



Jubiläumsausgabe 10 | Herausgeber: FAP Finance GmbH

# FAP

Real Estate  
Private Debt Report  
Germany

# 2024



**Hanno Kowalski**  
*Managing Partner, FAP Invest*



**Kim Jana Hesse**  
*Head of Capital Partners, FAP Finance*

## 10 Jahre FAP-Mezzanine-Report: Nachrangkapital im Wandel

Unser FAP-Mezzanine-Report feiert sein 10-jähriges Bestehen. Mit der Jubiläumsausgabe – die wir bewusst mit einigen Gastbeiträgen angereichert haben – läuten wir eine neue Epoche ein. Der Titel deutet es schon an: Der Markt für Nachrangfinanzierungen hat sich in den letzten 10 Jahren deutlich verändert. Werfen wir kurz einen Blick zurück.

Wir schreiben das Jahr 2014. Der Markt für Mezzanine-Kapital läuft sich warm. In unserem Report 2014 heißt es: „Mindestens 900 Millionen Euro Mezzanine-Kapital wurden im Jahr 2014 in Deutschland investiert. Tendenz deutlich steigend.“

Fünf Jahre später, im Jahr 2019, sprechen wir von 5,8 Mrd. Euro Mezzanine-Kapital. Institutionelle Kapitalgeber und internationale Anbieter drängten in den Markt, Family Offices und Crowd-Funding-Plattformen bauten ihre Position aus. Mezzanine-Kapital übernahm eine vitale Funktion für Immobilienprojekte.

Wieder fünf Jahre später, wir sind mittlerweile mehr oder weniger im Hier und Jetzt angekommen, hat sich das Blatt vollkommen gewendet. Mezzanine-Kapital wird infolge der Verwerfungen auf den Immobilienmärkten und der Schieflage einiger Fonds kritisch beäugt und spielt nur noch eine untergeordnete Rolle.

Diesen Trend gilt es zu berücksichtigen. Entsprechend beleuchten wir in unserer Jubiläumsausgabe ganz generell das Thema „Alternative Finanzierungen“. Whole Loans und Stretched-Senior-Engagements spielen bei den Teilnehmern unserer Befragung eine zunehmend wichtige Rolle. Denn die Risikobereitschaft hat deutlich nachgelassen, reine Nachrangfinanzierungen kommen häufig einfach nicht mehr in Frage.

Hinzu kommt: Viele erstrangig besicherte Kredite haben mittlerweile ein Zinsniveau erreicht, das zuvor Mezzanine vorbehalten war. Und wer will sich unter diesen Rahmenbedingungen noch die besonderen Risiken von Mezzanine aufbürden?



# Inhalt

## AKTUELLE MARKTTRENDS

Vorwort .....	03
Abwertungen prägen das Jahr 2024 .....	08
Noch weniger Mezzanine und kleinere Tickets .....	10
Kapital fast nur noch für Bestand .....	11
A-, B-Städte und Europa im Visier .....	12
Finanzierungsausläufe sinken weiter .....	13
Büro verliert, Hotel gewinnt .....	14

## WHOLE LOANS

Whole Loans: Die bessere Alternative? .....	15
---	----



# Abwertungen prägen das Jahr 2024

Während im letzten Jahr jeder über Leitzins-erhöhungen sprach, spekulieren wir heute über Zinssenkungen. Die erste Zinssenkung der EZB im Juni dieses Jahres wird von den 73 Teilnehmern unserer Befragung keineswegs als Start in einen Abwärtstrend gesehen, sondern lediglich als Bestätigung, dass das Zinshoch wohl erst einmal hinter uns liegt. Kaum jemand erwartet aber günstigere Finanzierungs-konditionen der Banken oder eine wirkliche Entlastung.

Parallel dazu gehen die Immobilienpreise weiter zurück. Es wird auf breiter Front abgewertet, im Vergleich zum Vorjahr sehen wir deutlich negative Wertveränderungen. Entsprechend korrigieren Gutachter die ursprünglich angesetzten Exitfaktoren. Die sinkenden Ertragswerte machen die Finanzierung vieler Projekte schwierig bis gar unmöglich, weil viele Entwickler – vor allem in laufenden Projekten – noch immer mit alten und damit zu hohen Werten kalkulieren. Insbesondere Entwickler, die zu Höchstpreisen

angekauft haben, haben es schwer, von einer Bank oder von alternativen Kapitalgebern eine Finanzierung für ihr Projekt zu bekommen.

## Nachrangkapital nur noch für Topprojekte

Von den Umfrageteilnehmern, die entweder nur Mezzanine- oder Mezzanine- und Whole-Loan-Kapital vergeben haben, haben 20 Prozent ihre Kapitalvergabe komplett eingestellt. Nur wenige Adressen vergeben überhaupt noch Mezzanine-Kapital und auch nur für Topprojekte. 11 Prozent der Befragten gaben an, kein Nachrangkapital mehr zu vergeben und sich ausschließlich auf erstrangig besichertes Kapital zu konzentrieren. Kreditausfälle, nicht zuletzt bedingt durch Insolvenzen diverser Entwickler, haben die Risiken von Mezzanine noch einmal deutlich werden lassen. In der Folge sind einzelne Finanzierer mit hohem Risiko-profil bereits vom Markt verschwunden.

Von den aktiven Teilnehmern unserer Umfrage gaben 14 Prozent an, ausschließlich erstrangige Darlehen zu vergeben. 21 Prozent der Befragten konzentrieren sich weiterhin auf die Vergabe von Nachrangkapital und fokussieren sich damit auf diese Nische. Der verbleibende Teil der Marktteilnehmer erweitert (teilweise) sein Spektrum und vergibt beide Arten von Darlehen.

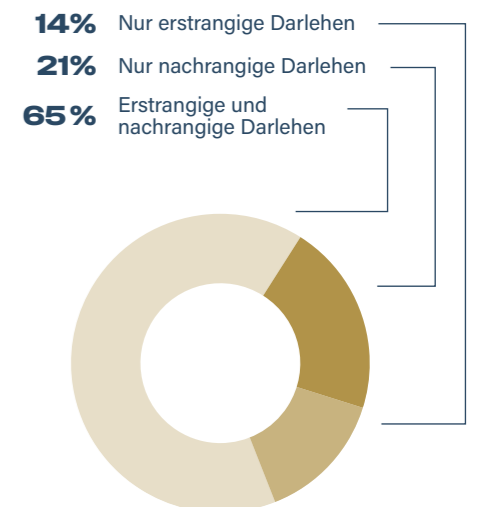
Die Zurückhaltung der Banken und deren schwer prognostizierbare Bearbeitungszeiten spielen den aktiven alternativen Finanzierern in die Karten. Sie erhalten eine steigende Anzahl von Anfragen – insbesondere seit dem 2. Quartal 2024. Trotz der oft höheren Zinssätze können sie durch ihre schnellen Bearbeitungszeiten punkten. Allerdings ist die Situation nicht ohne Herausforderungen: Viele Anbieter gaben an, dass ihre Kapazitäten beschränkt sind, weil die langwierige Bearbeitung bestehender Engagements Ressourcen bindet. Durch verspätete Rückzahlungen fehle zudem oft das Kapital für neue Ausreichungen.

## Cherry Picking geht weiter

Wer aber über genügend Kapital und Ressourcen verfügt, kann sich in der derzeitigen Situation die besten Projekte herauspicken. Das schon im letzten Report festgestellte Cherry Picking geht weiter.

Bei der Fülle an Möglichkeiten kommen auch angelsächsische Investoren wieder auf den Geschmack. Sie bekommen jetzt Projekte auf den Tisch, die sie früher nie gesehen hätten – weil diese damals ganz klassisch bei einer Bank gelandet wären.

Die Assetklasse Hotel wird wieder beliebter. Weiterhin schwer haben es Büros. Hier funktionieren nur die absoluten Toplagen und Objekte, die einen starken Fokus auf ESG legen.



## Noch weniger Mezzanine und kleinere Tickets

Unsere Befragung fand im Zeitraum März bis Ende Mai 2024 statt. Erwartungsgemäß ging die Vergabe von Mezzanine-Kapital im Jahr 2023 noch einmal deutlich zurück. Die Gründe liegen auf der Hand: eine geringe Anzahl an Transaktionen gekoppelt mit der von steigenden Baukosten und drohenden Insolvenzen getriebenen Skepsis gegenüber neuen Projektentwicklungen. Mittlerweile sehen viele Banken Mezzanine-Kapital gar nicht mehr gern als Teil der Finanzierungsstruktur. Die Bestellung nachrangiger Sicherheiten ist oft nicht gewünscht, man scheut im Falle eines Defaults die Auseinandersetzung mit dem Nachrangkapitalgeber und sieht stattdessen lieber hartes Eigenkapital. Das macht die Kapitalvergabe für Junior-Finanzierer schwieriger.

Insgesamt bewegte sich die Anzahl erhaltener Finanzierungsanfragen im Jahr 2023 deutlich unter dem Niveau des Vorjahres und gewinnt erst seit Ende des 1. Quartals 2024 wieder an Fahrt. Viele Anfragen rechneten sich zudem aus Sicht eines Finanzierers nicht. Gleichzeitig führte die häufig fehlende Liquidität bei alternativen Kapitalgebern zu einem deutlich geringeren Vergabevolumen. Denn regulär erwartete Kreditrückzahlungen verzögerten sich oder blieben gar ganz aus. Die Folge: Die Ticketgrößen schrumpften weiter – das allerdings war und ist gut für das Sicherheitsgefühl vieler Geldgeber. Diversifikation spielt eine

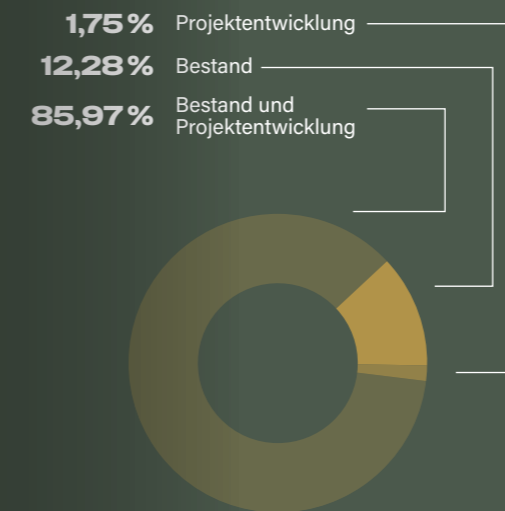
noch größere Rolle im Risikomanagement als bisher.

Ein wenig anders verhält es sich mit den internationalen Adressen. Sie suchen weiterhin große Tickets, um insbesondere bei Whole Loans punkten zu können. Ab 100 Millionen Euro aufwärts wird der Wettbewerb geringer. Wenige nationale Adressen bieten solche Ticketgrößen an, sodass auch hier Cherry Picking betrieben werden kann.

Die zunehmende Beliebtheit von Whole Loans liegt auf der Hand. Die Finanzierungshöhen sind zwar auch hier gesunken, liegen aber im Auslauf auf dem Niveau, das in der Vergangenheit klassische Bankenfinanzierungen erreicht haben. Zusätzlich punkten alternative Kapitalgeber mit schnelleren Bearbeitungszeiten. Und auch die Finanzierungskosten für Whole Loans und klassische Bankenfinanzierungen liegen in der Gänze nicht mehr so weit auseinander.

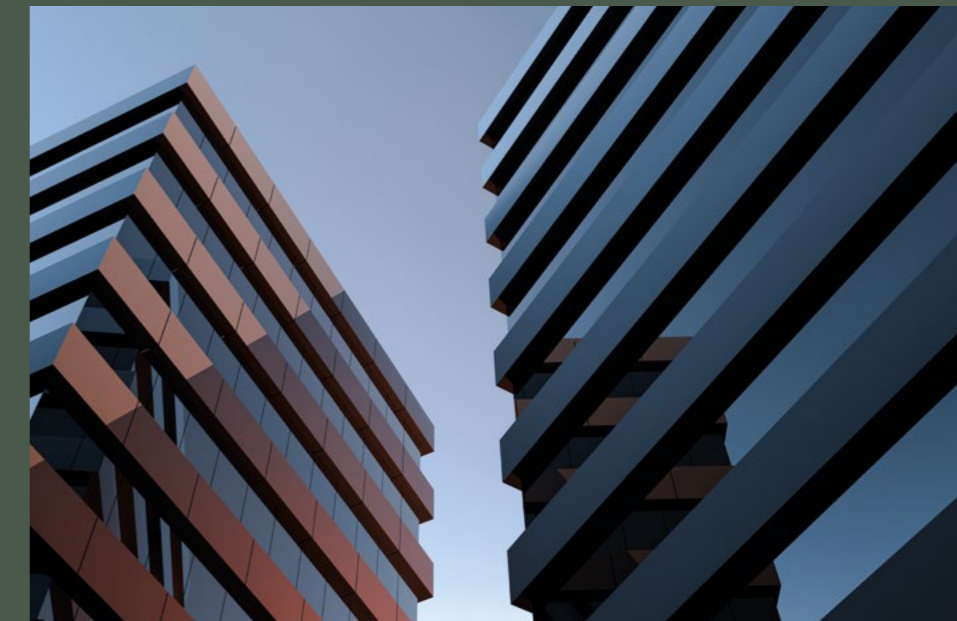
Das Gesamtfinanzierungsvolumen im deutschen Markt ist kaum mehr zu ermitteln. Die Bereitschaft, Angaben zum umgesetzten Volumen zu machen, ist deutlich zurückgegangen. Es fällt auch schwer, die Verschiebung von vormals nachrangigen Kapitaltranchen zu erfassen, die jetzt Bestandteil neuer Whole-Loan-Strukturen sind.

## Kapital fast nur noch für Bestand



Der Großteil der Finanzierer setzt weiterhin auf Bestandsimmobilien mit Cashflow in guter Lage. Immerhin 86 Prozent der befragten Teilnehmer können sich zusätzlich vorstellen, auch ausgewählte Projektentwicklungen zu finanzieren. Ein sehr kleiner Anteil konzentriert sich ausschließlich auf Entwicklungen – insbesondere um Nischen zu nutzen und höhere Margen zu erzielen. Diese bleiben aber eindeutig die Ausnahme.

Gleichzeitig gibt es einen nicht geringen Bedarf an Finanzierungen für Projektentwicklungen. Die Finanzierungsbereitschaft beschränkt sich in der Praxis aber auf ausgewählte Vorhaben mit starken wirtschaftlichen Eckdaten.

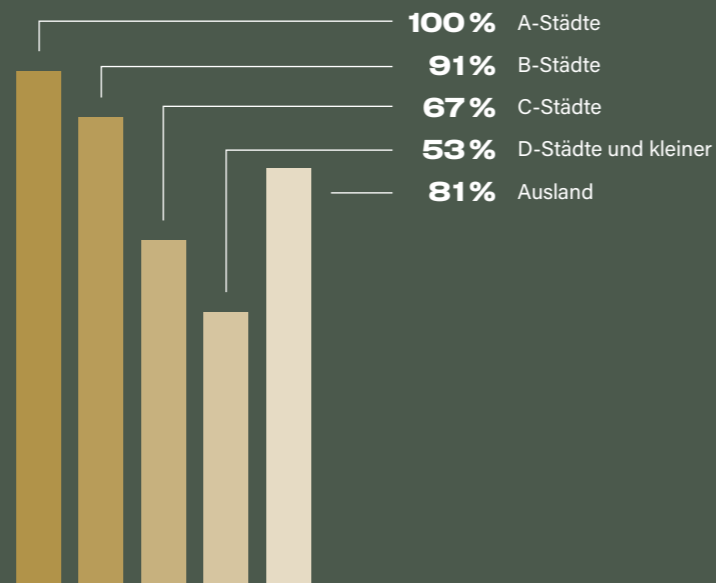




## A-, B-Städte und Europa im Visier

Gefragt nach ihrer räumlichen Finanzierungsbereitschaft, gaben alle Umfrageteilnehmer an, sich in A-Städten zu engagieren. 91 Prozent sind in A- und B-Städten aktiv. Deutlich weniger Finanzierungsbereitschaft besteht in C- (67 Prozent) und D-Städten (53 Prozent). Damit finanziert knapp die Hälfte der Befragten (47 Prozent) nicht in D-Städten. Gerade internationale Kapitalgeber bevorzugen die großen und über die Grenzen von Deutschland hinaus bekannten Städte.

Zum ersten Mal haben wir uns nach der Finanzierungsbereitschaft für Projekte im Ausland erkundigt. 81 Prozent der Kapitalgeber begleiten Projekte in anderen Ländern; hier stehen Europa, insbesondere Westeuropa und die Nordics im Fokus.

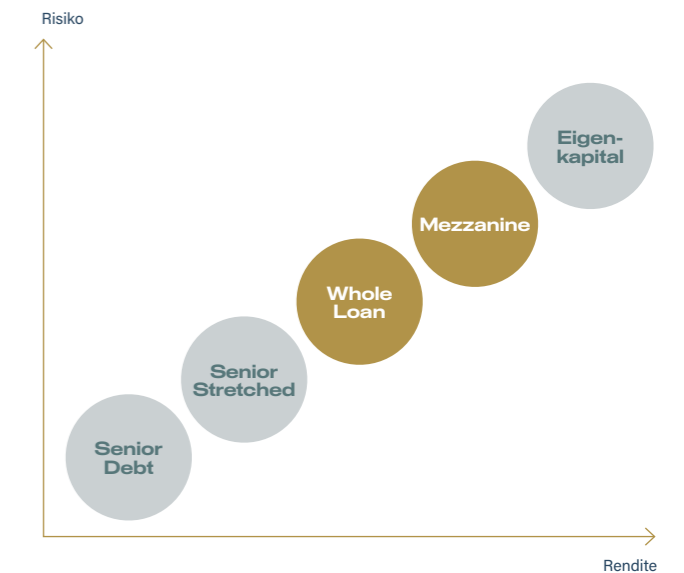


## Finanzierungsausläufe sinken weiter

Deutlich verändert haben sich die Finanzierungsausläufe für Mezzanine-Kapital, denn die Ausläufe klassischer Senior-Kapitalgeber sind im Jahresvergleich noch einmal gesunken. Damit rutscht auch der Aufsatzpunkt für Mezzanine-Kapital weiter nach unten. Das sollte eigentlich eine gute Voraussetzung für die Vergabe von Nachrangkapital sein, denn schließlich sinkt damit das vermeintliche Risikoniveau. Doch noch schlägt sich das nicht in Aktivismus nieder. Der Whole Loan bleibt (vorerst) die bevorzugte Alternative.

Entsprechend steigt der Eigenkapitalanteil, und zwar nicht nur rechnerisch. Häufig wird „hartes“ Eigenkapital gefordert, sprich aus Cash einzubringende Beträge, die nur in geringem Umfang durch kalkulatorische Gewinne ersetzt werden können.

Mezzanine-Kapital liegt im Capital Stack also tatsächlich teilweise in Beleihungsregionen, die noch vor nicht allzu langer Zeit als „Stretched Senior“ bezeichnet wurden. Das nutzen insbesondere angelsächsische Investoren für sich. Im internationalen Vergleich kamen sie mit ihren Loan-to-Value- (LTV) bzw. Loan-to-Cost-Vorstellungen (LTC) in Deutschland meist nicht zum Zuge. Im aktuellen Umfeld bringen sie sich in Position. Die Abgrenzung zwischen Whole Loan und Stretched Senior fällt zunehmend schwer.



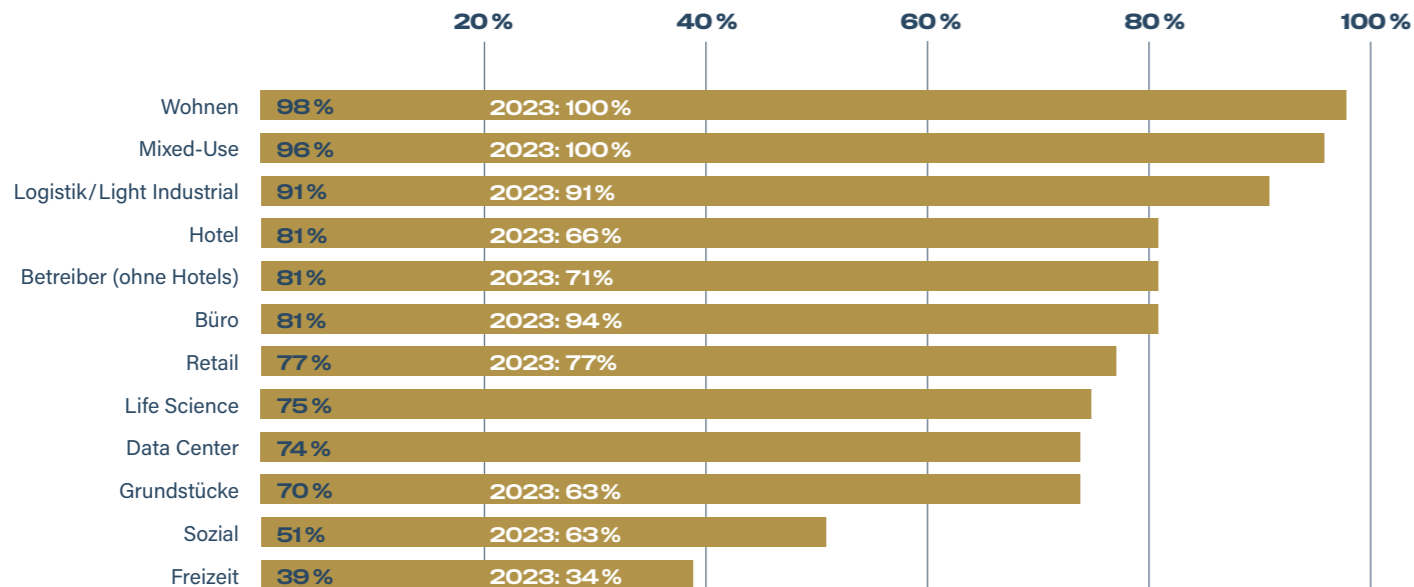
# Büro verliert, Hotel gewinnt

Wohnen und Mixed Use bleiben die beliebtesten Assetklassen, dicht gefolgt von Logistik/Light Industrial. 81 Prozent der Umfrageteilnehmer sind zwar nach wie vor an der Assetklasse Büro interessiert – aber deutlich weniger als noch im Jahr zuvor (2023: 94 Prozent). Die Verunsicherung in Bezug auf Büroimmobilien ist unverkennbar – da hilft auch der aktuelle „Zurück ins Büro“-Trend nicht. Wohnen dagegen gilt momentan als krisensicher.

Büros können interessant sein, wenn sie sich in Toplagen im Central Business District (CBD) befinden, strenge ESG-Anforderungen (Environmental, Social und Governance) erfüllen und einen guten Vermietungsstand aufweisen. Es ist damit zu rechnen, dass die Nachfrage nach ESG-konformen Büros noch zunehmen wird, getrieben von Unternehmen, die ihrer Verpflichtung zur Nachhaltigkeit nachkommen wollen.

Die Assetklasse Hotel wird mit einem Plus von 15 Prozentpunkten im Vergleich zum Vorjahr deutlich beliebter. Der „Corona-Schock“ ist abgehakt. Im Segment Logistik bleibt die Nachfrage unverändert hoch.

Erstmals abgefragt haben wir in diesem Jahr die Assetklassen Data Center und Life Science, da hier von einer deutlich steigenden Nachfrage auszugehen ist. Mit 74 und 75 Prozent sind sie bereits im Visier der alternativen Finanzierer. Auch Grundstücksfinanzierungen werden nach wie vor angeboten, vorausgesetzt Baurecht liegt vor.



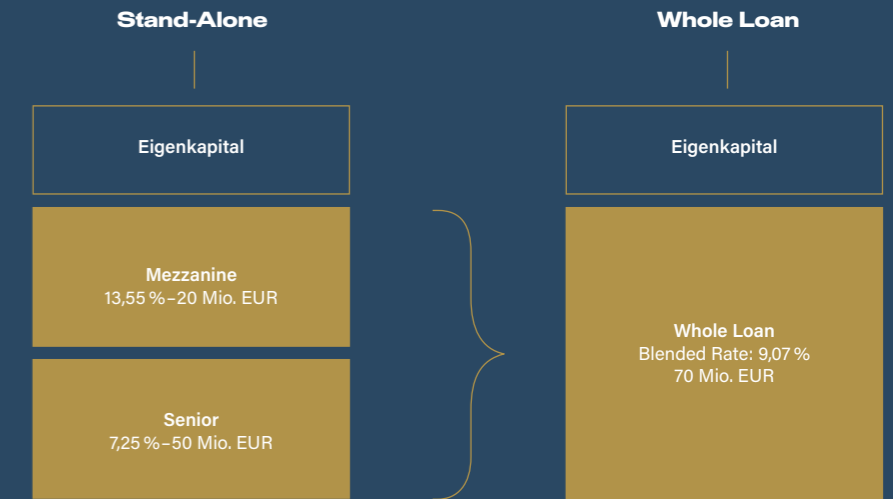
# Whole Loans: Die bessere Alternative?

Whole Loans bleiben in der aktuellen Marktsituation sowohl für Kapitalgeber als auch Kapitalnehmer ein gefragtes Produkt. Sie kombinieren verschiedene Fremdkapitalklassen zu einer Gesamtfinanzierung.

Whole Loans werden oft von einem einzigen Finanzierer bereitgestellt oder in Form von Club Deals ausgereicht. In solchen Fällen fungiert meist ein Finanzierer als „Konsortialführer“ und zentrale Anlaufstelle für den Darlehensnehmer.

Im vergangenen Jahr boten Whole Loans im Vergleich zu Bankenfinanzierungen häufig Finanzierungsausläufe, die bei Senior-Finanzierungen vor der Immobilienkrise üblich waren. Im aktuellen Marktumfeld liegen die Finanzierungsausläufe bei Whole Loans und klassischen Senior-Finanzierungen nicht mehr sonderlich weit auseinander. Allerdings macht der leicht höhere Kreditbetrag oft einen entscheidenden Unterschied mit Blick auf die Realisierbarkeit der Finanzierungsanfrage.

Hinzu kommt der bereits erwähnte Faktor Schnelligkeit. Die Bearbeitungszeiten sind bei Banken deutlich länger geworden, worunter der für Kapitalnehmer oft so wichtige Faktor Verlässlichkeit leidet. Hier können alternative Kapitalgeber gegenüber Banken durch kurze Bearbeitungszeiten von der Unterzeichnung des Term Sheet bis zur Auszahlung punkten. Auch die höhere Flexibilität zum Beispiel bei Zinsregelungen, Tilgung und Laufzeiten,



spricht für alternative Finanzierer. Und so können sich Whole Loans trotz vermeintlich höherer Kapitalkosten gegenüber der klassischen Bankenfinanzierung zunehmend durchsetzen.

Mezzanine-Tranchen sind zurzeit kaum zu bekommen – auch das befeuert natürlich den Trend zum Whole Loan. Er ist oft die einzige Chance, einen höheren Auslauf als bei einer klassischen Bankfinanzierung zu erreichen.

Last, but not least: Beim Whole Loan entfällt die oft langwierige Abstimmung zwischen Senior und Nachrang. Eine Gläubigervereinbarung ist meist nicht erforderlich.

# Vollständiger Report

## AKTUELLE MARKTTRENDS FÜR ALTERNATIVE FINANZIERUNGEN

- 10 Jahre FAP-Mezzanine-Report: Nachrangkapital im Wandel
- Abwertungen prägen das Jahr 2024
- Noch weniger Mezzanine und kleinere Tickets
- Kapital fast nur noch für Bestand
- A-, B-Städte und Europa im Visier
- Finanzierungsausläufe sinken weiter
- Büro verliert, Hotel gewinnt
- Anzahl der Nachrangfinanzierer schrumpft weiter
- Der Blick über die Landesgrenzen hinweg
- Der Umgang der Gutachter mit Marktunsicherheiten
- Expertenrunde: Wolkig mit Aussicht auf Sonne

## WHOLE LOANS

- Whole Loans: Die bessere Alternative?
- Zinssätze von Whole Loans
- Finanzierungsausläufe von Whole Loans niedriger als bei Mezzanine
- Die Ticketgrößen wachsen
- Positiver Blick in die Zukunft

## INSTITUTIONELLE INVESTOREN

- Deutsche Institutionelle sehen noch eher Risiken, internationale Anleger vermehrt Chancen
- Real Estate Debt als etablierter Baustein in der institutionellen Asset Allocation

## MEZZANINE-KAPITAL

- Uneinigkeit über Wertkorrekturen als Hürde für neue Finanzierungen
- Überbrückungs- und Sanierungsdarlehen
- Finanzierungsausläufe sinken
- Deutsche finanzieren am liebsten bis 30 Mio. Euro, internationale Investoren ab 50 Mio. Euro
- Markt für Mezzanine: Noch 45 Prozent sind optimistisch
- Die Zinsen für Mezzanine steigen weiter deutlich an
- Besicherung im Grundbuch: Junior versus Senior
- Marktausblick Mezzanine-Kapital: Erholung in 2026?

FAP Finance GmbH  
Lietzenburger Straße 51  
10789 Berlin

T +49 30 844 159 49-0  
E [contact@fap-finance.com](mailto:contact@fap-finance.com)

Ein Unternehmen der FAP Group  
[www.fap-group.com](http://www.fap-group.com)

### Redaktion

Feldhoff & Cie. GmbH |  
Frankfurt am Main

### Design

APPEL NOWITZKI GmbH |  
Frankfurt am Main

### Druck

Druck- und Verlagshaus  
Zarbock GmbH & Co. KG |  
Frankfurt am Main  
*Auf FSC-zertifiziertem Papier  
(Mix Credit SCS-COC-000929)  
gedruckt.*

### Bilder

iStock/Bevan Goldswain/Martin  
Barraud/mediaphotos/coldsnowstorm/  
PPAMPicture/PeopleImages/  
golero/bin kontan/Martin Barraud/  
RossHelenAdobe Stock/pablocalvog/  
nimito/pressmaster/Raisa Kanareva