



11. Ausgabe | Herausgeber: FAP Group GmbH

FAP

Real Estate
Private Debt Report
Germany

2025



Hanno Kowalski
Managing Partner, FAP Group



Kim Jana Hesse
Senior Vice President, FAP Group

Stretched-Senior-Strukturen weiter im Aufwind

Die im vergangenen Report identifizierten Trends verfestigen sich. Die Verwerfungen auf den Immobilienmärkten und die Schieflagen einzelner Fonds wirken nach und prägen das Finanzierungsumfeld noch immer spürbar. Die Zurückhaltung traditioneller Kreditgeber fördert strukturelle Verschiebungen in der Kapitalallokation. Entsprechend setzt sich der bereits im vergangenen Jahr beobachtete Trend fort, verstärkt auf Stretched-Senior-Strukturen und Whole Loans zurückzugreifen. Mezzanine-Kapital wird nach wie vor selten angeboten. Und so beleuchten wir in diesem Report erneut das gesamte Spektrum alternativer Finanzierungsformen.

Die wenigen Anbieter von Mezzanine-Kapital sind zunehmend kleinere Kreditfonds und Family Offices, die primär im kleinteiligen Finanzierungsbereich aktiv sind. Internationale Investoren zeigen zwar grundsätzlich ihre Bereitschaft, in diesem Segment zu agieren, doch reichen die von ihnen angebotenen Finanzierungsausläufe vielfach nicht aus, um im deutschen Markt wettbewerbsfähig zu sein. Whole Loans etablieren sich dagegen als ernstzunehmende Alternative zur klassischen Bankenfinanzierung. Diese Trends unterstreichen die Notwendigkeit, alternative Finanzierungsquellen flexibel und strategisch in die Kapitalstruktur von Immobilienprojekten zu integrieren.

Auch wenn der Krisenmodus der vergangenen Jahre noch nicht vollständig überwunden ist, lassen sich erste positive Marktimpulse erkennen: Transaktionen nehmen wieder zu und einzelne Banken sowie alternative Kapitalgeber zeigen punktuell Bereitschaft, bei Senior-Strukturen moderate Haircuts zu akzeptieren. Das sorgt für vorsichtige Zuversicht. Entscheidend wird jedoch sein, ob die in Aussicht gestellten Finanzierungen und Projekte tatsächlich konkret umgesetzt und finalisiert werden.

Hanno Kowalski
Managing Partner, FAP Group

Kim Jana Hesse
Senior Vice President, FAP Group

Inhalt

AKTUELLE MARKTTRENDS FÜR ALTERNATIVE FINANZIERUNGEN

Stretched-Senior-Strukturen weiter im Aufwind02

Angekommen in der neuen Realität.....06

Kapital ist da – Kreditfonds nutzen Opportunitäten.....08

Die Bereitschaft für Projektfinanzierungen wächst.....09

Top 7 im Fokus, Chancen in C-Städten10

Stellschraube Bewertung.....11

Hotels auf der Überholspur, Data Center fallen zurück12

Institutionelle Investoren trauen sich langsam zurück.....13

WHOLE LOANS

Whole Loans mit Rückenwind.....14

Angekommen in der neuen Realität

Unsere Prognose aus dem letzten Report hat sich bestätigt: Das Zins-Hoch der Jahre 2023/2024 ist überwunden. Auf die erste Leitzinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahr 2024 folgten weitere Schritte nach unten. Gleichwohl ist bei den Konditionen alternativer Finanzierer bislang keine spürbare Reduzierung zu beobachten. Die Finanzierungskosten verharren auf hohem Niveau.

Inzwischen haben sich jedoch nahezu alle Marktakteure auf die „neue Realität“ eingestellt. Überzogene Exit-Annahmen, wie sie im vergangenen Jahr noch verbreitet waren, sind heute kaum noch Teil fundierter Kalkulationen. Dennoch bleibt die Finanzierung vieler Projekte herausfordernd, insbesondere dort, wo Grundstücke während der Boomjahre zu Höchstpreisen erworben wurden.

Bislang zeigten sich Banken wenig kompromissbereit, wenn es um Stundungen oder Reduzierungen bestehender Forderungen ging. Aktuell ist jedoch ein

leichter Stimmungsumschwung erkennbar: Erste Kapitalgeber akzeptieren inzwischen Haircuts – ein Schritt, der Refinanzierungen und Projektfortführungen erleichtert. Diese Entwicklung, verbunden mit langen Bearbeitungszeiten und der Zurückhaltung der klassischen Banken, spielt Finanzierern weiterhin in die Karten, vor allem im Segment der erstrangig besicherten Finanzierungen.

Im Gegensatz dazu sind nachrangig besicherte Finanzierungen nur noch selten Teil aktueller Finanzierungsstrukturen. Einerseits, weil es immer weniger Anbieter für diese risikoreiche Kapitalform gibt; andererseits, weil Mezzanine-Kapital durch gestiegene Renditeerwartungen so teuer geworden ist, dass es sich für viele Projekte wirtschaftlich nicht mehr darstellen lässt.

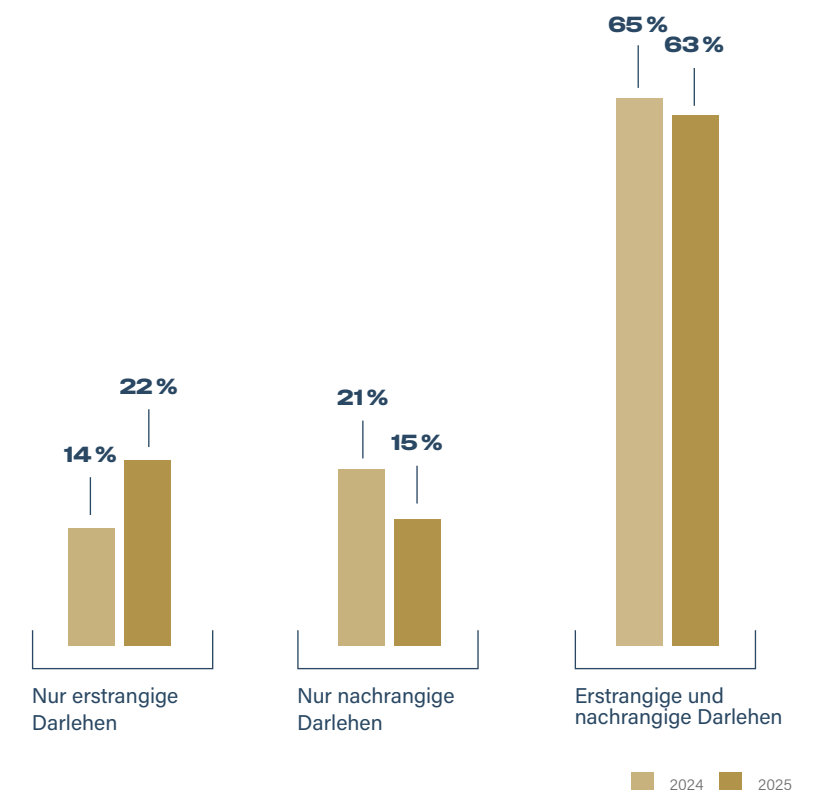
Alternative Finanzierer berichten noch immer von einer hohen Anzahl an Finanzierungsanfragen. Allerdings gibt es oft erhebliche Verzögerungen bei der Umsetzung der Projekte. In vielen

Fällen scheitert die Realisierung an ungeklärten Voraussetzungen auf Seiten der Darlehensnehmer oder an projektindividuellen Verschiebungen.

Trotz dieser Herausforderungen zeigt sich bei den Finanzierern insgesamt eine leicht verbesserte Grundstimmung im Vergleich zum Vorjahr (vor allem bei den Whole-Loan-Anbietern), auch wenn eine breite Marktentspannung noch nicht in Sicht ist. Im Vergleich zum Vorjahr ist ein erneuter Anstieg der Marktteilnehmer zu beobachten, die sich primär auf erstrangig besicherte Finanzierungen konzentrieren. Zwar geben viele weiterhin an, sowohl Senior- als auch Juniorfinanzierungen anzubieten, doch zeigt sich in der praktischen Umsetzung ein klarer Fokus auf erstrangige Darlehen. Wo es

möglich ist, werden Whole Loans strukturiert – hier zeigt sich die klare Tendenz zu strukturell einfacheren und risikoärmeren Finanzierungsmodellen.

Bei den Assetklassen hat das Interesse an Hotels noch einmal spürbar zugenommen. Sie gewinnen insbesondere in etablierten Lagen und mit überzeugenden Betreiberkonzepten an Attraktivität. Im Gegensatz dazu hat sich der Hype rund um Life-Science-Immobilien sowie Rechenzentren abgeschwächt. Bei genauerer Analyse zeigt sich, dass die Realisierung entsprechender Projekte häufig mit erheblichen regulatorischen, infrastrukturellen und betrieblichen Herausforderungen verbunden ist.



Kapital ist da – Kreditfonds nutzen Opportunitäten

Gegenüber dem Vorjahr haben sich die Baukosten zwar stabilisiert, die Konsolidierung unter Projektentwicklern hält jedoch an. Die anhaltende Insolvenzwellen deutet darauf hin, dass noch weitere Marktteilnehmer unter Druck geraten werden. Parallel bleibt die Zurückhaltung der Banken gegenüber Mezzanine-Kapital bestehen und neue Finanzierungen in diesem Segment sind kaum zu beobachten. Zwar zeigen sich insbesondere internationale Kapitalgeber offen für Mezzanine-Lösungen, doch mangelt es häufig an geeigneten Projekten mit ausreichend großem Finanzierungsvolumen.

Das Jahr 2024 war noch durch eine deutliche Zurückhaltung bei Transaktionen geprägt. Mittlerweile zeichnet sich eine vorsichtige Belebung ab: Erste Transaktionen befinden sich wieder in der Prüfung und auch die Gutachter zeigen sich optimistischer, da neue Abschlüsse die dringend benötigten Vergleichswerte liefern können. Gleichwohl benötigen Projekte nach wie vor viel Zeit in der Umsetzung. Die zwischenzeitlich spürbare Aufbruchstimmung wurde Anfang 2025 noch einmal gebremst; nur wenige Projekte ließen sich umsetzen. Dabei lag es häufig weniger an fehlendem Kapital, sondern vielmehr an vermeintlichen Nebensächlichkeiten sowie operativen oder strukturellen Hürden. Auffällig ist: Whole-Loan-Finanzierungen sind grundsätzlich verfügbar, zunehmend auch

für großvolumige Vorhaben. Und internationale Kreditgeber gewinnen weiter an Marktrelevanz.

Die regulatorischen Anforderungen, allen voran die finalen Implementierungen von Basel-III-Anforderungen und die damit verbundenen Eigenkapitalvorgaben, verschärfen die Bedingungen für klassische Bankkredite. Das kommt alternativen Finanzierern zugute. Ihre Konditionen nähern sich denen der Banken an, was sie noch attraktiver macht. Auch sogenannte „Back Leverage“-Lösungen stärken die Wettbewerbsfähigkeit von Kreditfonds. Vor allem internationale Fonds setzen sie ein und refinanzieren damit über Banken ihre eigenen Positionen.

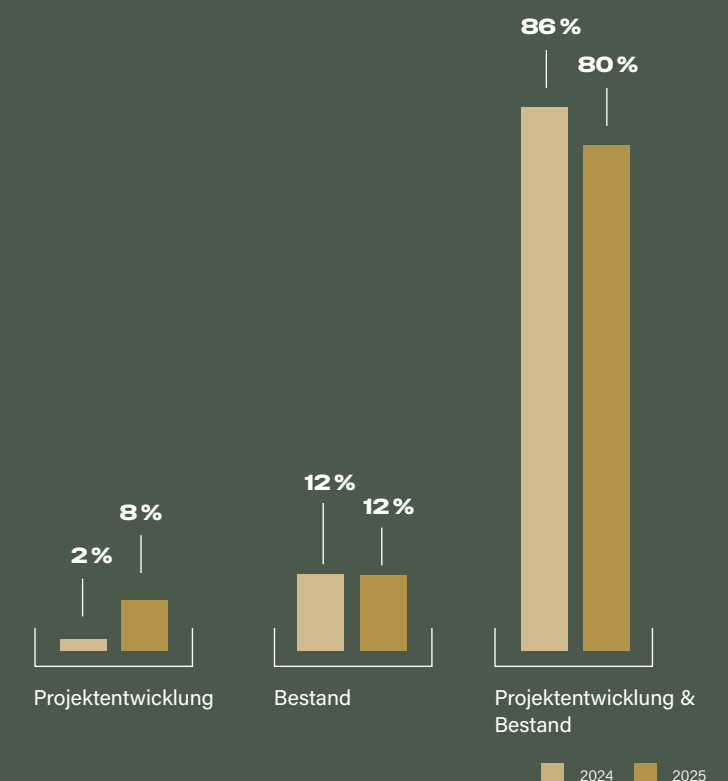
Im laufenden Jahr ist eine zunehmende Dynamik bei der Auflage neuer Kreditfonds zu beobachten, auf nationaler wie auf internationaler Ebene. Erste Marktteilnehmer bringen frische Produkte an den Start, um gezielt Opportunitäten im aktuellen Finanzierungsumfeld zu nutzen. Gleichzeitig zeigen institutionelle Investoren wieder eine Investitionsbereitschaft in die Assetklasse Real Estate, insbesondere über Fondsstrukturen.

Die Bereitschaft für Projektfinanzierungen wächst

Im Jahr 2025 lässt sich ein klarer Trend erkennen: Immer mehr Finanzierer signalisieren wieder ihre Bereitschaft, gezielt Projektentwicklungen zu begleiten. Nachdem im Vorjahr nahezu niemand in die Frühphase von Entwicklungen investieren wollte, entstehen nun erste Fonds, die sich ausschließlich auf dieses Segment spezialisiert haben und aktiv nach geeigneten Projektentwicklungen suchen.

Ein wesentlicher Treiber dieser Tendenz ist die gestiegene Flexibilität bei der Neustrukturierung früherer Finanzierungen. Finanzierer, die in den vergangenen Jahren Grundstücksankäufe begleitet hatten, zeigen sich inzwischen offen für sogenannte Haircuts. Diese Bereitschaft schafft Raum für neue Strukturen und ermöglicht es, Projekte wieder marktfähig zu finanzieren.

Trotz dieser neuen Impulse bleibt die Präferenz vieler alternativer Finanzierer klar auf Bestandsimmobilien mit laufendem Cashflow. In der Praxis zeigt sich jedoch zunehmend, dass solche Objekte oft nicht die erforderliche Zielrendite erzielen können. Das gilt insbesondere für das aktuelle Zinsumfeld.

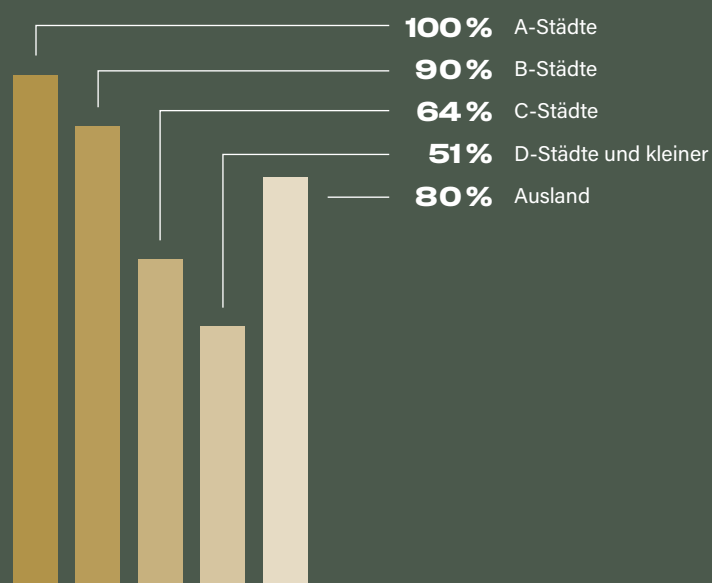


Top 7 im Fokus, Chancen in C-Städten

Die deutschen A-Städte beziehungsweise die Top-7-Standorte bleiben im klaren Fokus vieler Marktteilnehmer. Vor allem internationale Investoren setzen auf Metropolen mit Bekanntheit über die Landesgrenzen hinaus, da diese Risiken mindern und die Akzeptanz der Investoren sichern.

Parallel dazu steigt die Zahl deutscher alternativer Finanzierer, die im Ausland aktiv sind. Viele Immobilienmärkte in Europa erholen sich deutlich schneller von der aktuellen Marktlage als der deutsche Markt. Das Interesse konzentriert sich dabei eindeutig auf Westeuropa und die nordischen Länder. In Mittel- und Osteuropa agieren viele Finanzierer angesichts geopolitischer Unsicherheiten und wirtschaftlicher Risiken weiterhin vorsichtig.

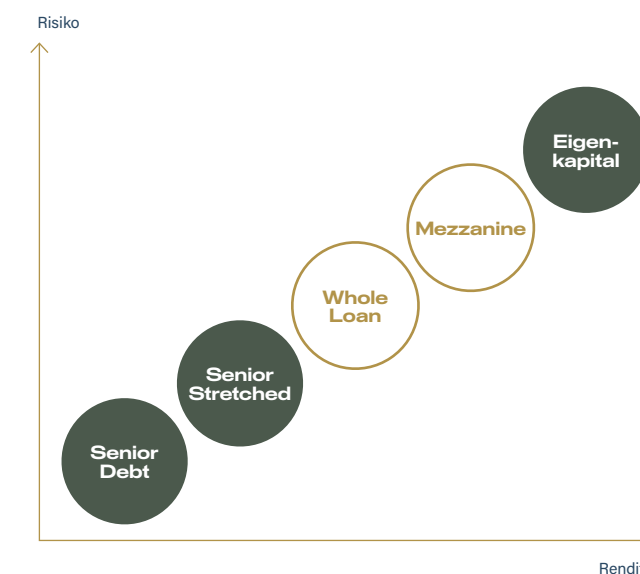
Eine weitere Marktbeobachtung betrifft die Verfügbarkeit geeigneter Projekte: Während es in den A- und B-Städten häufig an attraktiven Projekten mangelt, nimmt das Angebot an C- und D-Standorten deutlich zu. Diese Projekte sind nicht zwangsläufig von geringerer Qualität. Vielmehr agieren dort oft kleinere, lokal verankerte Entwickler und Bestandshalter, die über ein hohes Maß an Marktkennntnis verfügen. Viele dieser Akteure haben die jüngsten Krisen erfolgreich gemeistert und zeichnen sich durch solide Geschäftsmodelle aus.



Stellschraube Bewertung

Bei den Finanzierungsausläufen scheint der Boden erreicht. Im Vergleich zum Vorjahr gibt es keine weiteren Rückgänge. Stattdessen richtet sich die Diskussion zunehmend auf die Bewertungsmaßstäbe. Finanzierer wählen dabei unterschiedliche Ansätze: Manche setzen auf den Loan-to-Value (LTV), andere auf den Loan-to-Cost (LTC) oder den Loan-to-Gross Development Value (LTGDV) – jeweils mit oder ohne Einrechnung der Finanzierungskosten.

Da die Marktwerte gesunken sind, bewerten viele Finanzierer konservativer. Bei gleichem Auslauf sinkt dadurch das Finanzierungsvolumen, weil der Marktwert als Grundlage niedriger liegt. Der Loan-to-Value bleibt zwar gleich, doch die Marktwertbereinigung verschärft faktisch die Kreditbedingungen und reduziert die verfügbaren Mittel.



Hotels auf der Überholspur, Data Center fallen zurück

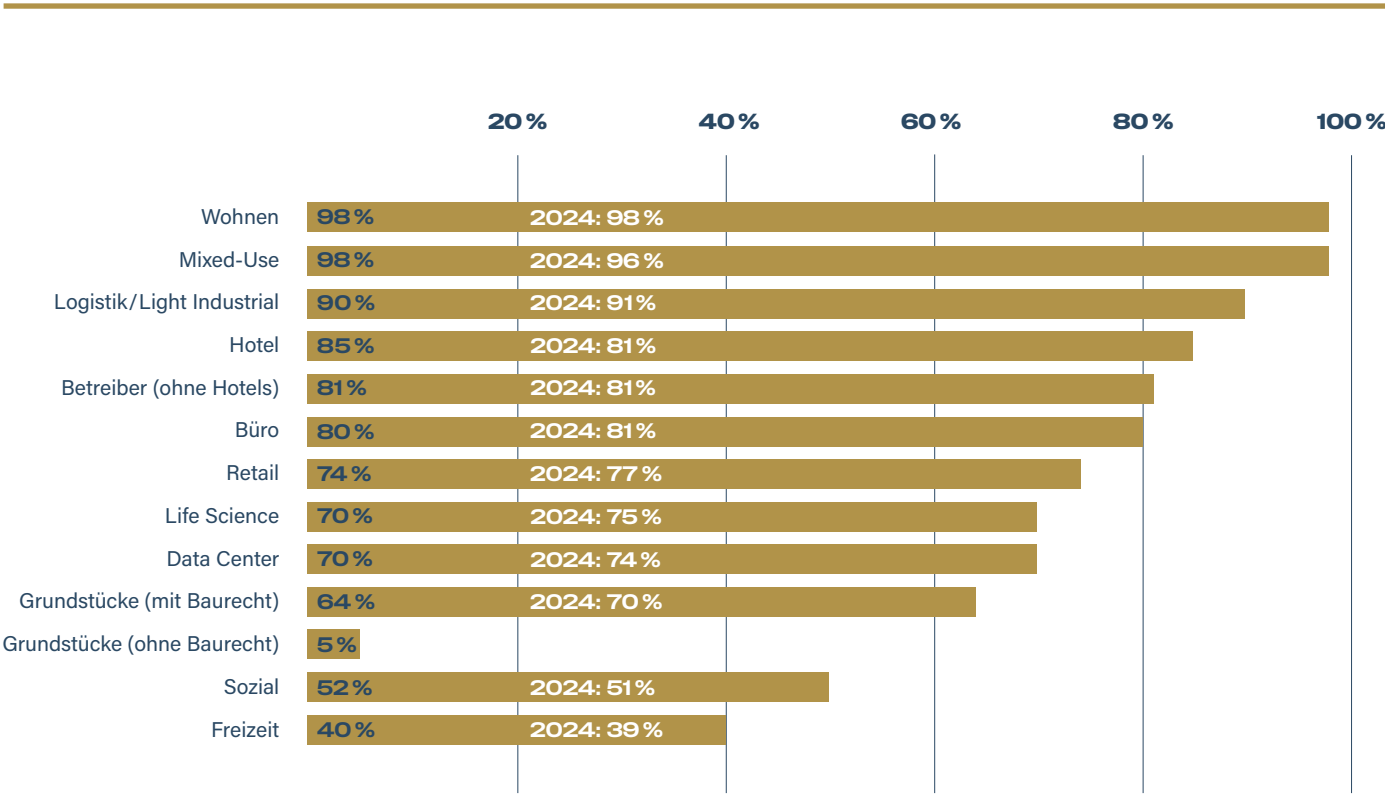
Bei den Assetklassen zeigen sich klare Präferenzen. Gefragt sind bei allen Marktteilnehmern nach wie vor Wohnimmobilien und Mixed-Use-Konzepte. Beide Segmente gelten als vergleichsweise stabil und risikoarm.

Eine bemerkenswerte Entwicklung zeigt sich aber bei Hotelimmobilien: Sie haben im Jahresverlauf noch einmal deutlich an Beliebtheit gewonnen. Sobald tragfähige Betreiber- und klare Nutzungskonzepte vorliegen, begleiten viele Finanzierer solche Projekte.

Demgegenüber hat die anfängliche Euphorie rund um Life-Science-Immobilien und Data Center spürbar nachgelassen. Die Finanzierungsbereitschaft sinkt nicht zuletzt, weil sich die praktische Umsetzung solcher Projekte häufig komplexer erweist als erwartet.

Die Herausforderungen bei Genehmigungen, Standortwahl und technischer Infrastruktur lassen viele Kapitalgeber vorsichtiger agieren.

Darüber hinaus differenzieren viele Finanzierer wieder verstärkt zwischen Grundstücken mit und ohne Baurecht. Grundstücke mit gesichertem Planungsrecht bleiben grundsätzlich finanzierbar, wenn auch unter konservativen Bedingungen. Die Bereitschaft, unbebaute Grundstücke ohne Baurecht zu finanzieren, ist dagegen nahezu vollständig versiegt. Das damit verbundene Risiko will derzeit kaum jemand übernehmen.

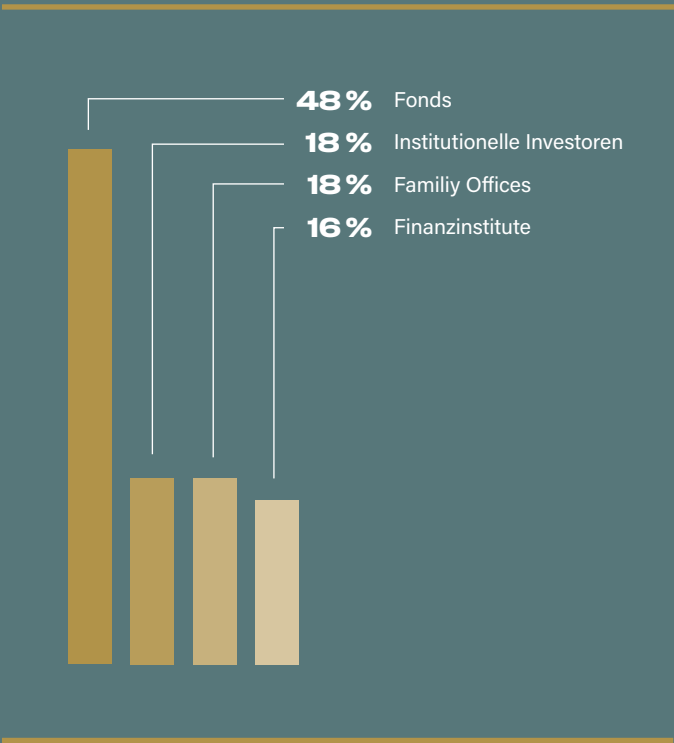


Institutionelle Investoren trauen sich langsam zurück

In den vergangenen zwei Jahren konnten wir einen Rückgang der im Nachrang aktiven institutionellen Investoren feststellen. Auch aktuell bleibt der Großteil der institutionellen Investoren hier zurückhaltend. Jedoch zeigt sich in diesem Jahr ein erster vorsichtiger Anstieg des Anteils der wieder aktiven institutionellen Investoren. Diese sind vor allem im Whole-Loan-Bereich engagiert und signalisieren Interesse an einer Rückkehr in die Finanzierungsumsetzung.

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung betrifft die Herkunft des Kapitals. Family Offices bleiben als Geldgeber präsent, stellen aber derzeit eher Equity als Mezzanine bereit und dies zumeist in kleineren Volumina. Im Gegensatz dazu wird bei den auf dem deutschen Markt aktiven internationalen Fonds das Kapital zunehmend durch große internationale Private-Equity-Fonds gespeist.

In den vergangenen Jahren waren zudem noch einige Banken punktuell im Nachrangsegment aktiv. Aktuell zeigt sich kaum noch Präsenz klassischer Banken in diesem Segment.





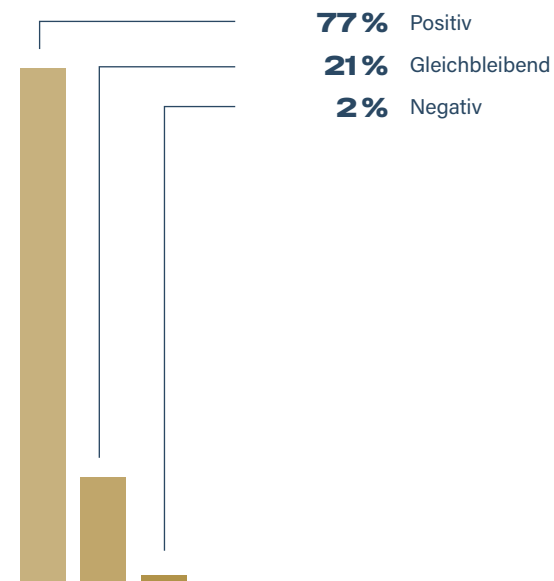
Whole Loans mit Rückenwind

Die Stimmung am Markt für Whole Loans hellt sich weiter auf. Aktuell blicken 77 Prozent der Marktteilnehmer positiv in die Zukunft, beflügelt durch die anhaltende Zurückhaltung der Banken. Das schafft Raum für alternative Finanzierer, insbesondere im Bereich der Whole-Loan-Finanzierung.

Natürlich gilt auch die zunehmende Marktbelegung als positives Signal. Die im Vergleich zu Banken oft höheren Beleihungsausläufe machen Whole Loans zu einer attraktiven Finanzierungsalternative, gerade für komplexere oder großvolumige Transaktionen.

Nach einem positiven ersten Quartal 2025 trübte sich die Stimmung im zweiten Quartal leicht ein, da viele der erwarteten Transaktionen zunächst ausblieben. Doch inzwischen zeichnen sich neue Chancen ab: Erste Haircuts und Forderungsverzichte sind sichtbar und deuten darauf hin, dass sich der Markt neu justiert. Das könnte attraktive Einstiegsmöglichkeiten für alternative Kapitalgeber eröffnen.

MARKTEINSCHÄTZUNG SENIOR



Vollständiger Report

AKTUELLE MARKTTRENDS FÜR ALTERNATIVE FINANZIERUNGEN

- Stretched-Senior-Strukturen weiter im Aufwind
- Angekommen in der neuen Realität
- Herausforderung Immobilienfinanzierung: Welche Maßnahmen sichern Investitionen in volatilen Zeiten?
- Kapital ist da – Kreditfonds nutzen Opportunitäten
- Die Bereitschaft für Projektfinanzierungen wächst
- Top 7 im Fokus, Chancen in C-Städten
- Stellschraube Bewertung
- Hotels auf der Überholspur, Data Center fallen zurück
- Institutionelle Investoren trauen sich langsam zurück
- Funding Gap in der gewerblichen Immobilienfinanzierung: Herausforderungen und Lösungen
- Chancen jenseits des Heimatmarktes
- Kreditfonds als alternative Darlehensgeber: Rechtliche Rahmenbedingungen und Abgrenzungsfragen zwischen KWG, ZAG und KAGB

WHOLE LOANS

- Verzinsungsspanne verengt sich deutlich
- Zwischen Chance und Risiko: Back Leverage als Instrument in der Immobilienfinanzierung
- Marktrealismus drückt Finanzierungsausläufe
- Ticketgrößen verschieben sich auf mittlere Volumina
- Whole Loans mit Rückenwind

INSTITUTIONELLE INVESTOREN

- Zwischen Vertrauenskrise und strategischem Re-Entry
- Refinanzierungslücken schließen

MEZZANINE-KAPITAL

- Auslaufmodell Mezzanine?
- Finanzierungsausläufe
- Viele kleine Deals bei deutschen Kapitalgebern
- Eingetrübte Stimmung für Mezzanine
- Renditen um 15 Prozent keine Seltenheit
- Marktausblick Mezzanine-Kapital: Erholung in 2026?

MARKTAUSBLICK

- Zwischen Hoffnung und Strukturwandel

FAP Group GmbH
Lietzenburger Straße 51
10789 Berlin

T +49 30 844 159 49-0
E contact@fap-group.com

www.fap-group.com

Redaktion

Feldhoff & Cie. GmbH |
Frankfurt am Main

Design

APPEL NOWITZKI GmbH |
Frankfurt am Main

Druck

Braun & Sohn Druckerei
GmbH & Co. KG
Maintal
*Auf FSC-zertifiziertem Papier
(Mix Credit SCS-COC-000929)
gedruckt.*

Bilder

iStock / HarriesAD, VTT Studio, JohnnyGreig,
Martin Barraud, pattawee kunsrivarathai, anzeletti,
Pgiam, nuchao
AdobeStock / zerostudio.id
Unsplash / Kajetan Powolny, Mika Ruusunen,
Guillaume Perigois