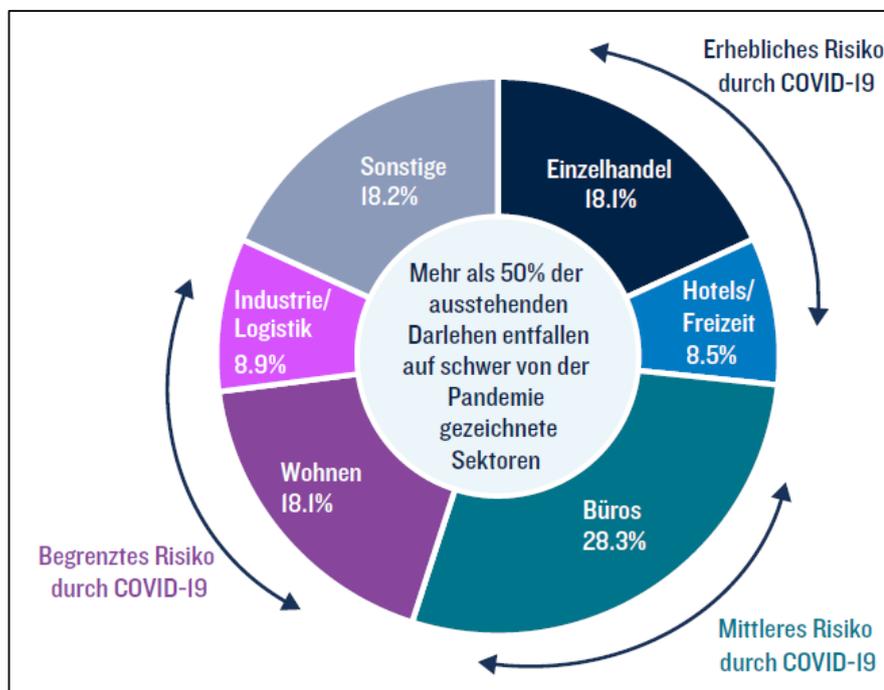


Abbildung 13: Ausstehende Kredite nach Sektoren auf dem europäischen Gewerbeimmobilienmarkt Stand: September 2021 (Vuong, 2021: 2)

Die im September 2021 durchgeführte Studie von der Firma PGIM Real Estate schätzt, dass in den nächsten fünf Jahren im Vereinigten Königreich, Deutschland und Frankreich durchschnittlich 100 Milliarden Euro pro Jahr zur Refinanzierung benötigt werden. Diese ständige Refinanzierung der Immobilienkredite auf dem europäischen Markt dürfte aufgrund der Basel-III-Vorschriften zu einem Risikotransfer von Banken zu Nichtbanken beitragen (Vuong, 2021: 7). Die folgende Abbildung stellt

die Kreditfälligkeiten in den folgenden Jahren in Großbritannien, Deutschland und Frankreich dar.

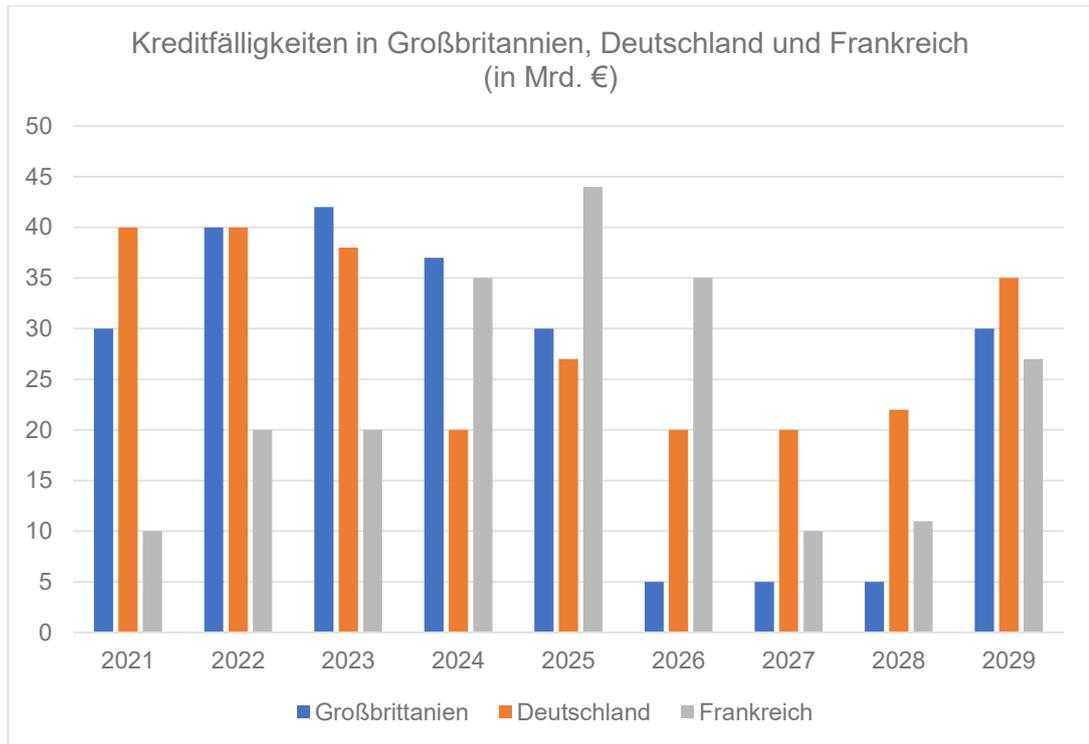


Abbildung 14: Kreditfälligkeiten in Großbritannien, Deutschland und Frankreich (in Milliarden Euro) (eigene Darstellung in Anlehnung an PGIM Real Estate, Bayes Business School, IREBS, IEIF, PwC Strategy &, Banque de France)

Wie bereits erläutert war Großbritannien ein Vorreiter in Bezug auf Nichtbanken-Kreditgeber in Europa. Das Umfeld für alternative Kredite ist bereits viel weiter entwickelt als im übrigen Europa. Im Jahr 2021 entfiel etwa ein Viertel des gesamten Kreditvolumens auf alternative Kreditgeber (Lux, 2021: 19). In ihrer Studie erklären die Analysten von PGIM Real Estate, dass der Grund dafür darin liegen könnte, dass Großbritannien bereits mit einer ähnlichen Situation der Bankenreduzierung konfrontiert war, wie sie von den Banken in Kontinentaleuropa nach der Umsetzung von Basel III zu erwarten ist.

Bei der Umsetzung von Basel II in Großbritannien wurde von den Aufsichtsbehörden eine andere Methode zur Bewertung von Kreditrisiken eingeführt als in den restlichen europäischen Ländern. So wurde in Großbritannien die so genannte Slotting¹-

¹ Die Slotting-Risikogewichtungsmethode ist ein Verfahren, das die Finanzinstitute verpflichtet, jedes ihrer Kreditengagements (je nach Art des Risikos) einer von vier Risikokategorien zuzuordnen (ein Slot).

Risikogewichtungsmethode eingeführt, die zu einem Rückgang der Banken von höheren Kreditrisikopositionen führte. Dadurch entstand eine Finanzierungslücke, die von Nichtbanken geschlossen wurde. Diese Intervention trug wesentlich zur Aufschwung der Nichtbanken bei. Wie in der folgenden Abbildung dargestellt, hat sich der Marktanteil von Nichtbanken in Großbritannien zwischen 2012 und 2020 fast verdreifacht (von 9,4 % auf 27,8 %) (Vuong, 2021: 3).

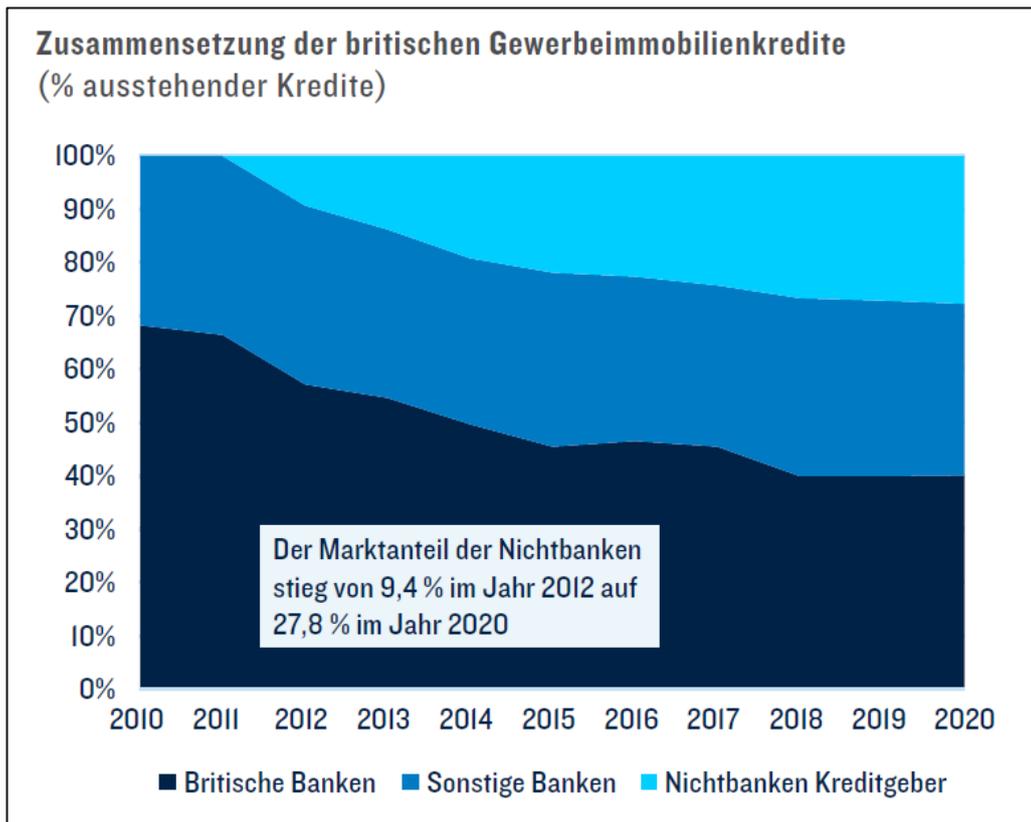


Abbildung 15: Struktur der gewerblichen Immobilienkredite im Vereinigten Königreich (in % der ausstehenden Kredite) (Vuong, 2021: 8)

Der britische Markt hat gezeigt, dass Nichtbanken aufgrund regulatorischer Änderungen ihren Anteil am gewerblichen Kreditmarkt auf knapp über 25 % erhöhen konnten. Da im restlichen Europa in den kommenden Monaten ähnliche regulatorische Änderungen anstehen (Umsetzung von Basel III im Jahr 2023), könnten Nichtbanken in Gesamteuropa potenziell einen ähnlichen Marktanteil erreichen. Dies würde einer Marktgröße von 450 Milliarden Euro entsprechen.

Sollte sich Europa stufenweise zu einer ähnlichen Marktzusammensetzung wie in den USA entwickeln, wo Nichtbanken einen Marktanteil von 60 % (davon 20 % von

Agenturen²⁾ am Markt für gewerbliche und Mehrfamilienhauskredite haben, könnte der europäische Nichtbankenmarkt auf 720 Milliarden Euro anwachsen (Vuong, 2021: 7).

Für den Kreditnehmer ergeben sich aus der Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds folgende Vorteile:

- zügigere Kreditzusagen (die Prüfung und Bearbeitung des Kredits erfolgt in der Regel schneller als bei Banken)
- stärkere Ausrichtung auf die Marktwerte und den Cashflow der zu finanzierenden Objekt bzw. Projekt
- ein einziger Finanzpartner für Whole-Loan-Ansätze ("One Stop Shopping") (Gütle & Uleri, 2020: 364)

5.2.3. Liste der größten Immobilienkreditfonds in Europa

In der folgenden Liste sind die 20 am stärksten auf dem europäischen Markt aktiven Immobilienkreditfonds aufgeführt.

Die abgekürzten Begriffe sind in der nachstehenden Legende angegeben.

Legende	
Abkürzung	Begriff
B	Büro
W	Wohnen
E	Einzelhandel
L	Logistik
H	Hotels
AUM	Asset under Management
Nr.	Nummer

Tabelle 3: Legende (eigene Darstellung, 2023)

² Agenturen stellen eine von der US-Regierung unterstützte Form der Verbriefung dar und sind einzigartig auf dem US-Markt.

Nr.	Kreditfonds Manager	Hauptsitz	AUM (in Mrd. USD)	Kapitalaufnahme 2022 (in Mrd. USD)	Haupt-Assetklassen	Kreditstrategie	Zielregionen in Europa
1	AXA IM Alts	Paris	14	8,031	B, W, E, H	Senior Loan	ganz Europa
2	M&G Investments	London	11	5,045	B, W, E, L	Senior Loan, Whole Loan	ganz Europa
3	DRC Savills Investment Management	London	9,4	4,703	B, E, H	Senior Loan, Whole Loan, Mezzanine	Westeuropa
4	Intermediate Capital Group Real Estate	London	8,8	4,147	B, W, E	Senior Loan, Whole Loan, Mezzanine	ganz Europa
5	Cheyne Capital Management	London	8	2,889	B, W, E	Senior Loan, Whole Loan	Großbritannien, Frankreich, Spanien
6	abrdn	Edinburgh	7,5	2,738	B, E, H	Senior Loan, Whole Loan, Mezzanine	ganz Europa
7	NN Investment Partners	Den Haag	7,2	2,719	B, W, E, L, H	Senior Loan, Whole Loan, Mezzanine	ganz Europa
8	AEW	Paris	7	2,691	B, W, E, L	Senior Loan, Whole Loan	ganz Europa
9	Brunswick Real Estate Capital	Stockholm	6,8	2,408	B, W, L	Whole Loan	Skandinavien
10	CAERUS Debt Investments	Düsseldorf	6,4	2,055	B, W, H	Senior Loan, Whole Loan	Deutschland, Österreich, Benelux

11	AgFe	London	6,1	1,882	B, W, E, L, H	Senior Loan, Whole Loan	Großbritannien
12	Incus Capital	Madrid	5,8	1,74	B, W, E, H	Whole Loan	Großbritannien
13	Amundi Group	Paris	5,5	1,478	B, E, L	Senior Loan, Whole Loan, Mezzanine	Westeuropa
14	La Banque Postale Asset Management	Paris	5,2	1,446	B, W, E, L, H	Senior Loan, Whole Loan	Westeuropa
15	SCOR Investment Partners	Paris	5,1	1,358	B, W, E, L, H	Whole Loan	ganz Europa
16	Pluto Finance	London	5	1,22	W	Senior Loan, Whole Loan	Großbritannien
17	Aukera Real Estate	Essen	4,8	1,112	B, W, E, L, H	Senior Loan, Whole Loan	Westeuropa
18	Tyrus Capital	London	4	1,062	B, E, L	Senior Loan, Whole Loan, Mezzanine	ganz Europa
19	Octopus Real Estate	London	3,7	1,044	B, W, E, L, H	Senior Loan, Whole Loan	ganz Europa
20	Allianz Real Estate	München	3	1,041	B, W, L	Senior Loan, Mezzanine	Westeuropa
21	Sienna Private Credit (früher Acofi Gestion)	Paris	2,5	0,815	B, W, E, L	Senior Loan, Mezzanine	Westeuropa

Tabelle 4: Liste der größten Immobilienkreditfonds in Europa (In Anlehnung an Datenbanken von Preqin und PERE, 2022)

6. Forschungsdesign

In dieser Arbeit wurden die verschiedenen Formen der Immobilienfinanzierung im Zusammenhang mit den Immobilienkreditfonds dargestellt. Der Markt für Kreditfonds wurde ebenfalls beschrieben sowie mögliche zukünftige Entwicklungen dieser Finanzierungsvehikel. Außerdem wurden die Basel Akkords sowie ihre Auswirkungen auf die Immobilienfinanzierung erläutert.

Es hat sich gezeigt, dass Immobilienkreditfonds eine potenzielle Alternative zu traditionellen Kreditgebern (Banken) darstellen können. Allerdings bleibt noch zu klären, inwieweit diese Fonds in der Praxis für die Entwicklung von Immobilienprojekten eingesetzt werden können. Könnten sich Immobilienentwickler vorstellen, Projekte ausschließlich über Kreditfonds zu finanzieren?

In den folgenden Kapiteln sollen die Forschungsfrage sowie die aufgestellten Hypothesen anhand einer qualitativen Methodik empirisch beantwortet werden. Zuvor werden die anzuwendende Methodik und die Vorgehensweise bei der empirischen Umsetzung dargestellt. Mittels qualitativer Interviews soll die empirische Studie die praktischen Erfahrungen und Meinungen von Experten und Expertinnen im Bereich der Immobilienfinanzierung erheben.

Die Interviews wurden transkribiert und anschließend analysiert. Die in den Interviews gesammelten Informationen sollen dazu dienen, allgemeine Schlussfolgerungen zu ziehen und diese mit dem Stand der Literatur zu vergleichen.

Die befragten Personen sind Experten im Bereich der Immobilienfinanzierung. Um objektive Informationen zu sammeln, wurden sowohl Kapitalnehmer als auch Kapitalgeber, die eine Finanzierung über Kreditfonds in Anspruch genommen bzw. gewährt haben, kontaktiert. Zur Ergänzung dieser Interviews wurde auch ein Fachanwalt befragt, der auf Rechtsfragen im Zusammenhang mit Immobilienfinanzierungen spezialisiert ist und Erfahrung mit Immobilienkreditfonds hat.

6.1. Forschungsfrage und Hypothesen

Folgende Forschungsfrage dient daher als Grundlage für diese Arbeit:

Stellen Immobilienkreditfonds eine umfassende und nachhaltige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten dar?

Ausgehend von dieser Forschungsfrage wurden drei Hypothesen aufgestellt. Diese Hypothesen dienen dazu, die Forschungsfrage zu bestätigen bzw. zu widerlegen.

Hypothese 1:

Immobilienkreditfonds sind eine vollständige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten, sowohl bei Bestandsimmobilien als auch bei der Projektentwicklung.

Hypothese 2:

Immobilienkreditfonds bieten nur eine Möglichkeit zur Teilfinanzierung von Immobilienprojekten, sowohl bei Bestandsimmobilien als auch bei der Projektentwicklung. Das restliche Kapital muss aus einer anderen (klassischen) Quelle beschafft werden.

Hypothese 3:

Immobilienkreditfonds sind keine vollständige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten weder bei Bestandsimmobilien noch bei der Projektentwicklung.

6.2. Übersicht der Interviewpartner

Die folgende Tabelle stellt eine Übersicht über die einzelnen befragten Experten (in anonymisierter Form) und ihre Tätigkeitsbereiche dar.

Interviewpartner Nr.	Datum des Interviews	Unternehmensbereich	Tätigkeit	Zielregion	Assetklasse	Funktion des Interviewpartners
1	27.12.2022	Anwaltskanzlei	Kanzlei spezialisiert auf Immobilientransaktionen und Immobilienfinanzierung	Westeuropa	Wohn-, Büro und Einzelhandelsimmobilien	Rechtsanwalt & Partner
2	14.12.2022	Kapitalgeber	Kreditvermittler zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern	Westeuropa	Wohn-, Büro-, Logistik- und Einzelhandelsimmobilien	Partner
3	16.12.2022	Kapitalgeber	Immobilienkreditfonds	DACH-Region	Wohn-, Büro und Einzelhandelsimmobilien	Head of Real Estate Debt
4	26.12.2022	Kapitalgeber	Immobilienkreditfonds	Westeuropa	Wohn-, Büro- und Betreiberimmobilien	Investment Manager
5	10.01.2023	Kapitalgeber	Immobilienkreditfonds	Europa	Wohn-, Büro, Einzelhandelsimmobilien, Hotelimmobilien	Chief Investment Officer
6	16.12.2022	Kapitalnehmer	Projektentwickler	Mittel- und osteuropäische Länder, DACH-Region und Italien	Wohn-, Büro- und Hotelimmobilien, Senior Living	Head of Investment
7	04.01.2023	Kapitalnehmer	Projektentwickler	DACH-Region und Polen	Wohn- und Büroimmobilien	Head of Corporate Finance & Investment
8	09.01.2023	Kapitalnehmer	Projektentwickler	Westeuropa	Wohn-, Hotel- und Sonderimmobilien	Managing Director
9	11.01.2023	Kapitalnehmer	Projektentwickler	Deutschland und Österreich	Wohnimmobilien	Chief Financial Officer

Tabelle 5: Übersicht der Interviewpartner (eigene Darstellung, 2023)

7. Ergebnisse der empirischen Studie

Im Rahmen der Interviews konnten relevante Informationen gesammelt werden, um die Forschungsfrage der vorliegenden Masterarbeit zu beantworten. In diesem Kapitel werden die Themenbereiche sowie die erlangten Erkenntnisse der geführten Interviews zusammengefasst und analysiert. Im Zuge der Analyse wird unter anderem ein Augenmerk auf die unterschiedlichen bzw. übereinstimmenden Ansichten der Interviewpartner gelegt.

Dieses Kapitel bildet somit das praktische Gegenstück der Masterarbeit und dient als Grundlage für die Beantwortung der Forschungsfrage sowie die Ableitung von Trends in der Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds.

7.1. Geografischer Fokus

Anhand der in den Interviews gesammelten Informationen wird deutlich, dass bestimmte Regionen für die Immobilienprojektfinanzierung mittels Kreditfonds etablierter sind. Selbstverständlich werden die in den Interviews erhaltenen Informationen durch die Auswahl der Interviewpartner sowie die Region ihrer Geschäftstätigkeit beeinflusst. Projektentwickler werden insbesondere Projekte erwähnen, die sie in ihrer Zielregion finanziert haben. Während der Interviews wurden jedoch zusätzliche Informationen gesammelt. So beschränkten sich die Interviewpartner nicht auf die von ihnen entwickelten Projekte, sondern gaben auch Informationen aus ihrem beruflichen Netzwerk sowie aus ihrer allgemeinen Kenntnis des Immobilienmarktes an.

Die befragten Projektentwickler konzentrieren sich jeweils auf verschiedene Regionen Europas. Dies liegt daran, dass eine Kenntnis des lokalen Marktes die Erfolgsaussichten eines Immobilienprojekts deutlich erhöht. Wenn ein Projektentwickler bereits ein Projekt in einem bestimmten Land (erfolgreich) durchgeführt hat, kann er die gesammelten Daten, Informationen und Kenntnisse nutzen und einsetzen, um weitere Projekte in dieser Region zu entwickeln (Interviewpartner 7, 2023).

Ähnliche Gedanken gelten auch für den Finanzierungsprozess. Es wird für den Projektentwickler leichter sein, Immobilienkreditfonds zu überzeugen, dass er ein Projekt gewinnbringend umsetzen kann, wenn ein gewisser Track Record in der

betreffenden Region vorgelegt werden kann. Dadurch wird nachgewiesen, dass der Projektentwickler in der Lage ist, das Projekt zu realisieren, und der Finanzierungsprozess wird erheblich erleichtert (Interviewpartner 7, 2023).

Die Projekte, die von den interviewten Projektentwicklern mit Immobilienkreditfonds finanziert wurden, befinden sich demnach in der Region Westeuropa (DACH-Region und Italien) sowie in den mittel- und osteuropäischen Ländern.

In den großen europäischen Metropolen beobachten die Interviewpartner in den letzten fünf Jahren einen Anstieg der mit Immobilienkreditfonds finanzierten Projekte. Als besonders attraktiv wurden Städte wie London, Paris, Berlin, Frankfurt, Mailand, Madrid oder Lissabon genannt. Projektentwickler geben an, dass es in diesen Regionen leichter ist, Immobilienprojekte mit Kreditfonds zu finanzieren (Interviewpartner 7 & Interviewpartner 8, 2023).

Diese Angaben werden auch durch die von den Kapitalgebern erhaltenen Informationen bestätigt. In den großen europäischen städtischen Zentren ist also ein besonderes Interesse der Immobilienkreditfonds an der Finanzierung von Immobilienprojekten zu verzeichnen. (Interviewpartner 5, 2023).

Schließlich verfolgt die Mehrheit der Immobilienkreditfonds eine transnationale Strategie und finanziert daher Projekte in mehreren Ländern. Kreditfonds, die sich auf ein bestimmtes Land beschränken, konzentrieren sich in der Regel auf Großbritannien oder Deutschland (Interviewpartner 3, 2022 & Interviewpartner 5, 2023).

7.2. Kreditarten

Das ursprüngliche Geschäftsfeld der Immobilienkreditfonds ist die Vergabe von nachrangigen Krediten, Mezzanine Loan und Junior Loan (Interviewpartner 5, 2023). Es kommt häufig vor, dass Projektentwickler ein konkretes Projekt haben, das sie umsetzen wollen, und dass sie von der Bank eine Zusage für einen Teil der Finanzierung erhalten haben, die aber für das gesamte Projekt nicht ausreicht. Obwohl das Projekt wirtschaftlich tragfähig erscheint, wird die Bank nicht in der Lage sein, mehr als 80 % des geschätzten Werts des zu realisierenden Projekts zu finanzieren (Interviewpartner 4, 2022). Eine Alternative für den Projektentwickler ist

daher, sich an einen Immobilienkreditfonds zu wenden. Je nach Rentabilität des Projekts wird der Kreditfonds dem Projektentwickler das für die Realisierung des Immobilienprojekts fehlende Kapital zur Verfügung stellen.

Die Interviewpartner weisen darauf hin, dass der Mezzanine-Kredit durch die Stärkung des Eigenkapitalanteils dem Kapitalnehmer bessere Vertragsbedingungen für den Senior Loan bei einer Bank ermöglicht. Denn das Hybridkapital wird der Bilanz des kreditnehmenden Unternehmens hinzugefügt. Folglich wird die Eigenkapitalquote erhöht. Dies wird sich dann positiv auf die internen Ratings auswirken, die die Banken bei der Kreditvergabe vergeben.

Je höher die Eigenkapitalquote eines Unternehmens ist, desto geringer ist das Ausfallrisiko. Dies wirkt sich auch auf das Eigenkapital aus, das die Bank für den Kredit zurücklegen muss. Ein höherer Anteil an Eigenkapital des kreditnehmenden Unternehmens verringert das von der Bank benötigte Eigenkapital. Die Bank kann dieses Eigenkapital also zur Deckung anderer Kredite verwenden. Wenn der Kreditnehmer über mehr Eigenkapital verfügt, kann die Bank (oder ein anderer Kreditgeber) ihm daher günstigere Kreditbedingungen anbieten (Interviewpartner 1, 2022).

Das Mezzanine-Darlehen wird nach der Senior-Tranche zurückgezahlt. Diese höhere Risikobereitschaft des Kapitalgebers bedeutet einen höheren Zinssatz und damit eine teurere Finanzierung für den Kreditnehmer. Durch höhere Zinssätze wird die höhere Risikobereitschaft des Kapitalgebers vergütet.

In den meisten Fällen handelt es sich um eine Finanzierung mit kurzer Laufzeit. Das Ziel für den Projektentwickler ist es, Zugang zu Kapital zu erhalten, auch wenn er dafür höhere Zinsen zahlen muss. Wenn das Projekt einen bestimmten Entwicklungsstand erreicht hat, wird ein weiteres Darlehen zu günstigeren Konditionen (in den meisten Fällen eine vorrangige Tranche) abgeschlossen. Durch dieses Darlehen (Refinanzierung) wird der Mezzanine-Anteil zurückgezahlt (Interviewpartner 6, 2022).

Die Aufnahme von Mezzanine-Kapital hat für den Projektentwickler den Vorteil, dass er sein Eigenkapital auf mehrere verschiedene Projekte verteilen und von einem Diversifikationseffekt profitieren kann. Durch diesen Diversifikationseffekt muss der

Projektentwickler weniger Risiken eingehen, als wenn er nur ein einziges Projekt entwickeln würde (Interviewpartner 8, 2023). Außerdem hat er die Möglichkeit, höhere Gewinne zu erzielen, da er mehrere Projekte realisieren kann.

In der Vergangenheit haben sich die meisten Immobilienkreditfonds vor allem auf die Vergabe von Mezzanine-Kapital konzentriert. Mezzanine-Darlehen waren das Hauptfinanzierungsprodukt, das von diesen Instituten angeboten wurde. Dies lag an der starken Dominanz der Banken im Senior Loan Bereich. Seit einigen Jahren ist jedoch zu beobachten, dass manche Kreditfonds auch Seniorenkredite anbieten und damit in direkte Konkurrenz zu den Banken treten. Kreditfonds beginnen sogar Interesse an dem Geschäftsbereich der großen Pfandbriefbanken zu zeigen, insbesondere an der Kreditvergabe auf Basis erstrangig besicherter Immobilien in A-Lagen mit niedrigeren Beleihungsausläufen. Es ist zu erwarten, dass Immobilienkreditfonds in diesem Segment noch aktiver werden, da sich einige Banken aus einigen Bereichen des Finanzierungsumfeldes zurückziehen müssen (Interviewpartner 5, 2023).

Laut den befragten Projektentwicklern unterscheiden sich die Kreditarten, die von Immobilienkreditfonds gewährt wurden, von einem Projekt zum anderen. Immobilienkreditfonds finanzieren Projekte nur dann über Senior Loans, wenn diese als äußerst sicher gelten. Dazu gehören insbesondere Projekte der Risikoklasse "Core" mit hochwertigen Gebäudekonzepten. Die entwickelten Projekte befinden sich an A-Standorten, an denen eine sehr hohe Nachfrage verzeichnet wird. Der potenzielle Verkaufspreis nach Fertigstellung und die potenziellen Mieten werden ebenfalls als hoch eingestuft (Interviewpartner 7 & 8, 2023).

Die Interviewpartner geben auch an, dass Immobilienkreditfonds in den meisten Fällen eine Übersicht über die erwarteten Cashflows verlangen, um einen Senior Loan zu gewähren. Ein Überblick über die potenzielle Mietsituation sowie eine Vorvermietung erhöhen ebenfalls die Chancen, einen Senior Loan zu erhalten. Außerdem ist das Vorhandensein von Mietern mit einer erstklassigen Bonität ein Kriterium der Immobilienkreditfonds für die Gewährung einer Senior-Tranche (Interviewpartner 9, 2023), ähnlich wie bei klassischen Bank-Finanzierungen.

Eine weitere Kreditart, die von den Interviewpartnern angesprochen wurde, ist der sogenannte Senior Stretch Loan. Der Senior Stretch Loan ist eine hybride

Finanzierungsart, die aus einem asset-basierten Darlehen und einem Cashflow-Darlehen besteht.

Solche Darlehen eignen sich für zwei Arten von Unternehmen:

- Unternehmen, die über hochwertige Immobilien verfügen, aber keine stabilen oder vorhersehbaren Cashflows haben.
- Unternehmen mit stabilen Cashflows, aber Immobilien von geringerer Qualität.

Stretch-Senior-Darlehen dienen dazu, Immobilienentwickler mit einem höheren Finanzierungsniveau auszustatten. Durch die Kombination von Immobilienobjekten und Cashflow stellt eine Stretch-Senior-Finanzierung deutlich mehr Fremdkapital zur Verfügung, als es mit einem üblichen Senior Loan möglich gewesen wäre (Interviewpartner 5, 2023).

Eines der wichtigsten Produkte der Immobilienkreditfonds ist der Whole Loan. Mit diesem Finanzierungsinstrument ersetzt der Immobilienkreditfonds die Rolle der Bank. Der üblicherweise von der Bank bereitgestellte Senior-Loan-Anteil wird also vom Fonds aufgebracht. Zusätzlich zu dieser Senior-Tranche stellt der Immobilienkreditfonds auch eine nachrangige Tranche zur Verfügung. Je nach Situation kann es sich dabei um einen Mezzanine Loan oder einen Junior Loan handeln (Interviewpartner 4, 2022).

Das erforderliche Fremdkapital wird von einem einzigen Anbieter aufgebracht. Dies stellt einen Vorteil für die Projektentwickler dar, da sie nicht mit verschiedenen Ansprechpartnern, sondern nur mit dem Kreditfonds kommunizieren und interagieren müssen.

Außerdem wird der Kreditprozess dadurch erheblich beschleunigt. Dies bringt auch dem Projektentwickler wesentliche Vorteile. Wenn der Projektentwickler ein zu realisierendes Vorhaben identifiziert hat, muss er oft schnell handeln, um die Erfolgsaussichten des Projekts zu maximieren. Je schneller die Finanzierung gesichert ist, desto schneller kann der Projektentwickler das Grundstück erwerben oder sogar mit dem Bau beginnen. Eine Whole-Loan-Strategie kann also lebensrettend sein, wenn der Finanzierungsvorgang beschleunigt durchgeführt werden muss. „Zunehmend sind Kreditfonds geschätzte Partner, wenn Transaktionen zügig über die Bühne gehen sollen“ (Roland, 2022: 19).

Neben der schnelleren Abwicklung im Vergleich zu einer traditionellen Finanzierung bietet ein Whole Loan auch zusätzliche Verhandlungsmöglichkeiten für Projektentwickler. Da es nur einen Finanzierungspartner gibt, ist das Kreditvolumen, das sich der Projektentwickler bei dem Fonds sichert, höher, als wenn es zwei Kapitalgeber mit unterschiedlichen Zinssätzen gäbe. Manchmal können Projektentwickler dadurch bessere Finanzierungsbedingungen erhalten.

Laut den befragten Projektentwicklern unterscheiden sich die Projektarten, die mit einem Whole Loan finanziert werden, stark von einem Immobilienkreditfonds zum anderen. Einige Interviewpartner konnten insbesondere Whole Loans für Projekte erhalten, die der Risikoklasse "Core Plus" oder "Value Add" angehörten. Diese Projekte wurden an B-Standorten in regionalen Städten wie z. B. Leipzig, Bonn oder Karlsruhe in Deutschland entwickelt. Die angegebenen Beispiele beinhalten Projekte, bei denen bestehende Gebäude von mittlerer Qualität renoviert werden, um einen Mehrwert zu generieren. Diese Projekte beinhalten beispielsweise Objekte, die sich in einer Phase der Neupositionierung befinden und somit Entwicklungspotenzial darstellen (Interviewpartner 7, 2023).

Die befragten Projektentwickler erwähnen auch eine Form von Whole Loan mit einer anderen Zusammenstellung. Diese Art von Whole Loan beinhaltet den Aufbau einer Partnerschaft zwischen Immobilienkreditfonds und Banken. Diese Situationen funktionieren wie folgt. Wenn sich herausgestellt hat, dass der Projektentwickler nicht über das für das Projekt erforderliche Eigenkapital verfügt, bietet ihm die Bank an, das fehlende Eigenkapital über einen Immobilienkreditfonds zu beschaffen. Die Banken, die diese Art von Whole Loan anbieten, haben Fonds, mit denen sie gewöhnlich zusammenarbeiten und die daher als zweiter Finanzierungspartner eintreten. Die hier beschriebene Art der Kreditabwicklung wird als „First-out/Second-out-Tranche“ bezeichnet. Bei der First-out/Second-out-Tranche sind zwei Kapitalgeber mit unterschiedlichem Risikoappetit beteiligt. Die erste Tranche umfasst ein vorrangiges Darlehen (Senior Loan) und die zweite Tranche ein nachrangiges Darlehen, einen Mezzanine- oder manchmal auch Junior-Loan (Interviewpartner 8, 2023).

Diese Konstellation setzt eine Vereinbarung (Intercreditor Agreement) zwischen den beiden Kapitalgebern voraus. Die Ansprüche und der Subordinationsgrad der beiden Tranchen müssen klar vertraglich geregelt sein. Wie der Name "First-out/Second-out"

andeutet, wird die erste Tranche als erste zurückgezahlt. Sie birgt daher ein geringeres Risiko und folglich einen niedrigeren Zinssatz. Die zweite Tranche wird nach der ersten Tranche zurückgezahlt und hat dafür einen deutlich höheren Zinssatz. Wie bei einem Standard-Whole Loan hat der Kreditnehmer nur einen einzigen Kontaktpartner, in diesem Fall die Bank. Diese Variante ist vor allem in Deutschland sowie in Großbritannien verbreitet (Interviewpartner 8, 2023).

Die folgende Abbildung stellt die Struktur eines Whole Loans dar.

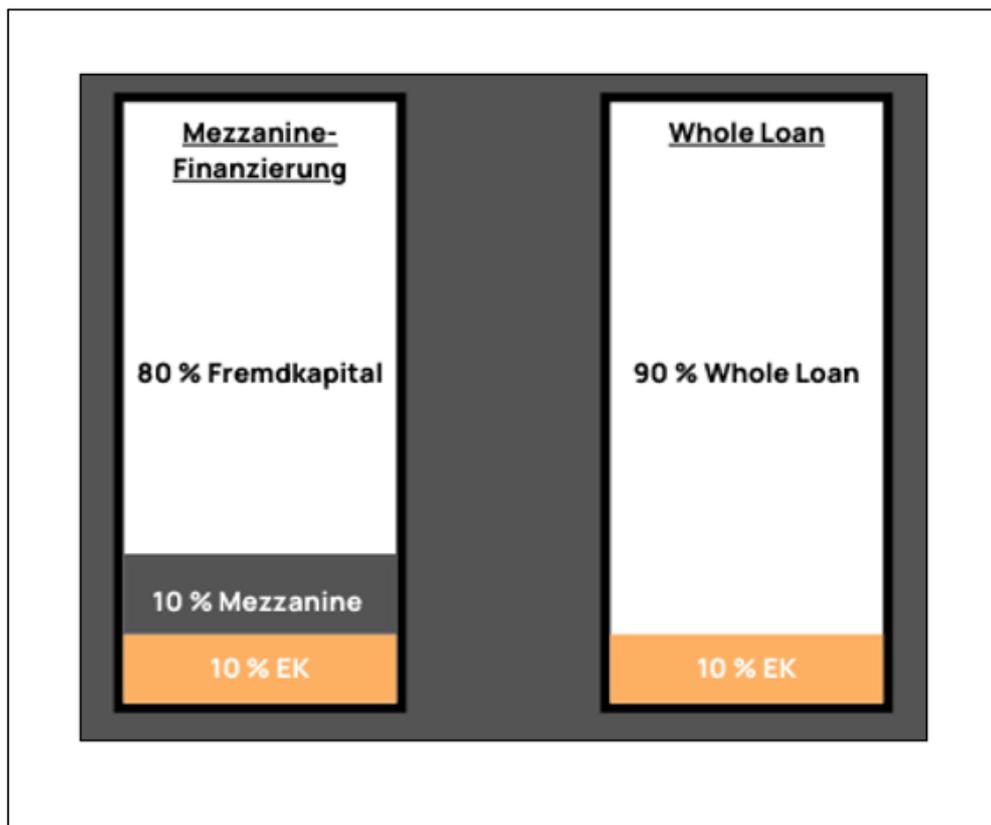


Abbildung 16: Struktur des Whole Loans (Revalprime, 2020: 1)

7.3. Finanzierungsparameter

Die Finanzierungsparameter hängen von dem zu finanzierenden Projekt, der wirtschaftlichen Situation des Projektentwicklers sowie der Finanzierungsstrategie des Immobilienkreditfonds ab. Die Immobilienkreditfonds verfügen über einen großen Spielraum bei der Struktur der gewährten Finanzierung.

Zinssatz

Der Zinssatz für eine Finanzierung setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: dem Basiszinssatz und dem Zinsaufschlag (Marge). Der Basiszinssatz wird je nach Zinsvereinbarung durch den EURIBOR oder LIBOR abgebildet.

In der Regel liegen die Zinsaufschläge von 2 % bis 5 % bei Senior Loans, von 4 % bis 9 % bei Whole Loans und von 8 % bis 15 % bei Mezzanine-Darlehen. Es ist anzumerken, dass der vor kurzem erfolgte Anstieg der Leitzinsen der Zentralbanken Auswirkungen auf die Zinsaufschläge für Immobilienfinanzierungen hatte. Die hier dargestellten Zinssätze können daher je nach Wirtschaftslage und Geldpolitik der Zentralbanken stark schwanken. In der Regel weisen die von Immobilienfonds vergebenen Darlehen einen variablen Zinssatz auf, der an den LIBOR oder EURIBOR gekoppelt ist. Es können auch Zinsgrenzen (Cap- und Floor-Konditionen) vereinbart werden, um sicherzustellen, dass der Zinssatz in einem bestimmten Bereich bleibt. (Interviewpartner 5, Interviewpartner 7, 2023).

Tilgung und Kreditlaufzeit

Gemäß Jörg Lauer wird der Begriff Tilgung wie folgt definiert:

„Die Investition kann durch eine mittel- oder langfristige Finanzierung, die einen tragfähigen Cashflow voraussetzt, zurückgeführt werden. Sobald die Immobilie Einkommen produziert, welches die objektspezifischen Kosten inklusive der Zinsen deckt, ist eine Tilgung angebracht.“ (Lauer, 2008 : 140)

Immobilienkreditfonds bieten je nach den zu finanzierenden Projekten folgende Tilgungsmodalitäten an:

- Annuitätentilgung: Bei dieser Variante wird der Kredit in Form von Annuitäten zurückgezahlt. Diese Annuitäten entsprechen einem festen Betrag, der in

regelmäßigen Zeitabständen gezahlt wird. Sie bestehen aus einem Zinsanteil und einem Tilgungsanteil. Im Laufe der Kreditlaufzeit sinkt der Zinsanteil, während der Tilgungsanteil steigt.

- Kapitalraten: Der Kredit wird mit einem konstanten Tilgungsbetrag zurückgezahlt. Die Zinszahlungen erfolgen separat und sind regressiv. Die Zinsbelastung ist daher zum Beginn des Kredits höher und sinkt im Laufe der Zeit.
- Endfällige Tilgung: Das Darlehen wird am Ende der Kreditlaufzeit in einem einzigen Betrag zurückgezahlt. Die Zinsen werden jedoch während der gesamten Laufzeit des Kredits zurückgezahlt.
- Cashflowtilgung: Bei dieser Variante wird das Darlehen aus den Cashflows zurückgezahlt, die durch die Einnahmen aus der Immobilie erzielt werden. Da diese Cashflows jedoch von Jahr zu Jahr schwanken können, wird bei einer Cashflowtilgung in der Regel eine sogenannte Cash-Sweep-Klausel vereinbart. Gemäß dieser Klausel verpflichtet sich der Kreditnehmer, einen (im Finanzierungsvertrag festgelegten) Teil der Cashflows zur Rückzahlung der Schulden zu verwenden, anstatt ihn an die Gesellschafter auszuschütten.

Die von Immobilienkreditfonds vergebenen Kredite sind überwiegend endfällig getilgt. Dies ermöglicht dem Projektentwickler eine größere Flexibilität, da während der Bauphase in der Regel keine Einnahmen erzielt werden. Dadurch können Projektentwickler die Rückzahlungsbelastung auf das Ende der Kreditlaufzeit verlagern. Es gibt jedoch Sonderfälle, in denen Immobilienkreditfonds nur Kredite mit einer laufenden Tilgung vergeben (Interviewpartner 5, Interviewpartner 7, 2023).

Die Interviewpartner geben eine Laufzeit von fünf bis zehn Jahren für einen Senior Loan, ein bis vier Jahren für einen Whole Loan und ein bis drei Jahren für eine Mezzanine-Finanzierung an. Diese Laufzeiten werden insbesondere durch die Zinssätze beeinflusst. Wenn der Kreditnehmer höhere Zinsen für einen Kredit zahlen muss, wird er sich bemühen, die Laufzeit des als teurer eingestuftes Kredits zu verkürzen. Zu diesem Zweck wird der Kreditnehmer, wenn das Mezzanine-Darlehen ausläuft, eine Refinanzierung (mit potenziell besseren Finanzierungsbedingungen) abschließen (Interviewpartner 3, 2022 & Interviewpartner 7, 2023).

Kreditsicherheiten

Kreditsicherheiten sollen verhindern, dass der Kreditgeber einen Verlust erleidet, wenn der Kreditnehmer das Darlehen nicht zurückzahlen kann. Sollte der Kreditnehmer nicht mehr in der Lage sein, die Tilgungen zu leisten, kann der Kreditgeber auf die Sicherheiten zurückgreifen und diese verwerten.

Die von den Interviewpartnern erwähnten Sicherheiten bei der Finanzierung durch Immobilienkreditfonds beziehen sich überwiegend auf Realsicherheiten. Die angegebenen Sicherheiten sind:

- Hypothekarische Besicherung: Eintragung im Grundbuch oder eintragungsfähige Pfandurkunde
- Abtretung der Mieteinnahmen
- Abtretung der Geschäftsanteile an der Projektgesellschaft
- Verpfändung von Gewinnabtretungen aus anderen Projekten

Bestimmte von Immobilienkreditfonds gewährte Finanzierungen können auch Personalsicherheiten umfassen. Als Beispiel wurde in den Interviews die Patronatserklärung genannt. Eine Patronatserklärung ist eine Form der Kreditsicherung, die besonders häufig bei Konzerngesellschaften vorkommt. Diese Kreditsicherheit bindet die Muttergesellschaft an den von der Tochtergesellschaft aufgenommenen Kredit und verpflichtet die Muttergesellschaft zur Rückzahlung der Schulden (Koch, 2005: 533). Je nach Formulierung (entweder weich oder hart) handelt es sich daher bei der Patronatserklärung tatsächlich um eine Garantie.

Wenn der Immobilienkreditfonds eine Finanzierung in Partnerschaft mit einer Bank strukturiert, sind die Kreditsicherheiten des Immobilienkreditfonds meistens nachrangig gegenüber denen der Bank. Da die Bank ein risikoärmeres Darlehen vergibt, hat sie vorrangigen Anspruch auf die Kreditsicherheiten.

Covenants

Covenants sind zwischen Kreditvertragsparteien vereinbarte Bedingungen, die dem Kreditnehmer bestimmte Voraussetzungen (meist anhand von Kennzahlen gemessen) vorgeben, um das Kreditrisiko zu begrenzen. Wenn diese Bedingungen nicht eingehalten werden (Covenants breach), führt dies zu einer Gegenmaßnahme des Kreditgebers. Diese Gegenmaßnahmen können sich in verschiedenen Formen

äußern, wie z. B. einer Zinserhöhung, Erhöhung oder Freigabe von Sicherheiten oder in einigen Fällen sogar eine Kündigung des Kreditvertrags.

Die Frequenz der Bemessung und Bewertung der Covenants muss im Kreditvertrag ausdrücklich festgelegt werden. Insbesondere wird ausdrücklich festgelegt, in welchen Abständen der Kapitalnehmer die erforderlichen Informationen bereitstellen und die zugrunde liegenden Berichtspflichten erfüllen muss.

Die Festlegung starker Covenants wird von den Immobilienkreditfonds als sehr wichtig erachtet. Die Covenants geben dem Kreditgeber einen Handlungsspielraum, für den Fall, dass das Immobilienprojekt nicht wie geplant verlaufen sollte.

Die von den Interviewpartnern erwähnten Covenants sind:

- LTV (Loan to Value)
- LTC (Loan to Costs)
- ISCR (Interest Service Coverage Ratio):
- DSCR (Debt Service Coverage Ratio)
- Reportingpflichten

LTV: Loan to Value

Der LTV (auch Beleihungsauslauf genannt) ist eine der wichtigsten Kennzahlen in der Immobilienfinanzierung. Diese Kennzahl gibt das Verhältnis zwischen der Kredithöhe und dem Wert des zu finanzierenden Projekts an. Sie wird durch Division des Kreditbetrags durch den Projektwert ermittelt.

Die folgende Abbildung stellt die Formel für die Berechnung des LTVs dar:

$$LTV = \frac{\text{Kreditvolumen (Loan)}}{\text{Verkehrswert (Value)}}$$

Abbildung 17: Berechnung LTV (eigene Darstellung, 2022)

Der LTV gibt einen wertvollen Hinweis auf das Risikoniveau, das der Kapitalgeber bereit ist zu tragen. Je höher der LTV, desto größer das Risiko. Es ist jedoch zu

beachten, dass der LTV nur einen Hinweis auf den Verschuldungsgrad zu einem bestimmten Zeitpunkt gibt. Es handelt sich also um einen statischen Indikator, der sich je nach Wertschwankungen der Immobilie verändern kann.

Die von den Interviewpartnern angegebenen LTV-Werte liegen innerhalb einer breiten Bandbreite. Die LTVs können sich je nach Projekt und Kapitalgeber stark unterscheiden. Während den Interviews geben Projektentwickler an, dass sie LTVs von 0 % bis 70 % für Senior Loans, von 0 % bis 90 % für Whole Loans und von 60 % bis 90 % für Mezzanine-Kredite erhalten konnten.

Einige Kapitalgeber erwähnen die Gewährung von Puffer- oder Erholungsphasen für den Kreditnehmer, um ihm eine zusätzliche Frist einzuräumen, in der er einen potenziellen Mangel an Eigenkapital ausgleichen kann, falls der Wert der Immobilie niedriger als erwartet ausfällt. Diese implizite zusätzliche Flexibilität erklärt sich aus dem Wunsch des Kreditgebers, einen Kreditnehmer mit einer hohen Bonität nicht zu bestrafen, der aufgrund eines plötzlich höher als erwarteten LTV in eine schwierige finanzielle Situation geraten würde (Interviewpartner 2, 2022 & Interviewpartner 5, 2023).

Es liegt tatsächlich im Interesse des Kreditgebers, dass der Kreditnehmer in der Lage ist, den Kreditbetrag zurückzuzahlen. Der Immobilienkreditfonds will daher sicherstellen, dass der Kreditnehmer den Kredit zurückzahlt, anstatt die Sicherheiten in Anspruch nehmen zu müssen. Aus diesem Grund wird diese zusätzliche Flexibilität manchmal gewährt. Wenn eine solche Situation eintritt, muss der Immobilienkreditfonds jedoch mit äußerster Vorsicht vorgehen. Er prüft die Situation des Kreditnehmers eingehend und entscheidet dann, ob er eine zusätzliche Frist zur Erreichung des im Finanzierungsvertrag festgelegten LTV-Niveaus einräumt oder nicht.

LTC: Loan to Cost

Der LTC gibt das Verhältnis zwischen dem Kreditbetrag und den Kosten des zu finanzierenden Immobilienprojekts an. Er wird ermittelt, indem der Kreditbetrag durch die Gesamtprojektkosten dividiert wird.

Die folgende Abbildung stellt die Formel zur Berechnung des LTCs dar:

$$LTC = \frac{\text{Kreditvolumen (Loan)}}{\text{Gesamtinvestitionskosten (Cost)}}$$

Abbildung 18: Berechnung LTC (eigene Darstellung, 2022)

Die von den befragten Projektentwicklern angegebenen LTCs liegen bei 65 % bis 75 % für Senior Loans und können bei einigen Whole Loans und Mezzanine Loans bis zu 90 % betragen. Das Unternehmen Median-Capital gibt auf seiner Website an, dass der LTC bei einigen Fonds sogar bis zu 95 % betragen kann (Median Capital, 2022: 1).

Um sicherzustellen, dass die Kosten für das zu finanzierende Projekt angemessen und nachvollziehbar sind, greifen Immobilienkreditfonds häufig entweder auf eigene Mitarbeiter oder auf externe Beratungsunternehmen zurück. Diese Personen analysieren die Baukosten des Projekts im Detail und erstellen drei Szenarien: ein positives Szenario (das davon ausgeht, dass das Projekt gemäß dem ausgesprochenen Plan verläuft), ein negatives Szenario (das eine Überschreitung der Baukosten vorsieht) und ein neutrales Szenario (das den Mittelwert aus dem positiven und dem negativen Szenario darstellt). Anhand dieser Szenarien soll ein Eindruck davon vermittelt werden, wie sich eine Kostensteigerung auf die Projektrentabilität auswirkt. Häufig werden auch Sensitivitätsanalysen erstellt, um zu beurteilen, wie sich ein potenzieller Anstieg der Baukosten auf das Projekt und damit auf die Kreditrückzahlung auswirken würde.

ISCR: Interest Service Coverage Ratio

Der ISCR (auch Zinsdeckungsgrad genannt) gibt die Fähigkeit des Kreditnehmers an, seine verbleibende Zinsbelastung zurückzuzahlen. Diese Kennzahl ergibt sich durch Division des operativen Cashflows des kreditnehmenden Unternehmens durch seine Zinsbelastung in einem bestimmten Zeitraum.

Je höher diese Kennzahl ist, desto höher ist die Fähigkeit des Unternehmens, seine Zinsen zurückzuzahlen. Eine Kennzahl unter 1 bedeutet, dass das Unternehmen nicht in der Lage ist, seine aktuelle Zinsbelastung zurückzuzahlen.

Im Falle eines Immobilienunternehmens werden die Cashflows meist durch Mieteinnahmen oder den Verkauf von Immobilienobjekten dargestellt.

Die folgende Abbildung stellt die Formel für die Berechnung des ISCR dar:

$$ISCR = \frac{\text{Operativer Cash Flow}}{\text{Zinsaufwand}}$$

Abbildung 19: Berechnung ISCR (eigene Darstellung, 2022)

Die Interviewpartner geben an, dass der Mindest-ISCR für eine Finanzierung über Immobilienkreditfonds in der Regel bei 1,5 liegt. Dieses Verhältnis hängt jedoch vom Projekt ab und in manchen Situationen kann ein höheres Verhältnis verlangt werden.

DSCR: Debt Service Coverage Ratio

Der DSCR (auch Schuldendienstdeckungsgrad) genannt, gibt die Fähigkeit des Kreditnehmers an, seine Schulden über einen bestimmten Zeitraum zurückzuzahlen. Im Unterschied zum ISCR berücksichtigt diese Kennzahl sowohl den Zinsanteil als auch den Tilgungsanteil. Sie wird berechnet, indem die operativen Cashflows des kreditnehmenden Unternehmens durch den Schuldendienst geteilt werden.

Die folgende Abbildung stellt die Formel für die Berechnung des DSCR dar:

$$DSCR = \frac{\text{Operativer Cash Flow}}{\text{Schuldendienst (Tilgung + Zinsen)}}$$

Abbildung 20: Berechnung DSCR (eigene Darstellung, 2022)

Nach Angaben der Interviewpartner liegen die von den Immobilienkreditfonds geforderten Mindest-DSCR zwischen 1,15 und 1,25.

Reportingpflichten

Neben den finanziellen Covenants sind Kreditnehmer auch verpflichtet, in bestimmten regelmäßigen Zeitabständen gewisse Informationen an Immobilienkreditfonds zu übermitteln. So müssen beispielsweise Jahresabschlüsse vorlegt werden, damit sich der Kreditgeber einen Überblick über die wirtschaftliche Lage des kreditnehmenden Unternehmens verschaffen kann.

Eine Verkehrswertermittlung der zu finanzierenden Immobilie ist auch mindestens einmal pro Jahr, manchmal sogar zweimal pro Jahr erforderlich. Die Immobilienbewertung muss von einem externen, unabhängigen Unternehmen durchgeführt werden, das in keiner geschäftlichen (und persönlichen) Beziehung zum kreditnehmenden Unternehmen steht, um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden (Interviewpartner 9, 2023).

Schließlich berücksichtigen immer mehr Immobilienkreditfonds ESG-Faktoren (Environment, Social, Governance) bei der Kreditvergabe, sodass diese Kriterien auch in Form von Covenants umgesetzt werden könnten. Das Kriterium „Environment“ beinhaltet beispielsweise die Verwendung von als umweltfreundlich eingestuften Baumaterialien oder einen niedrigen Energieverbrauch des Gebäudes (angezeigt durch den Energieausweis). Dazu erwähnen auch einige Interviewpartner das Konzept des "Green Lease". Ein Green Lease ist eine auf Nachhaltigkeit gerichtete Vereinbarung zwischen Vermietern und Mietern zur Einhaltung bestimmter ökologischer Ziele. Sie werden immer mehr zu einem gängigen Instrument für Investoren zur Überwachung und Verbesserung der Umweltleistung ihrer Immobilien. Indikatoren können der Stromverbrauch (Kilowattstunden pro Mitarbeiter), der Wasserverbrauch pro Fläche und das Volumen des auf Deponien entsorgten Abfalls als prozentualer Anteil am Gesamtabfallaufkommen sein (Interviewpartner 2 & Interviewpartner 4, 2022)

Das Kriterium „Social“ bezieht sich z.B. auf einen Fokus auf die Einbindung der Anrainer in ein Immobilienentwicklungsprojekt oder die Berücksichtigung der Bedürfnisse von Familien und Senioren bei der Erstellung von Gebäudekonzepten. Das Kriterium „Governance“ schließlich konzentriert sich auf die ethischen Werte des Unternehmens, wie z. B. die Einbeziehung von Minderheiten in die Belegschaft oder die Diversität (Herkunftsländer, Religionen, usw.) der Vorstandsmitglieder.

Zusammenfassung der Finanzierungsparameter

Die folgende Abbildung, die auf der Grundlage der in den Interviews gesammelten Informationen erstellt wurde, gibt einen Überblick über die wichtigsten Parameter einer Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds.

Senior Loan		Whole Loan		Mezzanine Loan	
Besicherung:	erstrangig	Besicherung:	teilweise erstrangig	Besicherung:	nachrangig
Zinsaufschlag:	2-5%	Zinsaufschlag:	4-9%	Zinsaufschlag:	8-15%
LTV:	0-70%	LTV:	0-90%	LTV:	60-90%
Kreditlaufzeit	5-10 Jahre	Kreditlaufzeit	1-4 Jahre	Kreditlaufzeit	1-3 Jahre
Investment-Risikoklasse:	Core	Investment-Risikoklasse:	Core Plus/ Value Add	Investment-Risikoklasse:	Value Add/ Opportunistic

Abbildung 21: Finanzierungsparameter Immobilienkreditfonds (eigene Darstellung, 2023)

7.4. Gründe für eine Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds

Der erste Grund, den die Interviewpartner für eine Finanzierung über einen Immobilienkreditfonds angeben, ist die Notwendigkeit eines schnellen Zugangs zu Kapital. Vor allem in den ersten Phasen der Projektentwicklung ist schnelles Handeln für den Projektentwickler von entscheidender Bedeutung. Es wurde festgestellt, dass insbesondere beim Grundstücksankäufe, Immobilienkreditfonds das benötigte Kapital schneller bereitstellen können als die Banken. Aufgrund der internen Vorschriften und Prozesse dauert die Kreditprüfung bei Banken dauerhaft länger als bei Immobilienkreditfonds. Den Interviewpartnern zufolge ist die Risikoprüfung bei Immobilienkreditfonds genauso intensiv wie bei Banken, wird aber als weniger aufwändig, weniger bürokratisch und reaktionsschneller angesehen (Interviewpartner 6, 2022 & Interviewpartner 7, 2023).

Projektentwickler nennen auch die Ablehnung einer Bank, ein Projekt zu finanzieren, als Grund, sich an Immobilienkreditfonds zu wenden. Seit etwa acht bis neun Jahren

ist ein zunehmender Rückzug der Banken aus manchen Bereichen der Immobilienfinanzierung zu beobachten. Gründe hierfür sind die steigenden Eigenkapitalanforderungen und die zunehmenden regulatorischen Anforderungen an Banken (Basel II und III). Darüber hinaus gehen Banken bei der Vergabe von Finanzierungen generell vorsichtiger vor. Bestimmte Projektarten wie z. B. die Finanzierung von Grundstücksankäufen, für die noch keine Baugenehmigung vorliegt, werden von Banken häufig vermieden (Interviewpartner 7, 2023).

Die COVID-19-Pandemie hat auch zu einer erhöhten Vorsicht der Banken bei der Immobilienfinanzierung beigetragen, was sich in einem leichten Rückgang der Beleihungsquoten bei neuen Krediten in einigen Märkten und einem allgemeinen Abbau der ausstehenden Kreditbestände zeigt (Interviewpartner Interviewpartner 4, 2022).

Die Interviewpartner weisen auch auf eine größere Flexibilität der Immobilienkreditfonds bei der Gestaltung des Kreditvertrags hin. Da Immobilienkreditfonds nicht so stark reguliert wie Banken sind und nicht unter die Basel-Richtlinien fallen, können sie den Kreditnehmern maßgeschneiderte Lösungen anbieten. Diese Lösungen können zum Beispiel in Form einer Sondervereinbarung über die Tilgungsmodalitäten erfolgen. Immobilienkreditfonds können Projektentwicklern beispielsweise die Möglichkeit bieten, während eines bestimmten Zeitraums keine Tilgung leisten zu müssen. Dies ist für Projektentwickler vor allem attraktiv, wenn das zu entwickelnde Objekt noch keine Einnahmen generiert. Sobald das Gebäudes fertiggestellt und die Einheiten vermietet oder verkauft sind, zahlt der Projektentwickler den Kredit zurück. Diese Flexibilität wird den Kreditgebern in Form einer höheren Verzinsung vergütet. Projektentwickler sind jedoch häufig bereit, höhere Zinssätze zu zahlen, wenn sie von dieser Flexibilität profitieren können.

Schließlich wenden sich Projektentwickler auch an Immobilienkreditfonds, weil sie nicht über ausreichend Eigenkapital verfügen. Es kann vorkommen, dass ein Projektentwickler ein Immobilienprojekt hat, das den Finanzierungskriterien einer Bank entspricht, aber aufgrund von regulatorischen Bestimmungen darf die Bank ihm nur einen bestimmten Prozentsatz (im Regelfall 80 % des Beleihungsauslaufes) des für das Projekt benötigten Betrags leihen. Der Projektentwickler wird daher das Darlehen der Bank aufnehmen und eine Finanzierung über einen

Immobilienkreditfonds abschließen, um den fehlenden Teil des Kapitals zu decken (Interviewpartner 8, 2023).

7.5. Finanzierungszwecke

Die meisten Immobilienkreditfonds konzentrierten sich ursprünglich auf die Vergabe von Mezzanine-Krediten. Aufgrund ihrer Nachrangigkeit gegenüber Senior Loans sind diese Kredite mit einem höheren Zinssatz verbunden, was für den Kreditnehmer höhere Finanzierungskosten bedeutet. Der ursprüngliche Grund für das Interesse der Projektentwickler an einer Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds bestand darin, schnell Kapital zu erhalten, um mit dem Immobilienprojekt beginnen zu können. Anschließend sollte eine neue Finanzierung zu besseren Konditionen (meist bei einer Bank) aufgenommen werden, wenn das Projekt bereits fortgeschritten oder abgeschlossen war. Der ursprüngliche Zweck war also eine Brückenfinanzierung (kurzfristige Vor- oder Zwischenfinanzierung).

In den letzten Jahren hat sich das Finanzierungsangebot der Immobilienkreditfonds erweitert, sie bieten nun auch Senior-Darlehen an und sind auch bei der Vergabe von Whole Loans sehr etabliert (Interviewpartner 6, 2022). Somit vergeben Immobilienkreditfonds heutzutage Darlehen für unterschiedliche Finanzierungszwecke. Im Rahmen der Interviews wurden folgende Finanzierungszwecke von den befragten Ansprechpartnern angegeben:

- Erwerb einer neuen Liegenschaft
- Finanzierung für ein Bauvorhaben
- Brückenfinanzierung
- Anschlussfinanzierung

7.6. Assetklassen und Projektarten

Obwohl sich einige Fonds auf eine bestimmte Assetklasse konzentrieren, verfolgt die Mehrheit eine Multi-Asset-Strategie. Durch die Finanzierung verschiedener Arten von Immobilien profitieren Immobilienkreditfonds von einem Diversifikationseffekt (Interviewpartner 3, 2022).

Die befragten Projektentwickler stellen in den meisten Assetklassen eine Zunahme der Finanzierungsmöglichkeiten durch Immobilienkreditfonds fest. In den letzten fünf

Jahren haben Kreditfonds eine steigende Nachfrage nach der Finanzierung von Immobilienprojekten in Europa gezeigt. Diese wachsende Attraktivität zeigt sich zunächst in der Kategorie Wohnen. Es werden immer mehr Fonds aufgelegt, die sich dieser Assetklasse widmen. Ein Beispiel hierfür ist der Immobilienkreditfonds M&G Real Estate, der vor kurzem den M&G European Living Fund als Finanzierungsvehikel für diesen Zweck aufgelegt hat.

Büro ist die zweithäufigste Kategorie bei Finanzierungen mittels Immobilienkreditfonds in Europa. Es folgen die Nutzungsarten Logistik, Einzelhandel und schließlich Hotel. Einige Fonds finanzieren sogar Nischenprojekte wie Seniorenresidenzen oder Kliniken.

Die Entscheidung, bestimmte Assetklassen zu finanzieren, wird von den Fachkenntnissen der Mitarbeiter der Kreditfonds beeinflusst. Häufig stellen die Fonds Experten für die jeweilige Assetklasse ein. Immobilienkreditfonds finanzieren Projekte, die sie kennen und verstehen (Interviewpartner 4, 2022). Ein Fonds, der beispielsweise in die Finanzierung von Einkaufszentren investiert, wird Mitarbeiter haben, die sich in diesem Bereich gut auskennen. Diese Personen haben in der Branche gearbeitet und verfügen über ein hohes Maß an Marktkenntnis. Dadurch können Projekte priorisiert und solche identifiziert werden, die wirtschaftlich nicht sinnvoll und somit ein potenzielles Ausfallrisiko darstellen.

Bei der Finanzierung von Betreiberimmobilien ist der Input eines Expertenteams noch wichtiger und notwendiger. Die Ergebnisse bestimmter Betreiberimmobilien (wie z. B. Hotels oder Studentenwohnheime) sind naturgemäß saisonabhängig. Im Falle eines Hotels können dem Projektentwickler je nach Art des zu entwickelnden Projekts deutlich unterschiedliche Finanzierungsbedingungen eingeräumt werden. Handelt es sich um ein Ferienhotel oder um ein Hotel für Geschäftsreisende? Diese beiden Immobilienarten wurden zum Beispiel während der Covid-Krise unterschiedlich stark betroffen. Die Ferienhotellerie erholte sich schneller (die Nachfrage nach Privatreisen war hoch), während es für die Geschäftshotellerie schwieriger war, auf das Niveau vor Covid zurückzukehren (Unternehmen bevorzugen eher Telearbeit und digitale Meetings statt Kongresse und physische Veranstaltungen) (Interviewpartner 5, Interviewpartner 8, 2023).

Der Markt und die Nachfrage haben einen großen Einfluss auf die Entscheidung der Immobilienkreditfonds, ein Projekt einer bestimmten Assetklasse zu finanzieren.

Während den Interviews wurde als Beispiel die Finanzierung des Immobilienkreditfonds Caerus Debt Investments für die Entwicklung eines Luxushotels der Marke Mandarin Oriental in der Wiener Innenstadt genannt. Für dieses Projekt stellte der Fonds eine erstrangig besicherte Whole Loan Finanzierung in Höhe von 120 Millionen Euro zur Verfügung. Das Darlehen wurde im Frühsommer 2020 gewährt, als die COVID-Epidemie in Europa in vollem Gange war. In dieser Zeit zögerten viele traditionelle Kreditinstitute Hotelprojekte zu finanzieren. Die Entscheidung eines Kreditfonds, in dieser Situation ein Hotelprojekt zu finanzieren, entsprach dem Wunsch, eine Lücke zu füllen, die von traditionellen Kapitalanbietern hinterlassen wurde (Interviewpartner 8, 2023).

Neben diesem Beispiel gibt es auch andere Situationen, die das Interesse von Kapitalnehmern an der Finanzierung von Hotelimmobilienprojekten in Europa mittels Immobilienkreditfonds zeigen. Ende 2022 sicherte sich die französische Hotelgruppe Beaumier, die zwölf Hotels betreibt, ein Senior-Darlehen in Höhe von 200 Millionen Euro für Renovierungsarbeiten durch den Immobilienkreditfonds Cheyne Capital. Ein weiterer Projektentwickler erhielt eine Finanzierung in Höhe von 67,5 Millionen Euro für die Renovierung und Neugestaltung eines historischen Palais in Wien. Das Projekt besteht aus einem 5-Sterne-Hotel und zwölf exklusiven Apartments. Die Finanzierung wurde durch den Fonds Caerus Debt Investments bereitgestellt und besteht aus einem erstrangigen, gesicherten Senior Loan mit einer Laufzeit von vier Jahren.

Bei Betreiberimmobilien spielt das unterliegende Geschäft eine wichtige Rolle für die Kreditvergabe. Die befragten Projektentwickler verweisen auf spezifische Anforderungen der Immobilienkreditfonds in diesem Zusammenhang. Eine detaillierte Prüfung des Betreibers wird durchgeführt, um sicherzustellen, dass das Objekt optimal bewirtschaftet wird. Hat dieser Betreiber bereits andere Objekte unter Management? Verfügt er über einen Track Record? Welche Vertragsbedingungen binden den Betreiber an das zu finanzierende Objekt? Handelt es sich z. B. um einen Managementvertrag oder einen Franchisevertrag? Solche Fragen werden von Immobilienkreditfonds gestellt. Sie benötigen daher das Wissen von Spezialisten, die sich mit dieser Art von Immobilien auskennen, um dann anhand dieser Informationen die richtige Finanzierungsstruktur zu erstellen, die die Rückzahlung des Kreditbetrages sicherstellt.

Wie bereits erwähnt ist bei Immobilienkreditfonds ein starker Fokus auf Umweltaspekte zu beobachten. ESG-Aspekte (Environmental, Social and

Governance) sind zunehmend wichtige Kriterien, die Projektentwickler berücksichtigen müssen, um Zugang zu Finanzierungen zu erhalten. Angetrieben durch die neuen Bestimmungen in Europa (EU Taxonomie) legen die meisten Kreditfonds den Schwerpunkt auf die Finanzierung nachhaltiger Immobilienobjekte. Dazu berichtet das Unternehmen Knight Frank: “All the debut funds are really busy at the moment, and if they have 10 deals on their desk and two or three of these properties are ones that really tick the boxes in terms of ESG credentials, then they typically will go to the top of the pile” (Knight Frank, 2022).

Neben den regulatorischen Zwängen spüren die Immobilienkreditfonds auch den Druck der Investoren, sich auf die Finanzierung von ESG-konformen Objekten zu konzentrieren. Dies gilt nicht nur für Neubauten, sondern auch für Sanierungen, bei denen die Entwickler aufgefordert sind, die Immobilien im Sinne der Nachhaltigkeit zu modernisieren. Im Vereinigten Königreich wird jede Immobilie vor dem Bau, der Vermietung oder dem Verkauf in Energiezertifikate von A bis G (A ist die beste Kategorie) eingestuft. Für Gebäude mit einer Bewertung unter C werden Strafen verhängt, sodass die Projektentwickler bestrebt sind, die Gebäude entsprechend zu modernisieren. Bei den meisten Krediten wird die Nichteinhaltung dieser Standards mit Strafzinsen verbunden. Projektentwicklern, die diese Standards nicht erfüllen, wird der Zugang zu Kapital für solche Objekte erschwert (Interviewpartner 7, 2023).

7.7. Immobilienkreditfonds als dauerhafte Finanzierungsmöglichkeit?

Sämtliche befragten Kapitalnehmer geben an, dass die Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds eine positive Erfahrung war und dass sie planen, weitere Projekte damit zu finanzieren.

Diese Aussage ist auch in den Antworten der Kapitalgeber zu finden. Sie geben an, dass, wenn ein Kreditnehmer ein Projekt finanzieren konnte und dieses positiv verlaufen ist, die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass der Kreditnehmer die gleiche Finanzierungsart für zukünftige in Betracht ziehen wird. Wenn der Kreditnehmer erneut eine Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds in Anspruch nimmt, kennt er den Prüfungsprozess und kann bereits im Vorfeld die notwendigen Informationen aufbereiten, um die Kreditvergabe zu beschleunigen. Auch der Immobilienkreditfonds kennt die Situation des Kapitalnehmers und wenn dieser bereits Projekte finanziert hat, die gut gelaufen sind, kann der Kreditgeber davon ausgehen, dass die

Finanzierung reibungslos verlaufen wird. Das Vertrauensverhältnis wächst somit mit jedem weiteren finanzierten Projekt.

Zudem geben sämtliche Interviewpartner an, dass sie Immobilienkreditfonds als eine dauerhafte und mittlerweile etablierte Alternative zu Banken betrachten. Die Entwicklung der Regulierungen im Bankenbereich kommt den alternativen Kreditgebern zugute, und sie gewinnen an Marktanteil (Interviewpartner 9, 2023). Es ist daher davon auszugehen, dass Immobilienkreditfonds an Bedeutung gewinnen werden, wenn sich die Gesetzgebung weiter in diese Richtung entwickelt.

Den Kreditgebern zufolge funktioniert das Prüfungssystem der Banken wie eine Checkliste mit bestimmten Kriterien. Wenn bei einer Immobilienfinanzierung eines dieser Kriterien nicht den Anforderungen der Bank entspricht, werden Banken das Projekt nicht finanzieren können. Banken haben eine solche Checkliste aufgrund der regulatorischen Anforderungen und Risikoüberlegungen, die sich wiederum aus der Regulierung ergeben. Wie bereits in der Arbeit erwähnt, sind Immobilienkreditfonds nicht an diese rechtlichen Anforderungen gebunden, was ihnen eine größere Flexibilität bei der Finanzierungsvergabe ermöglicht (Interviewpartner 4, 2022 & Interviewpartner 5, 2023).

„Ohne Banken wird das nicht gehen“ (Interviewpartner 7, 2023). Immobilienfinanzierung bleibt ein Kernthema für Banken. Es ist daher davon auszugehen, dass sie weiterhin in Zukunft eine wichtige Rolle in diesem Bereich spielen werden. Bei der Finanzierung komplexerer Projekte mit höherem Risiko ist zu vermuten, dass Banken zurückhaltender vorgehen werden. „Das sind auch Finanzierungen, die wir gerne machen, weil wir genau die Situationen suchen, in denen der Wettbewerb geringer ist als dort, wo typischerweise alle Banken finanzieren“ (Interviewpartner 5, 2023).

Situationen, in denen die Banken eine Finanzierungslücke hinterlassen, treten nach den Aussagen der Interviewpartner immer häufiger auf. Diese Ansicht wird auch von Andrew Radkiewicz, Global Head of Private Debt Strategy and Investor Solutions bei PGIM Real Estate, geteilt. In einem Interview erklärt er: „Die Finanzierungslücke in Europas Immobiliensektor dürfte sich in den kommenden Jahren noch weiter vergrößern“ (Radkiewicz, 2022: 1).

Dieser Rückgang der Banken ist darauf zurückzuführen, dass sie durch die Regulierung zunehmend aus ihrem Finanzierungsuniversum verdrängt werden. Bei außergewöhnlichen Situationen mit einem höheren Risikoniveau und einer größeren Komplexität ersetzen zunehmend Immobilienkreditfonds die Rolle der Banken.

8. Fallbeispiel: Whole Loan

Auf der Grundlage der in den Interviews gesammelten Informationen sowie der Daten des Bundesverbands Alternative Investments e.V. (BAI) wurde ein Case Study erstellt. Obwohl dieses Fallbeispiel eine fiktive Situation darstellt, veranschaulicht es eine Finanzierung für die Entwicklung einer Büroimmobilie mittels Immobilienkreditfonds möglichst realitätsnah.

Dieses Fallbeispiel wurde ausgewählten Interviewpartnern vorgelegt, um sicherzustellen, dass es eine potenzielle Situation einer Immobilienfinanzierung mittels Immobilienkreditfonds abbildet. Ziel dieses Fallbeispiels ist es, darzustellen, wie Projektentwickler an eine Immobilienfinanzierung kommen und wie Immobilienkreditfonds ihre Kredite strukturieren.

Projektbeschreibung

In diesem Beispiel versucht ein Projektentwickler, die Entwicklung eines Bürogebäudes im Stadtzentrum einer europäischen Hauptstadt zu finanzieren. Das Grundstück wurde erworben und die Baugenehmigung für das Projekt wurde von den Behörden erteilt. Nach der Fertigstellung soll das Gebäude im Bestand des Kreditnehmers bleiben. Das Projekt soll mit einem Whole Loan finanziert werden. Die Rückzahlung wird durch eine Refinanzierung nach Fertigstellung des zu entwickelnden Objektes erfolgen.

In diesem Beispiel werden die Gesamtkosten auf 40.000.000 Euro geschätzt. Durch die Struktur des Whole Loans muss der Projektentwickler nur 10 % Eigenkapital einbringen, um das Projekt zu finanzieren. Die folgende Tabelle zeigt die Finanzierungsstruktur aus Sicht des Kreditgebers.

Gesamtinvestitionskosten		€ 40.000.000,00
Eigenmittel		€ 4.000.000,00
Kreditstruktur	Senior Loan	€ 26.000.000,00
	Mezzanine/ Junior Loan	€ 10.000.000,00
Gesamtkreditsumme		€ 36.000.000,00

Tabelle 6: Finanzierungsstruktur Whole Loan (eigene Darstellung, 2023)

Wie bereits in der Arbeit erwähnt, wird bei einer Whole-Loan-Finanzierung die Rolle der Bank gänzlich durch den Immobilienkreditfonds ersetzt. Dieser bringt sowohl den Senior-Kapitalanteil als auch den Junior-Anteil ein. Diese beiden Kapitalanteile werden in einer einzigen Tranche zusammengelegt. Aus Sicht des Kreditnehmers bilden die beiden Tranchen des Whole Loan eine einzige Tranche. Der Zinssatz wird daher durch die Berechnung eines gewichteten Durchschnitts der beiden Tranchen ermittelt. Die folgenden Tabellen zeigen die Berechnung dieses gewichteten Zinssatzes (Blended Interest Rate):

$$\text{Blended Interest Rate} = \frac{(6 \% * 26.000.000) + (12 \% * 10.000.000)}{(26.000.000 + 10.000.000)} = 7,7 \%$$

Tabelle 7: Berechnung des gewichteten Zinssatzes (eigene Darstellung, 2023)

	Kreditbetrag	Zinsaufschlag
Senior Loan	€ 26.000.000,00	6 %
Mezzanine/ Junior Loan	€ 10.000.000,00	12 %
Gesamtkreditsumme	€ 36.000.000,00	
Blended Interest Rate		7,7 %

Tabelle 8: Berechnung des gewichteten Zinssatzes (eigene Darstellung, 2023)

Term Sheet

Das folgende Term Sheet stellt die wesentlichen Parameter des Kreditvertrags dar.

Kreditnehmer	Projektgesellschaft ABC Hauptstraße XX Berlin Deutschland
Kreditgeber	Immobilienkreditfonds ABC Av. XX Luxemburg Großherzogtum Luxemburg
Verwendungszweck	Errichtung einer Büroimmobilie mit einer Gesamtnutzfläche von XX m ² in der Stadt Berlin, Deutschland.
Gesamtinvestitionskosten des Projekts	EUR 40.000.000,00
Kreditstruktur	Whole Loan
Kredithöhe	EUR 36.000.000,00
Eigenmittel	EUR 4.000.000,00
Kreditlaufzeit	48 Monate
Rückzahlung des Kreditbetrags	Erfolgt nach der Fertigstellung durch Refinanzierung
Verzinsung	<ul style="list-style-type: none">• Basis: 3-Monats EURIBOR• Aufschlag: 7,7 %• Zinsgrenzen:<ul style="list-style-type: none">○ Floor: 6,7 %○ Cap: 8,7 % <p>Die Zinsen werden vierteljährlich am 30. März, 30. Juni, 30. September und 30. Dezember eines jeden Jahres gezahlt.</p>
Bearbeitungsgebühr	EUR 400.000,00 einmalig (1 % des Kreditbetrags)
Gerichtstand	Berlin

Covenants	<ul style="list-style-type: none"> • Beleihungsauslauf (LTV): maximal 80 % • LTC: maximal 90 % • Der Kreditnehmer ist verpflichtet, vierteljährlich einen Bericht über den Baufortschritt vorzulegen. • Der Kreditnehmer wird bis zum 31. März eines jeden Jahres die Bilanz des vorangegangenen Geschäftsjahres vorlegen.
Kreditsicherheiten	<ul style="list-style-type: none"> • Aufbau eines Schuldendienstreservekontos • Verpfändung der Konten der Projektgesellschaft • Verpfändung der Anteile an der Projektgesellschaft • Erstrangiges Grundschuld Darlehen in der Höhe von 110 % der Kreditsumme an die Projektgesellschaft • Die Projektgesellschafter übernehmen eine persönliche Haftung für 15 % des Kreditbetrags • Bei einer Kostenüberschreitung von mehr als 20 % müssen die Projektgesellschafter die Kosten durch Eigenkapitalzufuhr ausgleichen • Nachrangigkeitserklärung des Gesellschaftsdarlehens
Darlehensauszahlung	Die Auszahlung erfolgt in Teilbeträge entsprechend dem Baufortschritt gemäß MaBV.

Auszahlungsbedingungen	<ul style="list-style-type: none"> • Bestellung eines Baukontrolleurs • Zustimmung des Kreditgebers erforderlich für die Beauftragung des Generalunternehmers • Nachweis einer detaillierten Baukosten- und Bauzeitplanung • Bauvorhaben muss die Anforderungen der EU-Taxonomie erfüllen • Halbjährliche Inspektionen durch einen vom Kreditgeber beauftragten Architekten
------------------------	--

Tabelle 9: Term Sheet Whole Loan Finanzierung (eigene Darstellung, 2023)

9. Schlussfolgerungen

Ziel dieser Masterarbeit ist es, die Rolle darzustellen, die Immobilienkreditfonds bei der Finanzierung von Immobilienprojektentwicklungen spielen. In diesem Zusammenhang wurde die folgende Forschungsfrage formuliert:

Stellen Immobilienkreditfonds eine umfassende und nachhaltige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten dar?

Ausgehend von dieser Forschungsfrage wurden drei Hypothesen aufgestellt:

Hypothese 1:

Immobilienkreditfonds sind eine vollständige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten, sowohl bei Bestandsimmobilien als auch bei der Projektentwicklung.

Hypothese 2:

Immobilienkreditfonds bieten nur eine Möglichkeit zur Teilfinanzierung von Immobilienprojekten, sowohl bei Bestandsimmobilien als auch bei der Projektentwicklung. Das restliche Kapital muss aus einer anderen (klassischen) Quelle beschafft werden.

Hypothese 3:

Immobilienkreditfonds sind keine vollständige Alternative zu Banken für die Finanzierung von Immobilienprojekten weder bei Bestandsimmobilien noch bei der Projektentwicklung.

Aus den im Rahmen der empirischen Forschung dieser Masterarbeit gesammelten Informationen lässt sich ableiten, dass Immobilienkreditfonds durchaus eine Alternative zu Banken bei der Immobilienfinanzierung darstellen. Wie bereits in dieser Arbeit dargestellt, können Immobilienkreditfonds durch Whole-Loan-Darlehen Banken im Finanzierungsprozess vollständig ersetzen. Somit kann die Hypothese 1 bestätigt werden und die Hypothesen 2 und 3 können widerlegt werden.

Im Rahmen dieser Masterarbeit wurden neun Interviews zur Erhebung von Primärdaten durchgeführt. Obwohl die Ergebnisse eine solide Grundlage für die Analyse darstellen, ist die Anzahl der durchgeführten Interviews nur begrenzt

aussagekräftig. Es könnte daher von Vorteil sein, eine Studie mit einer höheren Anzahl von Teilnehmern durchzuführen. Dadurch würde ein größeres Datenvolumen zur Verfügung stehen, auf dessen Grundlage Statistiken in größerem Umfang erstellt werden könnten.

Eine weitere Analyse des Immobilienfinanzierungsumfelds in den kommenden ein bis zwei Jahren könnte ein zusätzliches mögliches Forschungsfeld darstellen. Wie in dieser Arbeit erwähnt, hat der kürzliche Anstieg der Leitzinsen der Zentralbanken erhebliche Auswirkungen auf die Immobilienprojektentwicklung. Aus diesem Grund könnte es interessant sein, die Auswirkungen dieser Zinserhöhungen auf die Marktposition der Kreditfonds in der Immobilienfinanzierungslandschaft zu analysieren. Nach den in den Interviews gesammelten Informationen würde diese Situation eher den Immobilienkreditfonds zugutekommen. Da die Leitzinserhöhung jedoch erst vor kurzem eingeführt wurde (im Juli 2022 kündigte die Europäische Zentralbank die erste Zinserhöhung seit sechs Jahren an), ist es noch zu früh, um die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf das Geschäftsfeld der Immobilienkreditfonds beurteilen zu können.

Wie in der Arbeit erwähnt, wurde die Stärkung der Marktposition der Immobilienkreditfonds weitgehend durch die Einführung der Bankenregulierungen (Basel I bis III) begünstigt. Sollten diese Regulierungen in Zukunft auch für alternative Kreditgeber eingeführt werden, könnten Immobilienkreditfonds Projekte, aus denen sich Banken zurückziehen müssen, nicht mehr finanzieren. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass diese Vorschriften in Zukunft auch auf Immobilienkreditfonds angewendet werden. Wie von den Interviewpartnern angegeben, ist daher zu erwarten, dass der Marktanteil der Kreditfonds im Bereich der Immobilienfinanzierung in Europa steigen wird.

Manche Projektentwickler könnten auch auf den Gedanken kommen, einen eigenen Kreditfonds zu gründen. Durch die Gründung eines eigenen Vehikels könnten Projektentwickler potenzielle Investoren ansprechen, die bereit wären, Geld zu verleihen (gegen eine festgelegte Verzinsung) zu verleihen. Diese Struktur würde es den Projektentwicklern ermöglichen, direkt auf das benötigte Kapital zuzugreifen, ohne einen Finanzintermediär (derzeit durch die Immobilienkreditfonds vertreten) einschalten zu müssen. Die Errichtung einer solchen Struktur würde jedoch eine erhebliche Investition erfordern. Dies wäre nur für die größten Projektentwickler

denkbar. Angesichts des enormen Aufwands (in finanzieller und zeitlicher Hinsicht) stellt sich die Frage, ob sich die Einrichtung einer solchen Struktur für den Projektentwickler wirklich lohnen würde.

Schließlich hat die im Rahmen dieser Masterarbeit durchgeführte Analyse auch gezeigt, dass es im Bereich der Immobilienfinanzierung zu einer Segmentierung kommt. Es gibt mittlerweile Finanzierungsanbieter, die sich auf bestimmte Risikobereiche und Assetklassen spezialisiert haben. Da die Banken ihre Rolle in der Immobilienfinanzierung allmählich zurückfahren, ist davon auszugehen, dass sich der Markt in den kommenden Jahren weiter segmentieren wird.

Literaturverzeichnis

Bücher

Bienert Sven (2005): *Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft. Dynamische Veränderungen der Rahmenbedingungen und Auswirkungen von Basel II.*

Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden

Bone-Winkel Stephan/ Isenhöfer Björn/ Hofmann Philip (2008): *Immobilienökonomie Betriebswirtschaftliche Grundlagen.* 4. Auflage., Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München

Eberhardt Stephan/ Klaubetz Jürgen (2016): *Handbuch Immobilienprojektentwicklung.* Linde, Wien

Koch Jens (2005): *Die Patronatserklärung.* Mohr Siebeck, Tübingen

Gondring Hanspeter/ Zoller Edgard/ Dinauer Josef (2003): *Real Estate Investment Banking. Neue Finanzierungsformen bei Immobilieninvestitionen.* Springer, Wiesbaden

Gondring Hanspeter (2013): *Immobilienwirtschaft : Handbuch für Studium und Praxis.* Verlag Franz Vahlen, München

Lauer Jörg (2008): *Strukturierte Immobilienfinanzierung.* 2. Aufl., Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main

Pitschke Christoph (2004): *Die Finanzierung gewerblicher Immobilienprojekte unter Basel II.* Immobilien Manager Verlag IMV, Köln

Rottke Nico/ Rebitzer Dieter (2006): *Handbuch Real Estate Private Equity.* Immobilien Manager Verlag IMV, Köln

Schulte Karl-Werner/ Bone-Winkel Stephan/ Schäfers Wolfgang (2016): *Immobilienökonomie. Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen.* De Gruyter, Oldenburg

Viering Markus/ Liebchen Jens/ Kochendörfer Bernd (2007): *Managementleistungen im Lebenszyklus von Immobilien*. Teubner- Verlag, Wiesbaden

Walch Patrick / Weichselbaum Klaus (2013): *Handbuch Immobilienfinanzierung*. Linde, Wien

Fachzeitschriften

Gütle Thomas/ Uleri Jakob (2020): Perspektiven von Real Estate Debt Funds in Deutschland. In *Immobilien & Finanzierung*. 2 (1), S. 34-35

Roland Rita (2022): Kreditfonds finanzieren flexibler. In *Immobilienwirtschaft*. 6(1), S. 16-19

Diplomarbeiten, Masterarbeiten, Skripten

Geberth Karl Heinz (2005): *Auswirkungen eines branchenspezifischen Ratingssystems auf die Immobilienwirtschaft*. Diplomarbeit, Fachhochschule Wien der Wirtschaftskammer Wien, Wien

Hafez Nadja (2019): *Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklung durch Forward Funding*. Masterarbeit, Technische Universität Wien, Wien

Isenhöfer (2015): *Grundlagen der Immobilien-Projektentwicklung*. Skriptum, EBS Universität für Wirtschaft und Recht, Wiesbaden

Schützle Jörg (2009): *Projektentwicklungen mit Eigenkapitalsubstituten – eine Perspektive im Schweizer Markt?*. Masterarbeit, Universität Zürich, Zürich

Berichte

Nicole Lux (2015): *The Commercial Real Estate Lending Survey*. Bayes Business School, London

Bedenl Daniel/ Demary Markus/ Haas Heide (2015): *Immobilienkreditfonds – Systemisches Risiko oder Ergänzung zur Bankfinanzierung?*. Institut der deutschen Wirtschaft, Köln

Bunnenberg Philipp/ Simanovski Jan (2021): *Private Real Estate: Die Immobilien-Allokation deutscher institutioneller Investoren unter der Lupe im BAI Investor Survey: Zugangswege, Strategien, Trends, COVID-19 & die Digitalisierung*. Bundesverband Alternative Investments e.V., Bonn

Deutsche Bundesbank (2011): *Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken*. Zentralbericht Banken und Finanzaufsicht, Frankfurt am Main

European Banking Authority (2019): *Basel III Reforms: Impact Study and Key Recommendations*. European Banking Authority, Paris

Knight Frank (2022): *ESG loans poised to take over in real estate lending market*. Real Estate Capital Europe, London

Kunz Rebecca/ Skujat Susanne (2022): *Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren*. Bundesverband Alternative Investments e.V., Bonn

Radkiewic Andrew (2022): *Rückzug der Banken öffnet die Tür für europäische Immobilienkreditfonds*. PGIM Real Estate, London

Vuong Henri (2021): *Real Estate Debt in Europe: wie geht es weiter?*. PGIM Real Estate, London

Datenbanken

PERE – Private Equity Real Estate

Preqin – Private Equity Database for Firms & Investors

Webinare

Hagemann Lars/ Bucher Florian/ Schumacher Bernd/ Fleischhauer Uwe (2022): *BAI Webinar Assetklassenausblick Real Estate Debt und Infrastruktur*. Bundesverband Alternative Investments e.V. https://www.youtube.com/watch?v=UZ1rWmSzr_U

Kind Ralf/ Schäfer Andrea (2021): *BAI Webinar zu Real Estate Debt*. Bundesverband Alternative Investments e.V. <https://www.youtube.com/watch?v=XefsALS8na8>

Internetquellen

Bednarz Monika (2022): "Basel IV" pusht Immobilienkreditfonds. <https://www.the-property-post.de/gastbeitraege/reichel-fragt-nach/basel-iv-puscht-immobilienkreditfonds> - abgerufen am 11.07.2022

CFI (2022): Basel II, an extension of the regulations for minimum capital requirements as defined under Basel I. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/risk-management/basel-ii/> - abgerufen am 19. November 2022

Grüner Lisa (2022): Rückzug der Banken öffnet die Tür für europäische Immobilienkreditfonds. <https://immo-timeline.at/a/ruckzug-der-banken-offnet-die-tur-fur-europaische-immobilienkreditfonds> - abgerufen am 20. Dezember 2022

Jasper Jörg (2018): Nichtbanken. <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/nichtbanken-40148#definition> – abgerufen am 01. Juli 2021

Median Capital (2022): die Zukunft liegt in der Whole-Loan-Finanzierung. <https://www.median-capital.at/news/whole-loan-finanzierung/> - abgerufen am 18.05.2022

Revalprime (2020): Whole Loan. <https://www.revalprime.com/lexikon/whole-loan> - abgerufen am 28. Juli 2021

Anhang

Interviewleitfäden

Interviewfragen (Kapitalnehmer)

1. Sind Sie in Ihrem Unternehmen für die Beschaffung von Kapital zur Finanzierung von Immobilienprojekten zuständig?
2. Wie lange sind Sie in dieser Position? Wie viele Jahre Berufserfahrung haben Sie bei der Kapitalbeschaffung für Immobilienprojekte?
3. Was war der Grund für die Entscheidung, eine Finanzierung durch Immobilienkreditfonds zu tätigen (statt über einen traditionellen Kreditgeber)?
 - a. Ablehnung eines traditionellen Kreditgebers, das Projekt zu finanzieren?
 - b. dringender Bedarf an Kapital? Reaktion der Bank zu langsam?
 - c. anderer Grund?
4. Für welchen Zweck haben Sie die Finanzierung (durch Immobilienkreditfonds) benötigt?
 - a. Refinanzierung, Anschlussfinanzierung
 - b. Erwerb, Anschaffung, Akquisition einer neuen Liegenschaft
 - c. Bau, Konstruktion
 - d. Zwischenfinanzierung, Bridge Financing
 - e. anderen Zweck
5. In welcher Region ist Ihr Unternehmen als Projektentwickler tätig? In welchem Land befanden sich die Projekte, die durch Immobilienkreditfonds finanziert wurden? Hat der Standort des Projekts einen Einfluss auf die Wahl der Finanzierung? Gibt es Ihrer Erfahrung nach, Länder, die sich besser für die Finanzierung von Projekten durch Immobilienkreditfonds eignen?
6. Auf welche Assetklasse konzentriert sich Ihr Unternehmen? Welche Assetklasse wurden über Immobilienkreditfonds finanziert?
7. Wann hat Ihr Unternehmen begonnen, diese Finanzierungsform zu nutzen?

8. Für welche Assetklasse würde sich, Ihrer Erfahrung nach, eine Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds eignen?
- Wohnimmobilien
 - Gewerbeimmobilien
 - Büros
 - Einzelhandel
 - Hotels
 - Logistik
 - Sonderimmobilien
 - andere Assetklasse
9. Wie hoch war der Anteil der Immobilienkreditfonds am Finanzierungsvolumen in den letzten fünf Jahren in Ihrem Unternehmen? Wie viele Transaktionen wurden getätigt?
10. Welche Kreditart(en)/ *Loan types* wurde(n) von Ihrem Unternehmen mit Immobilienkreditfonds abgeschlossen?
- Senior Loan(s) vorrangiges Fremdkapital
 - Mezzanine-Kapital
 - Junior Loan(s) nachrangiges Fremdkapital,
 - Whole Loan(s)
 - andere Kreditart/ *Loan type*?
11. Wie sahen die Finanzierungskonditionen aus?
- Zinsen
 - Tilgung
 - Sicherheiten
 - Covenants (LTV, usw.)
12. Mit welchen rechtlichen Anforderungen war Ihr Unternehmen konfrontiert, als es diese Finanzierungsform abschloss?
13. Angenommen, ein Immobilienkreditfonds hat seinen Sitz in einem anderen Land als Ihr Unternehmen und Sie möchten eine Finanzierung für ein Projekt im Ausland abschließen. Welchem Recht/Gesetz muss sich der Immobilienkreditfonds unterordnen?

- a. Dem Recht des Landes, in dem der Immobilienkreditfonds seinen Sitz hat?
- b. Dem Recht des Landes, in dem Ihr Unternehmen seinen Sitz hat?
- c. Dem Recht des Landes, in dem sich das Projekt befindet?
- d. allen drei Rechten.

14. Was sind Ihrer Meinung nach die wichtigsten Aspekte, die ein Projektentwickler, der eine Finanzierung über Immobilienkreditfonds anstrebt, berücksichtigen sollte?

15. War die Finanzierungserfahrung insgesamt positiv? Würden Sie die Finanzierung weiterer Projekte mit Immobilienkreditfonds in Betracht ziehen?

16. Würden Sie Immobilienkreditfonds als dauerhafte Alternative zu Banken betrachten? Falls ja/ nein, aus welchem Grund?

17. Haben Sie aus Ihrem Bekanntenkreis und Ihren Geschäftsbeziehungen den Eindruck, dass immer mehr Projektentwickler auf alternative Finanzierungsmethoden zurückgreifen? Haben Sie den Eindruck, dass sich die traditionellen Kreditgeber zunehmend aus der Immobilienfinanzierung zurückziehen?

18. Was ist Ihre Prognose/Einschätzung für die Zukunft der Immobilienfinanzierung in Europa?

Interviewfragen (Kapitalgeber)

1. Sind Sie in Ihrem Unternehmen für die Finanzierung von Immobilienprojekten durch Kreditfonds zuständig?
2. Wie lange sind Sie schon in dieser Position? Wie viele Jahre Berufserfahrung haben Sie im Bereich der Immobilienfinanzierung?
3. Aus welchen Gründen entscheiden sich Kreditnehmer für eine Finanzierung durch Immobilienkreditfonds (statt durch einen traditionellen Kreditgeber)?
 - a. Ablehnung eines traditionellen Kreditgebers, das Projekt zu finanzieren?
 - b. dringender Bedarf an Kapital? Reaktion der Bank zu langsam?
 - c. anderer Grund?
4. Für welchen Zweck benötigen die Kapitalnehmer die Finanzierung (durch Immobilienkreditfonds)?
 - a. Refinanzierung, Anschlussfinanzierung
 - b. Erwerb, Anschaffung, Akquisition einer neuen Liegenschaft
 - c. Bau, Konstruktion
 - d. Zwischenfinanzierung, Bridge Financing
 - e. anderen Zweck
5. In welcher Region/welchen Ländern sind die Kapitalnehmer (als Projektentwickler/Bauträger) tätig? In welchem Land befanden sich die Projekte, die durch Ihrem Immobilienkreditfonds finanziert wurden? Hat der Standort des Projekts einen Einfluss auf die Wahl der Finanzierung? Gibt es Ihrer Erfahrung nach, Länder, die sich besser für die Finanzierung von Projekten durch Immobilienkreditfonds eignen?
6. Auf welche Assetklasse konzentriert sich Ihr Unternehmen? Welche Assetklasse wurden über Immobilienkreditfonds finanziert?
7. Seit wann bietet Ihr Unternehmen diese Finanzierungsform an?
8. Für welche Assetklasse wäre, Ihrer Erfahrung nach, eine Finanzierung mittels Immobilienkreditfonds geeignet bzw. nicht geeignet?

- a. Wohnimmobilien
- b. Gewerbeimmobilien
 - i. Büros
 - ii. Einzelhandel
 - iii. Hotels
 - iv. Logistik
 - v. Sonderimmobilien
 - vi. andere Assetklasse

9. Wie hoch war der Anteil der Immobilienkreditfonds am Finanzierungsvolumen in den letzten fünf Jahren in Ihrem Unternehmen? Wie viele Transaktionen wurden getätigt?

10. Welche Kreditart(en)/ *Loan types* bieten Sie mit Ihrem Immobilienkreditfonds an?

- a. Senior Loan(s) vorrangiges Fremdkapital
- b. Mezzanine-Kapital
- c. Junior Loan(s) nachrangiges Fremdkapital,
- d. Whole Loan(s)
- e. andere Kreditart/ *Loan type*?

11. Wie sehen die Finanzierungskonditionen aus?

- a. Zinsen
- b. Tilgung
- c. Sicherheiten
- d. Covenants (LTV, usw.)

12. Welche rechtlichen Anforderungen müssen Sie (als Immobilienkreditfonds) erfüllen, wenn Sie diese Finanzierungsform anbieten?

13. Angenommen, ein Projektentwickler, der ein Immobilienprojekt im Ausland finanzieren möchte, hat seinen Firmensitz in einem anderen Land als Ihr Kreditfonds. Welchem Recht/Gesetz muss sich Ihr Kreditfonds unterordnen?

- a. Dem Recht des Landes, in dem Ihr Kreditfonds seinen Sitz hat?

- b. Dem Recht des Landes, in dem der Projektentwickler seinen Sitz hat?
- c. Dem Recht des Landes, in dem sich das Projekt befindet?
- d. allen drei Rechten.

14. Was sind Ihrer Meinung nach die wichtigsten Aspekte, die ein Projektentwickler, der eine Finanzierung über Immobilienkreditfonds anstrebt, berücksichtigen sollte?

15. Haben Sie positive Rückmeldungen über die Finanzierungserfahrung von Kapitalnehmer erhalten? Haben die Kapitalnehmer die Absicht geäußert, weitere Projekte mit Immobilienkreditfonds zu finanzieren?

16. Würden Sie Immobilienkreditfonds als dauerhafte Alternative zu Banken betrachten? Falls ja/ nein, aus welchem Grund?

17. Haben Sie aus Ihrem Bekanntenkreis und Ihren Geschäftsbeziehungen den Eindruck, dass immer mehr Projektentwickler auf alternative Finanzierungsmethoden zurückgreifen? Haben Sie den Eindruck, dass sich die traditionellen Kreditgeber zunehmend aus der Immobilienfinanzierung zurückziehen?

18. Was ist Ihre Prognose/Einschätzung für die Zukunft der Immobilienfinanzierung in Europa?

Interviewfragen (Rechtsanwalt)

1. Welche rechtlichen Anforderungen müssen die Immobilienkreditfonds erfüllen, um diese Finanzierungsform anbieten zu dürfen?
2. Inwiefern sind Immobilienkreditfonds weniger reguliert als Banken?
3. Die letzte Stufe der Basel-III-Reformen (teilweise auch als Basel 3.1 oder Basel IV genannt) muss im Januar 2023 umgesetzt werden. Ist es richtig anzunehmen, dass diese regulatorischen Neuerungen für Banken restriktiver sein werden als für alternative Kreditgeber (Nicht-Banken, zu denen auch Immobilienkreditfonds gehören)?
4. Angenommen, ein Projektentwickler, der ein Immobilienprojekt im Ausland finanzieren möchte, hat seinen Firmensitz in einem anderen Land als Ihr Kreditfonds. Welchem Recht/Gesetz muss sich Ihr Kreditfonds unterordnen?
 - a. Dem Recht des Landes, in dem Ihr Kreditfonds seinen Sitz hat?
 - b. Dem Recht des Landes, in dem der Projektentwickler seinen Sitz hat?
 - c. Dem Recht des Landes, in dem sich das Projekt befindet?
 - d. allen drei Rechten.
5. Ist eine Finanzierung durch Immobilienkreditfonds für den Projektentwickler bzw. Kapitalnehmer weniger aufwendig (in Bezug auf rechtliche Aspekte) als eine Finanzierung durch eine Bank?