



Private Debt als alternative Lösung zur Immobilienfinanzierung

Bedarf, Chancen und Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld



Inhalt

Einleitung	3
1. Marktumfeld Real Estate Private Debt	4
Finanzierungsbedarf aus der Investitionstätigkeit am Immobilienmarkt	4
Finanzierungsbedarf durch auslaufende Darlehen („Maturity Wall“)	6
Grenzen der Bankenfinanzierung – Beispiel Wohnungsbau Deutschland	7
Grenzen der Bankenfinanzierung – Beispiel CRE Europa	9
Finanzierungs-Gap (nicht durch banken gedeckter Finanzierungsbedarf)	10
2. Rolle von Private Debt als Finanzierungslösung	11
Kapitalstärke und Flexibilität von NBFi	11
Charakterisierung von Private Debt	13
Grundsätzliche Finanzierungsvarianten	13
Wachsendes Potenzial von Private Debt	15
Beispielmarkt CRE-Debt Vereinigtes Königreich	16
3. Chancen für Private-Debt-Investoren	17
Private Debt im Segment der Non-Listed Real Estate Vehicles	17
Renditenpotenzial vs. Risikomanagement	18
Back Leverage als Instrument zur Effizienzsteigerung	19
Szenarien zum Entwicklungspotenzial	20
Strategische Fokussierung auf Mid-Market-Transaktionen	21
4. Fazit	22
Quellen und Verweise	23

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,



Vor diesem Hintergrund verfolgt die Studie das Ziel, den Status quo der Immobilienfinanzierung zu analysieren und die Bedeutung von Private Debt als zentralem Baustein des künftigen Kapitalangebots zu bewerten. Dabei werden zunächst das aktuelle Marktumfeld sowie die treibenden Faktoren der Finanzierungslücke untersucht. Anschließend rückt die Rolle von Private Debt als alternativer Kapitalgeber in den Fokus, bevor spezifische Chancen und Handlungsfelder für Private-Debt-Investoren herausgearbeitet werden. In einem abschließenden Resümee werden die wichtigsten Erkenntnisse zusammengeführt und Implikationen für künftige Entwicklungen im Bereich der Real-Estate-Finanzierung aufgezeigt.

Mit besten Grüßen

Ihr Lachen Knapp

Gründer und Verwaltungsratspräsident, Empira Group

Der Immobilienmarkt befindet sich inmitten eines tiefgreifenden Umbruchs: Nach einer langen Phase extrem niedriger Zinsen und großzügiger Kreditvergaben reagierten Banken zunehmend restriktiv und passten ihre Kreditvergabe an die gestiegenen Leitzinsen sowie strengere regulatorische Vorgaben an. Wenngleich sich die Zinssituation mittlerweile wieder etwas entspannt, führt das aktuelle Zinsniveau in vielen Teilmärkten zu einer deutlichen Finanzierungslücke, da herkömmliche Darlehensstrukturen den Bedarf nicht mehr vollständig decken können. Für Investoren und Projektentwickler entsteht so ein Spannungsfeld zwischen steigenden Kapitalkosten, erhöhtem Risikobewusstsein und der gleichzeitigen Notwendigkeit, laufende Projekte weiterzuführen oder neue Vorhaben zu realisieren.

In dieser Situation rücken Private-Debt-Instrumente in den Blickpunkt. Als alternative Finanzierungslösung bieten sie sowohl höhere Flexibilität als auch individuellere Konditionen, um auf spezifische Bedürfnisse eines sich wandelnden Marktes zu reagieren. Zugleich stellt sich die Frage, welche Renditepotenziale Private Debt eröffnet und welche Risiken Investoren einkalkulieren müssen – insbesondere vor dem Hintergrund eines komplexeren makroökonomischen Umfelds und fortschreitender Regulierung. Ein systematisches Risikomanagement wird damit zum Schlüssel, um die Chancen dieser alternativen Fremdkapitalformen fundiert auszuschöpfen.

1. Marktumfeld Real Estate Private Debt

Der Immobilienmarkt steht vor einer signifikanten Finanzierungslücke, die durch steigende Zinsen, restriktivere Bankenfinanzierung und eine Neubewertung von Immobilienwerten verstärkt wird. Während in der Niedrigzinsphase die Kapitalbeschaffung durch expansive Geldpolitik erleichtert wurde, haben die Zinserhöhungen seit 2022 die Rahmenbedingungen drastisch verschärft. Banken vergeben Kredite restriktiver, setzen niedrigere Beleihungsausläufe an und unterliegen strengeren regulatorischen Anforderungen.

Diese strukturellen Veränderungen wirken sich unmittelbar auf den Finanzierungsbedarf aus und führen dazu, dass alternative Finanzierungsformen wie Private Debt zunehmend an Bedeutung gewinnen. Der folgende Abschnitt analysiert die Ursachen dieser Entwicklung und zeigt die Auswirkungen auf Investoren, Projektentwickler und den Finanzierungsmarkt insgesamt auf.

Finanzierungsbedarf aus der Investitionstätigkeit am Immobilienmarkt

Der Finanzierungsbedarf im Immobilienmarkt ergibt sich wesentlich aus zwei Quellen: der Neuinvestition in Immobilien (Ankäufe bzw. Projekte) sowie vorhandenen Kreditbeständen, die nach Ablauf ihrer Laufzeit abgelöst oder verlängert werden (Refinanzierung). Dieser Bedarf unterliegt zyklischen Schwankungen, die durch verschiedene makroökonomische und branchenspezifische Faktoren beeinflusst werden. So fielen zuletzt bei zahlreichen Sponsoren die geplanten Exit-Termine in eine schwache Marktphase (ausgelöst durch Zinsanstieg, Bewertungsabschläge und Käuferzurückhaltung).

Häufig wurden entsprechende Business-Pläne terminlich angepasst, so dass sich dann zeitlich versetzt eine Verstärkung der Umsätze am Immobilien- und Finanzierungsmarkt ergibt.

Im Folgenden werden zentrale Parameter des Immobilienmarktes betrachtet, darunter Baugenehmigungen, Fertigstellungen (ab drei Wohneinheiten), Portfolio-Deals im Wohnungsbereich sowie Büroinvestments.

Die Entwicklung von Baugenehmigungen und Fertigstellungen liefert Hinweise auf die Investitionstätigkeit im Neubausegment. Laut den Daten von Destatis schwankte die Anzahl der jährlich genehmigten Bauvorhaben zwischen 2015 und 2025 erheblich. Der jährliche Höchststand in den letzten 10 Jahren wurde 2021 mit 19.165 Genehmigungen erreicht. Seitdem ist ein deutlicher Rückgang zu beobachten: Im Jahr 2023 wurden nur noch 12.931 Genehmigungen verzeichnet, und ist im Jahr 2024 auf 10.287 gesunken. Dies entspricht einem Rückgang von rund 46 % im Vergleich zum Höchststand von 2021.

Die Fertigstellungszahlen folgen den Genehmigungen zeitlich versetzt, sie stellen die tatsächliche Aktivierung neuer Flächen dar. Hier zeigen sich ebenfalls zyklische Muster: Hohe Fertigstellungszahlen folgen auf Phasen erhöhter Genehmigungen mit einer typischen Verzögerung von ein bis zwei Jahren. Ab 2021 ist ein deutlicher Rückgang bei den Baugenehmigungen und ab 2022 auch bei den Baufertigstellungen zu beobachten, was auf steigende Baukosten und die zunehmenden Herausforderungen bei der Projektfinanzierung zurückzuführen ist.

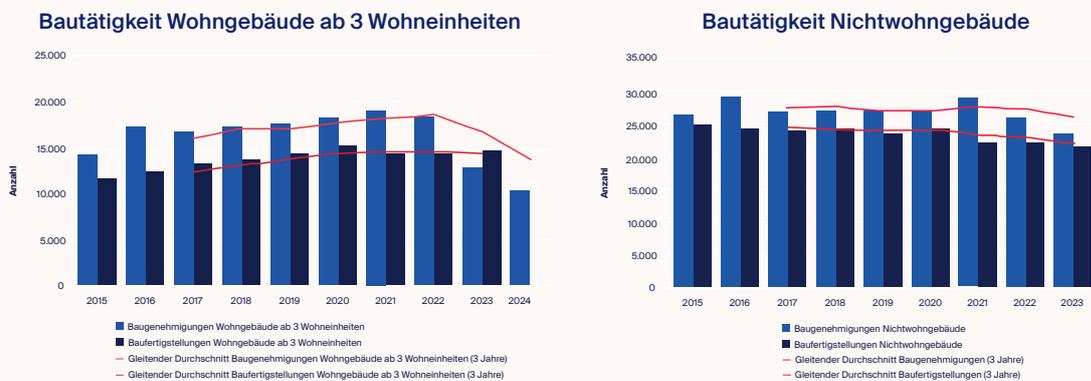


Abbildung 1: Entwicklung der Baugenehmigungen sowie Baufertigstellungen, Wohngebäude ab 3 Wohneinheiten sowie Nichtwohngebäude, Deutschland; Zeitraum 2015-2024 (Quelle: Destatis)

Die Investitionstätigkeit im deutschen Immobilienmarkt folgt einem Zyklus. Sie ist unter anderem von makroökonomischen Bedingungen und der generellen Investorenstimmung abhängig. Besonders deutlich zeigt sich dies bei großen Wohnungsportfolios (ab 30 Wohneinheiten) sowie bei Büroimmobilien. Während Niedrigzinsphasen in der Vergangenheit für hohe Transaktionsvolumina sorgten, haben steigende Finanzierungskosten und wirtschaftliche Unsicherheiten ab 2022 zu einem signifikanten Rückgang geführt.

Das Transaktionsvolumen im Bereich großer Wohnungsportfolios erreichte 2021 mit 50,98 Mrd. € seinen Höchststand. Mit der Zinswende ab 2022 setzte jedoch ein deutlicher Rückgang ein: 2022 fiel das Volumen auf 13,09 Mrd. €, 2023 weiter auf nur noch 5,23 Mrd. €. Neben gestiegenen Finanzierungskosten hemmten gesunkene Bewertungen sowie eine temporäre Zurückhaltung von Käufern und Verkäufern das Marktgeschehen. Für 2024 deutet sich eine Stabilisierung an, mit einem erwarteten Anstieg auf 9,29 Mrd. €. Langfristig bewegt sich das Transaktionsvolumen typischerweise zwischen 13 und 20 Mrd. € pro Jahr, sodass mittelfristig mit einer Normalisierung auf diesem Niveau zu rechnen ist.



Abbildung 2: Entwicklung des Investmentvolumens in Wohnportfolios (ab 30 Wohneinheiten) und Büroimmobilien; Deutschland; Zeitraum 2015-2024 (Quelle: BNP Paribas)

Auch das Investmentvolumen bei Büroimmobilien unterlag starken Schwankungen. Während wirtschaftliche Wachstumsphasen und niedrige Zinsen für hohe Transaktionsvolumina sorgten, führte der strukturelle Wandel durch Homeoffice-Trends sowie die wirtschaftlichen Unsicherheiten nach der COVID-19-Pandemie ab 2022 zu einer spürbaren Zurückhaltung. Gestiegene Finanzierungskosten und unklare Perspektiven über die zukünftige Nachfrage nach Büroflächen ließen das Investitionsvolumen ab 2022 deutlich sinken.

Dennoch bleibt die Relevanz dieses Marktsegments aufgrund seiner Größe für institutionelle Investoren gegeben.

In Summe ergibt sich für das Jahr 2024 – in den beiden großen Marktsegmenten Wohnportfolios sowie Büroimmobilien – ein jährliches Transaktionsvolumen von insgesamt 14,51 Mrd. €. Weitere Marktsegmente wie Logistik, Einzelhandel und Hotelinvestments ergänzen das Bild und verdeutlichen die Diversifikationsmöglichkeiten für Investoren.

Die beschriebenen Schwankungen in der Investitionstätigkeit erfordern flexible Finanzierungsstrategien über den gesamten Markt hinweg. Während große institutionelle Player in der Regel Zugang zu umfangreichen Bankdarlehen und Kapitalmarktinstrumenten haben, zeigt sich insbesondere im Mid-Market-Segment – Transaktionen mit einem Volumen von rund 30 bis 75 Mio. € – eine wachsende Finanzierungslücke.



Viele Banken fokussieren sich verstärkt auf erstklassige Großkunden mit besonders konservativen Beleihungswerten oder sehr kleinen Kreditvolumina, die in ihre Risk-Management-Systeme passen. Projekte in der mittleren Größenordnung bleiben hingegen oft unterversorgt. Alternative Finanzierungsinstrumente wie Private Debt schließen diese Lücke, indem sie Kapital auch für jene Investitionsvorhaben bereitstellen, die aufgrund strenger Beleihungsgrenzen oder komplexer Projektstrukturen kein klassisches Bankdarlehen erhalten

Finanzierungsbedarf durch auslaufende Darlehen („Maturity Wall“)

Ein zentrales Problem ist die sogenannte „Maturity Wall“, die sich insbesondere im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung aufbaut. Viele bestehende Kredite, die während der Niedrigzinsphase abgeschlossen wurden, stehen in den kommenden Jahren zur Refinanzierung an. Gleichzeitig haben Banken ihre Kreditvergabekriterien verschärft, wodurch ein erheblicher Finanzierungsbedarf entsteht, der nicht mehr allein durch klassische Bankdarlehen gedeckt werden kann.

Der Begriff „Maturity Wall“ beschreibt also eine Situation, in der eine große Anzahl von Krediten innerhalb eines kurzen Zeitraums fällig wird, sodass erhebliche Refinanzierungsvolumina auf den Markt treffen. Dies kann insbesondere problematisch sein, wenn sich die Finanzierungsbedingungen im Vergleich zur ursprünglichen Kreditvergabe verschlechtert haben – etwa durch gestiegene Zinssätze, strengere Kreditvergaberichtlinien oder eine allgemeine Marktunsicherheit.

In der gewerblichen Immobilienfinanzierung bedeutet dies konkret:

- **Hoher Refinanzierungsbedarf:** Ein großer Anteil der bestehenden Kredite läuft in den kommenden Jahren aus und muss verlängert oder durch neue Kredite ersetzt werden.
- **Steigende Finanzierungskosten:** Viele dieser Kredite wurden in einer Niedrigzinsphase aufgenommen, müssen aber nun zu deutlich höheren Zinssätzen refinanziert werden.

- **Restriktivere Bankenpolitik:** Banken haben ihre LTV-Anforderungen gesenkt und vergeben Kredite nur noch unter strengeren Bedingungen, was zu einer Finanzierungslücke führt.
- **Verkaufsdruck:** Wenn Eigentümer keine Refinanzierung zu akzeptablen Bedingungen erhalten, müssen sie Vermögenswerte verkaufen – oft zu ungünstigen Marktpreisen.

Eine Studie von PwC Deutschland aus dem März 2024 weist darauf hin, dass das Volumen notleidender gewerblicher Immobilienkredite bereits im Jahr 2023 um 56 % gestiegen ist.¹ Auch dies führt zu einem signifikanten Refinanzierungsbedarf in einem begrenzten Zeitfenster, der durch die Situation bei den Banken erschwert werden kann.

In den nächsten Jahren bleibt der Druck auf dem Refinanzierungsmarkt hoch. Laut aktuellen Daten von AEW-Research, Moody's und MSCI laufen in Europa gewerbliche Immobilienkredite (CRE - Commercial Real Estate) mit einem Volumen von über jeweils 100 Mrd. EUR in den nächsten Jahren aus. Insbesondere die Jahre 2025 und 2026 fallen auf: Für 2025 wird ein Fälligkeitsvolumen von rund 130 Mrd. EUR erwartet, während 2026 circa 185 Mrd. EUR an bestehenden Krediten auslaufen. Erst mittelfristig sinken die jährlichen Refinanzierungsvolumina heute bekannter Darlehen sukzessive auf rund 25 Mrd. EUR im Jahr 2030. Die Zahlen basieren auf den heute vorhandenen und einschätzbaren Darlehen, zusätzlich wirkt die Neukreditvergabe im kurzfristigen Bereich.

Ein Blick auf die einzelnen Nutzungsarten zeigt, dass vor allem Büroimmobilien in den kommenden Jahren den größten Anteil am Refinanzierungsbedarf ausmachen. Allein hier werden in 2025 Kredite im Wert von rund 50 Mrd. EUR fällig, in 2026 sogar rund 65 Mrd. EUR. Auch das Wohnsegment („Wohnen“) und die Logistik sind mit insgesamt zweistelligen Milliardenbeträgen jährlich von der Maturity Wall betroffen. Hinzu kommen die klassischen Nutzungsarten Hotel und Einzelhandel sowie Seniorenwohnungen und Pflegeimmobilien, die in geringerem, aber dennoch signifikantem Umfang refinanziert werden müssen.

Die hohe Konzentration der Fälligkeiten in einem relativ kurzen Zeitraum verschärft den Wettbewerbsdruck um Kapitalquellen. Da Banken ihre Kreditvergabestan-

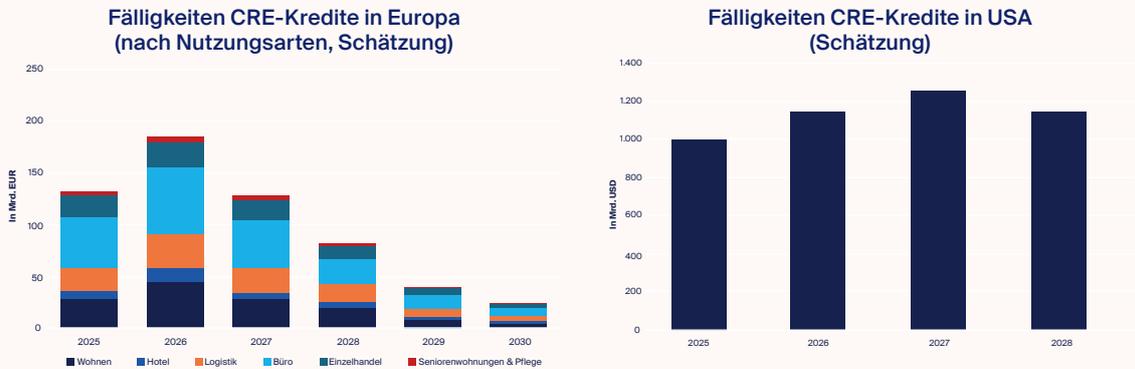


Abbildung 3: Geschätzte Commercial Real Estate (CRE) Kreditfälligkeiten in Europa und den USA in Mrd. EUR bzw. USD; ab 2025 (Quelle: AEW Research / Moody's / MSCI-RCA / S&P Global)

dards weiter verschärfen, kann nicht mehr jeder Finanzierungsbedarf auslaufender Darlehen allein über klassische Bankkredite gedeckt werden. Hinzu kommen die deutlich höheren Zinsen, die infolge der Zinswende 2022/2023 nun Realität sind. Dadurch klafft häufig eine Lücke zwischen dem ursprünglich zugesagten Fremdkapital und dem Volumen, das Eigentümer heute zu akzeptablen Konditionen aufnehmen können.

Gesamtwirtschaftlich kann dies zu weiteren Marktverwerfungen führen: Wer keine Anschlussfinanzierung findet oder sich die höheren Zinsen nicht leisten kann, steht womöglich vor einem Notverkauf. Dies erhöht das Risiko fallender Immobilienpreise – gerade in den ohnehin volatilen Nutzungsarten wie Hotel oder Einzelhandel. Umgekehrt sehen alternative Kapitalgeber hier eine Chance, sich mit Mezzanine-Finanzierungen oder anderen Fremdkapitalinstrumenten zu positionieren.

In den USA wird von einem deutlichen höheren Volumen der Fälligkeiten für Gewerbeimmobilienkredite ausgegangen. Laut einer Schätzung von S&P Global beläuft sich der Wert für 2025 auf rund 998 Mrd. USD und wird 2026 seinen Höhepunkt mit rund 1.257 Mrd. USD Dollar erreichen.² Auch wenn nach der Schätzung der Anstieg ab 2028 sinken wird, bleibt die Refinanzierungslücke mit rund 1.138 Mrd. USD weiter hoch.³

Grenzen der Bankenfinanzierung – Beispiel Wohnungsbau Deutschland

Die klassische Immobilienfinanzierung durch Banken unterliegt zunehmend Begrenzungen. Die Kreditvergabe im Euroraum und Deutschland an Unternehmen im Allgemeinen unterliegt erhöhten Risikowahrnehmungen in Bezug auf pessimistische Markt- und Konjunkturerwartungen.⁴ Die gesunkenen Immobilienwerte haben ebenfalls den Effekt, dass die Anforderungen an eine Kreditvergabe größer geworden sind.⁵

Ein entscheidender Parameter sind die Refinanzierungskosten der Banken. Die Verzinsung für Hypothekendarlehen mit fünfjähriger Restlaufzeit lag 2015 noch bei durchschnittlich 0,39 %, während sie 2024 auf über 2,94 % angestiegen sind. Im Segment längerer Restlaufzeiten sind die Renditen typischerweise etwas höher.

In der Folge verteuern sich die Wohnungsbaukredite: Die Zinssätze für Darlehen mit einer anfänglichen Zinsbindung von 1-5 Jahren erhöhten sich von durchschnittlich 1,90 % im Jahr 2014 auf über 4,01 % im Jahr 2024. Diese Entwicklung führt dazu, dass Banken Kredite zu höheren Zinsen vergeben müssen, was wiederum die Erschwinglichkeit von Immobilienkrediten für Investoren und private Haushalte einschränkt. Gleichzeitig wird es für Banken schwieriger, ihr Kreditvolumen auszuweiten, da höhere Zinsen das Risikomanagement und die Kapitalanforderungen verschärfen.

Strengere regulatorische Vorgaben nach Basel III und IV erhöhen den Druck auf Banken. Um ihre Bilanzrisiken zu minimieren, verschärfen sie ihre Kreditvergabeberichtlinien, was besonders Projektentwicklungen und Finanzierungen mit höheren Beleihungsausläufen betrifft. Laut verschiedener Impact-Studien von Beratungsunternehmen und Bankenaufsehern könnte die erforderliche Eigenkapitalunterlegung für gewerbliche Immobilienkredite (CRE) mittelfristig um rund 10 % steigen – je nach Risikoklasse und Laufzeit sogar noch stärker. Dies erschwert die Finanzierung insbesondere solcher Projekte, die bisher auf hohe Kredithebel angewiesen waren.

Ein interessanter Vergleich ist die Entwicklung der Bankenbilanzen im Vergleich zum Immobilienfinanzierungsbedarf, welcher – eine in etwa gleiche Anzahl an Objekten vorausgesetzt – maßgeblich durch die Hauspreisentwicklung beeinflusst wird.

Die Analyse der Bilanzsumme deutscher Banken zeigt einen kontinuierlichen Anstieg über die letzten Jahre. Dabei ist zu beachten, dass die Bilanzsumme nicht ausschließlich aus Immobilienkrediten besteht, sondern auch andere Kreditarten und Finanzinstrumente umfasst. Dennoch dient sie als Indikation für die generelle Entwicklung und Finanzkraft der Banken, die wiederum

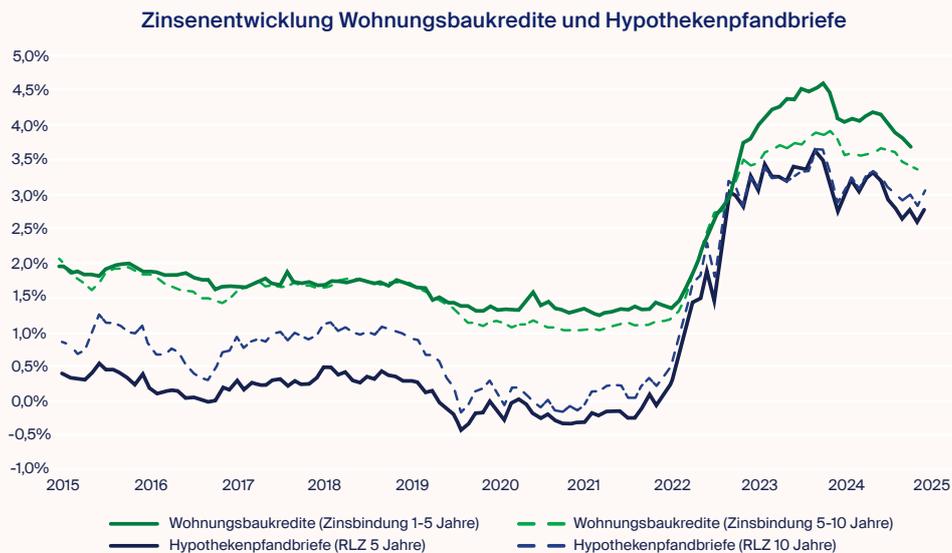


Abbildung 4: Zinsentwicklung der Hypothekendarlehen mit einer Restlaufzeit von 5 bzw. 10 Jahren und Entwicklung der Zinsen für Wohnungsbaukredite mit einer Zinsbindung von 1-5 sowie 5-10 Jahren; Zeitraum 2015-2025 (Quelle: Deutsche Bundesbank)

einen Einfluss auf die Immobilienfinanzierung haben. Die Bestandsvolumina von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte mit einer Laufzeit von über 5 Jahren zeigen eine konstante Entwicklung nach oben, mit einer leicht abgeschwächten Tendenz ab 2022.

heime, Neubauten sowie Eigentumswohnungen wider. Ausgehend vom Start des Index im September 2015 (100 Punkte) stieg dieser bis 2024 um über 70 % an, während die Bilanzsumme der Banken im gleichen Zeitraum um etwa 30 % zunahm.

Während die Bilanzsumme der Banken zwischen 2015 und 2024 eine deutliche Expansion verzeichnete, stiegen die Immobilienpreise in einem noch stärkeren Maße. Der Europace Hauspreisindex (EPX) spiegelt auf monatlicher Basis die Preisentwicklung für bestehende Eigen-

Ein weiterer relevanter Indikator ist der House Price Index (HPI), der die allgemeine Entwicklung der Immobilienpreise misst. Der HPI wird vom Statistischen Bundesamt erhoben und basiert auf Transaktionsdaten von Wohnimmobilien.



Seit September 2015 ist der HPI ebenfalls um etwa 55 % gestiegen, was den starken Anstieg der Immobilienwerte zusätzlich unterstreicht.

Dies deutet darauf hin, dass der Finanzierungsbedarf der Immobilienbranche schneller wächst als die Kapazitäten der Banken zur Kreditvergabe.

Wertentwicklung Bankenmarkt vs. Immobilienmarkt (Deutschland)

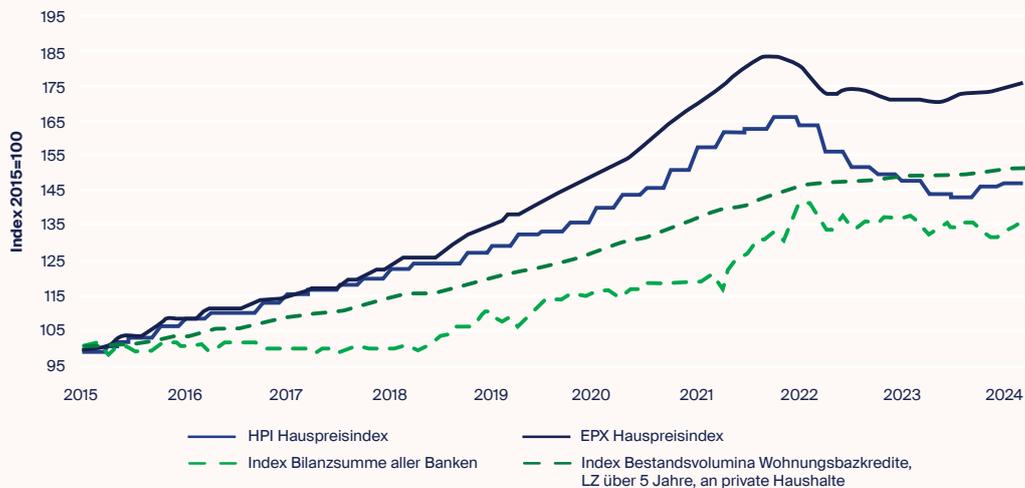


Abbildung 5: Entwicklung der Bilanzsumme deutsche Banken und Hauspreisindex; Zeitraum Q3 2015 – Q3 2024 (Quelle: Europace, DESTATIS, Deutsche Bundesbank)

Grenzen der Bankenfinanzierung – Beispiel CRE Europa

Auch der Europäische Markt für gewerbliche Immobilienkredite wird klassischerweise von den Banken dominiert. 85 % der ausstehenden Kredite werden von monetären Finanzinstituten vergeben.⁶ Gleichzeitig lässt sich aber feststellen, dass die Kreditvergabe deutlich zurückgegangen ist, vor allem wenn man den Zeitraum zwischen 2021 und 2023 gegenüber von 2016 bis 2018.⁷

Diesen Trend bestätigt auch die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA). Sie befragen in halbjährlichem Abstand 85 Großbanken aus den 27 EU-Staaten zur Risikobewertung ab. Im Ergebnis steht, dass die teil-

nehmenden Banken CRE-Krediten skeptischer gegenüberstehen als anderen Investments. Kredite für kleine und mittelständische Unternehmen, Großkonzerne, Konsumentenkredite oder Hypotheken für Wohnimmobilien sind bei Finanzinstituten deutlich beliebter als solche im CRE-Bereich, wie die Umfrage zeigt.⁸

Das reduzierte Interesse an CRE ist kein spontanes Lagebild, sondern ein Trend, der sich bereits seit einigen Jahren zeigt. 20 % der Banken möchten das Investmentvolumen in CRE-Kredite erhöhen (Stand: Herbst 2024), 20 % verringern und rund 50 % stabil beibehalten.⁹ Gleichzeitig wollen immer weniger Banken ihr Volumen für CRE-Kredite erhöhen. Im Herbst 2022 wollten dies noch 28 %.¹⁰

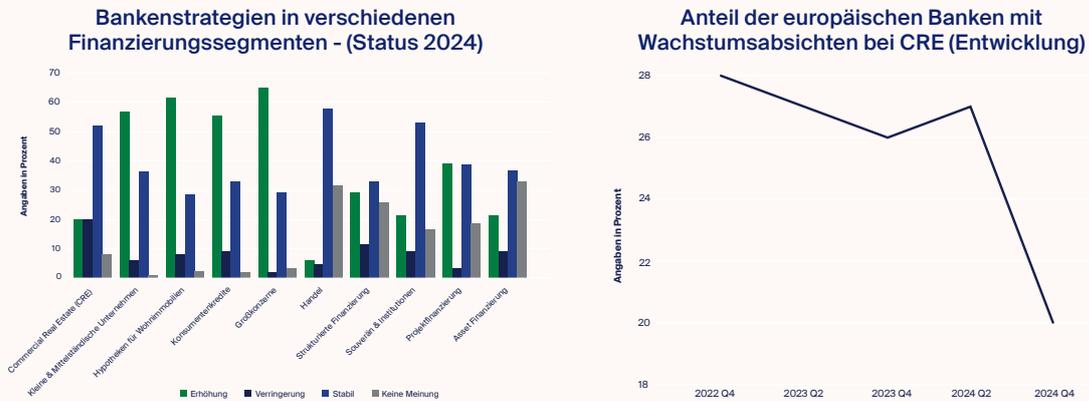


Abbildung 6: Entwicklung der Kreditvergabepläne: Bankenstrategien in verschiedenen Finanzierungssegmenten, Stand: 2024; Entwicklung der Expansionspläne: Anteil der europäischen Banken mit Wachstumsabsichten im Bereich CRE, Stand: 2024 (Quelle: Europäische Bankenaufsichtsbehörde)

Finanzierungs-Gap (nicht durch Banken gedeckter Finanzierungsbedarf)

Der Immobilienmarkt steht vor einer signifikanten Finanzierungslücke, die durch gestiegene Zinsen, höhere Refinanzierungskosten der Banken und restriktivere Kreditvergaben geprägt ist. Die Abkehr von der Nullzinspolitik hat eine Neubewertung von Immobilienwerten erzwungen und gleichzeitig die Refinanzierungskosten der Banken deutlich erhöht. Zwar hat sich dieser Trend durch die jüngsten Zinssenkungen abgeschwächt, gleichwohl müssen diese neu bestimmten Kosten an Kreditnehmer weitergegeben werden. Zahlreiche Investmentvorhaben werden sich dadurch als unwirtschaftlich erweisen und nicht realisiert werden. Für finanzstarke Kunden mit erstklassigen Vorhaben bleibt hingegen ein intensiver Wettbewerb unter Banken bestehen, was zu einem wirtschaftlichen Dilemma führt: Entweder werden die Margen reduziert oder die Wachstumsmöglichkeiten eingeschränkt. Dies begrenzt insgesamt die Bereitschaft und Möglichkeit zur Neukreditvergabe.

Zudem gehen Banken zunehmend zurückhaltend bei der Vergabe von Krediten mit hohen Beleihungsausläufen vor. Während vor der Krise LTV-Werte von bis zu 80 % üblich waren, werden heute meist nur noch konservative 50–60 % finanziert. Dies erschwert zahlreiche Investitionen, da Unternehmen und Investoren gezwungen sind, Vorhaben aufzuschieben oder neu zu bewerten. Unsicherheit und Unwirtschaftlichkeit der Finanzierung hemmen die Marktdynamik und verhindern den Übergang in die nächste Phase des Immobilienzyklus.

Die Refinanzierung auslaufender Kredite stellt eine Herausforderung dar. Laut Schätzungen des Investmentmanagers AEW betrug die Kreditfinanzierungslücke im dritten Quartal 2024 in Europa 86 Mrd. Euro – dies entspricht 13 % aller Immobilienkredite, die im Zeitraum 2025–2027 fällig werden.¹¹ Die Erhebung beruht auf der Differenz zwischen der ursprünglich aufgenommenen gesicherten Verschuldung im Zeitraum 2016–2023 und dem voraussichtlich verfügbaren Refinanzierungsvolumen bei Fälligkeit der Kredite in den nächsten drei Jahren. Insgesamt beläuft sich das Refinanzierungsvolumen in 20 europäischen Ländern auf 650 bis 700 Mrd. Euro. Deutschland und Frankreich stehen mit Refinanzierungsherausforderungen von 19 % bzw. 18 % besonders unter Druck – der höchste Anteil unter den untersuchten Ländern. Großbritannien liegt mit 6 % am unteren Ende der Skala, während Italien und Spanien mit 12 % knapp unter dem europäischen Durchschnitt von 13 % bleiben.

Die Kombination aus steigenden Immobilienpreisen, höheren Refinanzierungskosten und regulatorischen Einschränkungen führt zu einem wachsenden Finanzierungs-GAP. Banken sind nicht mehr in der Lage, den gesamten Kapitalbedarf der Branche zu decken, und verlangen bei Refinanzierungen oft Sondertilgungen oder hohe Gebühren. Dies macht alternative Finanzierungsquellen zunehmend erforderlich, um eine ausreichende Kapitalversorgung sicherzustellen und eine Verlangsamung der Investitionstätigkeit zu verhindern.



Besonders betroffen sind Mid-Market-Transaktionen im Bereich von 30 bis 75 Millionen Euro. Während große institutionelle Investoren sowie angelsächsische Debt Funds sich auf größere Deals konzentrieren und Banken sich auf risikoärmere Engagements beschränken, bleibt dieser Sektor unterversorgt. Dies ist umso kritischer, da gerade jetzt eine erhebliche Welle an Refinanzierungen

ansteht. Viele bestehende Kredite aus der Niedrigzinsphase können nicht ohne Weiteres über Bankfinanzierungen verlängert werden, wodurch die Notwendigkeit alternativer Kapitalquellen weiter steigt.

2. Rolle von Private Debt als Finanzierungslösung

Private Debt verändert die Struktur der Immobilienfinanzierung nachhaltig. Während Banken sich zunehmend auf risikoärmere Engagements konzentrieren, gewinnen alternative Kapitalgeber an Bedeutung. Dieser Wandel betrifft nicht nur Einzelinvestitionen, sondern beeinflusst langfristig die gesamte Kapitalversorgung des Immobiliensektors. Im Folgenden werden wesentliche strukturelle Veränderungen und deren Implikationen für den Markt näher beleuchtet.

Nicht-Banken-Finanzintermediäre (Non-Bank Financial Intermediaries, NBFi) gewinnen als alternative Finanzierungsquelle zunehmend an Bedeutung, insbesondere im Bereich der Immobilienfinanzierung. Sie bieten Kapitalstärke und Flexibilität, die klassische Bankdarlehen oft nicht gewährleisten können.

Kapitalstärke und Flexibilität von NBFi

NBFis umfassen eine Vielzahl von Finanzinstitutionen, die keine traditionellen Banken sind, aber ähnliche Finanzintermediationsfunktionen erfüllen. Das Financial Stability Board (FSB) klassifiziert NBFis in verschiedene ökonomische Funktionen (Economic Functions, EF):

- EF1: Offene Investmentfonds, wie Geldmarktfonds, Rentenfonds und Immobilienfonds, die Anteile mit kurzer Kündigungsfrist anbieten und daher anfällig für plötzliche Mittelabzüge sind.
- EF2: Finanzierungsgesellschaften, die Hypothekendarlehen oder Konsumentenkredite vergeben und nicht in Bankkonzernen integriert sind.
- EF3: Wertpapier- und Derivatehändler, die auf eigene Rechnung handeln, einschließlich Market Maker und Hochfrequenzhändler.

- EF4: Unternehmen, die Kreditintermediation erleichtern, beispielsweise durch Kreditversicherungen oder Finanzgarantien.
- EF5: Spezialisierte Zweckgesellschaften, die durch Verbriefung Kreditintermediation betreiben, wie Asset-Backed Securities (ABS) oder Collateralized Loan Obligations (CLOs).

Die Kapitalstärke und Flexibilität von NBFis ermöglichen es ihnen, Finanzierungsstrukturen anzubieten, die individuell auf die Bedürfnisse der Kreditnehmer zugeschnitten sind – ein entscheidender Vorteil bei komplexen Immobilienprojekten. Da sie weniger strengen regulatorischen Vorgaben unterliegen und über flachere Entscheidungsstrukturen verfügen, können sie Finanzierungsentscheidungen oft schneller treffen als traditionelle Banken. Zudem sind sie bereit, höhere Risiken einzugehen, was Investitionen ermöglicht, die von Banken möglicherweise als zu riskant eingestuft werden. Durch den Einsatz verschiedener Finanzierungsinstrumente und -strategien gelingt es NBFis zudem, Risiken breit zu streuen und stabile Renditen zu erzielen.

In den letzten Jahren haben sich die Rahmenbedingungen für Banken durch strengere Regulierung und veränderte Marktbedingungen verschärft, was zu einer Zurückhaltung bei der Kreditvergabe geführt hat. Diese Entwicklung hat den Weg für NBFis geebnet, die entstandene Finanzierungslücken zu schließen. Insbesondere im Bereich Private Debt, also der nicht-öffentlichen Fremdkapitalfinanzierung, haben NBFis an Bedeutung gewonnen und können die Schwächen traditioneller Banken teilweise kompensieren. Insgesamt bieten NBFis durch ihre Kapitalstärke und Flexibilität eine wertvolle Alternative zu klassischen Bankdarlehen und tragen dazu bei, Finanzierungslücken im Markt zu schließen.

Die zunehmende Reglementierung des Bankensektors, insbesondere durch Basel III und Basel IV, hat die Kre-

ditvergabe der Banken eingeschränkt. Dies hat dazu geführt, dass alternative Finanzierungsquellen, insbesondere Private Debt-Fonds und andere Nicht-Bank-Kreditgeber, stärker nachgefragt wurden.

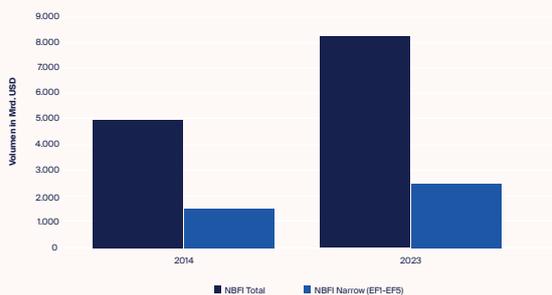
Das Volumen von NBFIs hat in Deutschland in den vergangenen Jahren stark zugenommen. 2014 wurden alternative Finanzierungskredite im Wert von rund 5.072 Mrd. USD vergeben. 2023 waren es rund 8.237 Mrd. USD, was einem Anstieg von 62 % entspricht. Im gleichen Zeitraum hat sich der Wert der ökonomischen Funktionen (EF) ebenfalls deutlich von rund 1.514 Mrd. USD im Jahr 2014 auf rund 2.479 Mrd. USD in 2023 erhöht (+64 %). EF1 bis EF5 sind als Teilmenge des Gesamtvolumens zu betrachten.

In Deutschland dominiert die Kategorie EF1 deutlich. Der Anteil lag 2023 bei 89,5 %, dahinter folgen EF2 mit 6,5 %, EF5 mit 2,8 % und EF3 mit 1,1 %.¹² Die Teilssegmente EF1-EF5 haben sich in Deutschland zwischen im Vergleich 2014 vs. 2023 wie folgt entwickelt:

- EF1 – Investmentfonds:
2014: 1.420 Mrd. USD → 2023: 2.219 Mrd. USD (+56 %)
- EF2 – Kreditfinanzierende Gesellschaften:
2014: 45 Mrd. USD → 2023: 162 Mrd. USD (+259 %)
- EF3 – Wertpapier- und Derivatehändler:
2014: 0,6 Mrd. USD → 2023: 27 Mrd. USD (+4.340 %)
- EF4 – Kreditintermediation über Versicherungen:
Für Deutschland gibt es in diesem Bereich keine Zahlen, da kaum Volumen in diesem Segment gehandelt wird.
- EF5 – Zweckgesellschaften für Kreditverbriefung (ABS, CLOs, etc.):
2014: 48 Mrd. USD → 2023: 70 Mrd. USD (+47 %)

Besonders stark ist der EF3 mit über 4.000 % im Gesamtwert angewachsen, allerdings hat dieses Segment im Jahr 2014 ein noch kaum nennenswertes Volumen erzielt. Ein starkes Wachstum erzielte ebenfalls die Kategorie EF2 mit einem Anstieg von über 250%. Das Segment EF1 bleibt hingegen mit einem Volumen von 2.219 Mrd. USD weiter an der Spitze.

NBFI Volumen Deutschland



NBFI Volumen Europa (20 Länder)

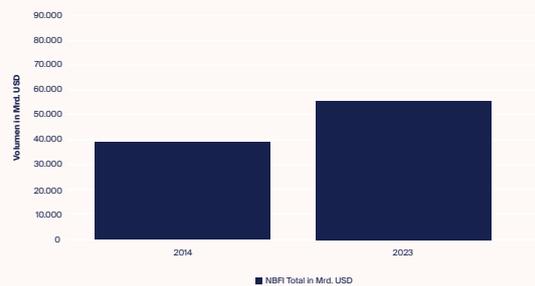


Abbildung 7: Gesamtvolumen der Non-Bank Financial Intermediation (NBFI), Deutschland, Europa - 20 erfasste Länder, 2014 vs. 2023 (Quelle: Financial Stability Board)

Das Gesamtvolumen von NBFi in Europa weist ein ähnlich starkes Wachstum wie in Deutschland auf. FSB wertet hier ausgewählte europäische Länder aus, die nicht deckungsgleich mit der EU, aber dem Währungsraum Euro sind (Österreich, Belgien, Kroatien, Zypern, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Portugal, Slowakei, Slowenien und Spanien). Zwischen 2014 und 2023 ist hier das NBFi-Volumen (Total) um rund 43 % von 39.588 Mrd. USD auf 56.436 Mrd. USD angewachsen.

Charakterisierung von Private Debt

Um das entstehende Finanzierungs-GAP zu schließen, gewinnen alternative Finanzierungsinstrumente wie Private Equity und Debt zunehmend an Bedeutung. Institutionelle Investoren, Versicherungen und Debt Funds bieten Kapital jenseits des traditionellen Bankensektors an und ermöglichen so eine flexible und bedarfsgerechte Finanzierung. Dies stellt eine zentrale Entwicklung dar, um den Immobilienmarkt langfristig stabil zu halten und die Investitionstätigkeit trotz der restriktiveren Bankenkredite aufrechtzuerhalten.

Private Debt bietet hier entscheidende Lösungen. Alternative Finanzierungsinstrumente wie Private Debt-Fonds können flexibler und schneller auf die Bedürfnisse der Kreditnehmer reagieren und sind nicht an die strengen regulatorischen Rahmenbedingungen der Banken gebunden. Besonders in Zeiten, in denen klassische Finanzierungen restriktiver werden, eröffnen Private Debt-Produkte neue Wege. Durch die Bereitstellung von Kapital jenseits der traditionellen Bankkanäle können sie das entstehende Finanzierungs-Gap gezielt überbrücken. Eine innovative Strategie ist dabei die Kombination von Private Debt mit Bankkapital, auch bekannt als Back Leverage. Hierbei wird ein Teil der Finanzierung durch Private Debt-Fonds gestellt, während ergänzend „günstiges“ Bankkapital genutzt wird. Dies verbessert die Kapitalallokation und ermöglicht eine wettbewerbsfähige Finanzierung, die sowohl den Investoren als auch den Kreditnehmern zugutekommt.

Das gegenwärtige Marktumfeld bietet somit eine ideale Ausgangslage für den verstärkten Einsatz von Private Debt. Die Kombination aus restriktiver Bankenkreditvergabe, steigendem Finanzierungsbedarf und einer zunehmenden Marktaktivität nach einer Krisenphase macht alternative Finanzierungen zu einem entscheidenden

Faktor für die Stabilisierung und das zukünftige Wachstum des Immobilienmarktes. Besonders im Segment der mittleren Finanzierungsvolumina bestehen attraktive Chancen für agile Kreditgeber, die flexibel und effizient agieren können. Private Debt erweist sich dabei als unverzichtbares Instrument, um die Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld erfolgreich zu bewältigen.

Grundsätzliche Finanzierungsvarianten

Die Finanzierung einer Immobilieninvestition kann intern (Eigenfinanzierung) oder extern (Fremdfinanzierung) erfolgen. Je nach Art und Bilanzierung werden die Mittel als Eigen- oder Fremdkapital eingestuft. Eine zentrale Unterscheidung besteht somit darin, ob der Kapitalgeber Eigen- oder Fremdkapital bereitstellt.

Eigenkapital steht in der Immobilienfinanzierung nur eingeschränkt zur Verfügung. Die Aufnahme neuer Gesellschafter führt zu Themen hinsichtlich der entstehenden Mitspracherechte, Gewinnansprüche und Gesellschaftsstrukturen. Fremdkapital – in der klassischen Form eines Bankdarlehens – ist ebenfalls nur begrenzt verfügbar, insbesondere durch regulatorische Anforderungen und strengere Bankenratings. Daraus resultieren Optimierungsaufgaben, die eine individuell geeignete und effiziente Finanzierungsstruktur schaffen.

Die Fremdfinanzierung erfolgt über unterschiedliche Kapitalstrukturen, die sich in Rang der Besicherung, Risiko und Rendite unterscheiden:

- Senior Loans sind erstrangige, besicherte Darlehen mit vorrangigem Rückzahlungsanspruch und vergleichsweise niedriger Verzinsung.
- Junior Loans sind nachrangige Darlehen mit höherem Risiko, da sie erst nach den Senior Loans bedient werden. Banken vergeben sie seltener, sodass alternative Kapitalgeber wie Debt Funds diese Lücke füllen.
- Whole Loans kombinieren Senior und Junior Loans in einem einzigen Kreditinstrument. Diese Form ermöglicht eine höhere Fremdkapitalquote und bietet institutionellen Investoren eine flexible Struktur mit einer einzigen Gegenpartei.

Neben klassischen Darlehen kommen Mezzanine-Finanzierungen zum Einsatz, eine Mischform aus Eigen- und Fremdkapital. Sie dienen zur Schließung von Finanzierungslücken und werden oft bei renditestarken Immobilienentwicklungen genutzt. Mezzaninekapital ist nachrangig zu Fremdkapital, aber vorrangig vor Eigenkapital. Die höheren Kapitalkosten ergeben sich aus dem erhöhten Risiko, beeinflusst durch Nachrangigkeit, Sicherheiten und Ausfallrisiko.

Mezzaninekapital wird meist als partiarische Darlehen oder Nachrangdarlehen gewährt. Diese fremdkapitalnahen Formen beinhalten schuldrechtliche Vereinbarungen mit festgelegter Laufzeit. Informations-, Kontroll- und Mitbestimmungsrechte sind auf das Niveau eines Fremdkapitalgebers beschränkt. Partiarische Darlehen bieten eine Gewinn- oder Umsatzbeteiligung anstelle fester Zinsen, ergänzt durch einen Basiszins.

Genussrechte sind eine flexible Finanzierungsform ohne gesetzliche Standardisierung. Sie ermöglichen Gewinn- und Vermögensbeteiligungen und werden oft als Wertpapiere veräußert. Ihre Struktur kann von schuldscheinähnlichen bis hin zu aktienähnlichen Formen reichen. Im Immobiliensektor lassen sich Genussrechte mit Sonderrechten wie Grundpfandrechten oder Bezugsrechten kombinieren, wodurch ein optimiertes Risiko-Chancen-Profil entsteht.

Eine weitere Finanzierungsform ist die stille Beteiligung. Die typische stille Beteiligung ist nachrangig gegenüber Fremdkapital, ohne unternehmerische Mitbestimmung. Der stille Gesellschafter hat Informations-, Kontroll- und Vetorechte, aber keine weitergehende Einflussnahme. Der atypische stille Gesellschafter erhält hingegen unternehmerische Mitspracherechte und trägt unternehmerisches Risiko. Seine Stellung als Mitunternehmer begründet sich durch Verlustbeteiligung und Haftung, deren Ausmaß vertraglich geregelt wird.

Schuldverschreibungen sind Wertpapiere, die Forderungsrechte verbriefen. Unternehmen geben sie zur Kapitalbeschaffung aus. Eine wichtige Form sind Anleihen, die – im Gegensatz zu Bankkrediten – öffentlich begeben werden und häufig börslich handelbar sind. Options- und Wandelanleihen enthalten zusätzliche Rechte für Investoren. Optionsanleihen kombinieren eine Anleihe mit der Option, Unternehmensanteile zu einem bestimmten Preis zu erwerben. Wandelanleihen erlauben den Umtausch der Anleihe in Aktienkapital.

Die genannten Instrumente ermöglichen eine Verbreiterung der Kapitalbasis für das emittierende Immobilienunternehmen und bieten Investoren eine Mischung aus Mindestrendite und Beteiligungschancen. Hierbei spielen auch Risikoüberlegungen eine Rolle.

Eigenkapital	Mezzaninekapital	Fremdkapital
Private Equity - Kooperationsformen: + Gelegenheitsgesellschaften + Interessensgemeinschaften + Kartelle + Gemeinschaftsunternehmen - Konzentrationsformen: + Mehrheitsbeteiligungen + Minderheitsbeteiligungen	Eigenkapitalnahe Gestaltung - Genussrechte - Atypisch stille Beteiligungen	Traditionelle Fremdfinanzierung - Realkredit (grundpfandrechtlich gesichert) - Personalkredit (entsprechend Bonität des Kreditnehmers) - Kombinationen mit unterschiedlichem Grad der Besicherung (Senior, Junior, Whole Loan)
	Fremdkapitalnahe Gestaltung - Typische stille Beteiligungen - Verkäuferdarlehen - Nachrangdarlehen / Partiarisches Darlehen - Hybridanleihen	
Public Equity - Börsengang, Aktienemission	Zwischenform - Wandel- und Optionsanleihen	Moderne Fremdfinanzierung - Anleihen - ABS/Securitisation - Leasing (Financeleasing)

Abbildung 8: Einordnung verschiedener Finanzierungsvarianten im Kontext von Eigen- und Fremdkapital



Eine Neuorientierung im Real Estate Private Debt-Markt zeigt sich in der veränderten Risikostruktur der gewählten Finanzierungsprodukte. Während vor der Zinswende hochrentierliche Mezzanine-Finanzierungen mit Loan-to-Cost-Werten (LTC) von nahezu 100 % eine verbreitete Praxis waren, hat sich das Marktumfeld mittlerweile stark gewandelt. Aktuell besteht ein deutlicher Trend hin zu Senior Secured Loans, einschließlich Senior, Senior Stretched und Whole Loans, die sich durch konservative Beleihungsausläufe (LTVs) und eine stärkere Besicherung auszeichnen. Diese Entwicklung resultiert aus mehreren Faktoren:

- Banken sind weiterhin aktiv, jedoch mit strikteren Kreditvergaberichtlinien und niedrigeren LTVs.
- Mezzanine-Kapitalgeber haben aus der Vergangenheit gelernt, dass hochriskante Strukturen mit hoher Fremdkapitalquote anfällig für Marktschwankungen sind.
- Investoren suchen nach stabileren und weniger risikanten Finanzierungsinstrumenten mit mittelfristig kalkulierbaren Renditen.

Der Fokus auf besicherte Senior-Kreditstrukturen bedeutet, dass private Kreditgeber zunehmend als direkte Alternative zu Banken auftreten. Die Fähigkeit, flexibel und schnell Kapital bereitzustellen, wird zu einem entscheidenden Wettbewerbsvorteil gegenüber traditionellen Banken, deren Entscheidungsprozesse oft komplexer und regulatorisch stärker eingeschränkt sind.

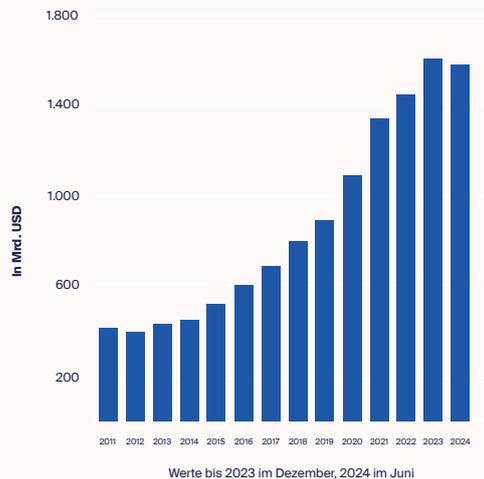
Wachsendes Potenzial von Private Debt

Die restriktivere Finanzierungs politik sowie das generell abnehmende Interesse der Banken am Thema CRE-Debt erfordern es, die klassischen Finanzierungsstrukturen zu überdenken. Finanzierungen über dem bankenunabhängigen Kapitalmarkt gewinnen an Bedeutung.

Die globale private Kreditfinanzierung insgesamt hat in den vergangenen Jahren ein signifikantes Wachstum verzeichnet. Das weltweite Finanzierungsvolumen von rund 365 Mrd. USD im Jahr 2011 ist auf über 1.500 Mrd. USD im Jahr 2024 angewachsen. Besonders markant war die Wachstumsphase ab 2015, als das Volumen innerhalb von nur fünf Jahren von rund 520 Mrd. USD (2015) auf rund 1.090 Mrd. USD (2020) anstieg. Dies deutet auf eine zunehmende Etablierung von Private Debt als alternative Finanzierungsquelle hin, insbesondere in Märkten mit restriktiverer Banken kreditvergabe. Die stärksten Zuwächse wurden zwischen 2016 und 2020 beobachtet, was darauf hindeutet, dass institutionelle Investoren, nicht nur im Immobilienbereich, verstärkt auf Nicht-Bank-Kreditlösungen setzten. Auch nach der Corona-Pandemie blieb die Nachfrage nach privater Kreditfinanzierung hoch, mit weiterem Wachstum in den Jahren 2021 bis 2024. Bis 2024 stieg der Wert auf rund 1.590 Mrd. USD, einem Plus von rund 77 Prozent in den vergangenen 5 Jahren.

Neben dem rasanten Wachstum des Private-Debt-Marktes insgesamt zeigt sich auch eine kontinuierliche Steigerung des akquirierten Kapitals für Immobilienfinanzierungen durch nicht-monetäre Kreditinstitute. Im Jahr 2014 lag das weltweit eingesammelte Kapital für diesen Sektor bei etwa 70 Mrd. EUR, stieg jedoch bereits 2015 auf rund 110 Mrd. EUR an und erreichte 2021 mit 210 Mrd. EUR einen neuen Höchststand. Dieses Wachstum unterstreicht die zunehmende Relevanz von Private Debt als alternative Finanzierungsquelle im Immobilienbereich. Besonders bemerkenswert ist der signifikante Anstieg in den Jahren 2015 bis 2016 sowie ab 2019, was auf eine verstärkte Nachfrage nach Finanzierungslösungen jenseits des Bankensektor hindeutet. 2023 wird das global akquirierte Fremdkapital auf rund 180 Mrd. EUR beziffert, einem leichten Rückgang zu 2022. Trotz kurzfristiger Schwankungen bleibt der Trend eindeutig: Institutionelle Investoren und Debt-Fonds akquirieren kontinuierlich höhere Kapitalvolumen, um sich in einem Marktumfeld zu positionieren, das durch regulatorische Einschränkungen im Bankensektor und veränderte Finanzierungs-

**Entwicklung Private Debt - alle Verwendungen
(Volumen weltweit, Schätzung)**



**Entwicklung Private Debt - für Immobilien
(Volumen weltweit, Schätzung)**

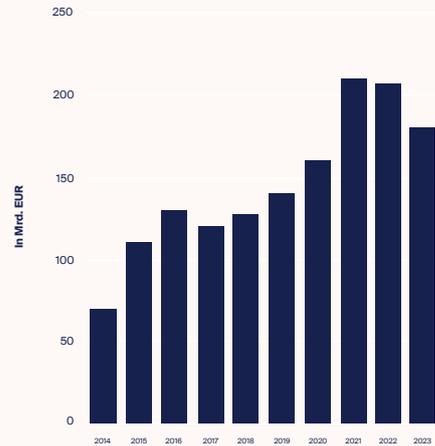


Abbildung 9: Private Kreditfinanzierung alle Verwendungen, weltweit geschätzt, 2011-2024 (Quelle: Handelsblatt auf Basis von Prequin); Private Kreditfinanzierung für Immobilieninvestitionen, weltweit geschätzt, 2014-2023 (Quelle: Savills auf Basis von Prequin)

Beispielmarkt CRE-Debt Vereinigtes Königreich

Das Beispiel aus dem Vereinigten Königreich zeigt, wie stark sich der Markt für gewerbliche Immobilienkredite gewandelt hat. Während Banken traditionell die Hauptquelle für CRE-Darlehen waren, sank ihr Marktanteil von rund 90 % im Jahr 2012 auf etwa 60 % im Jahr 2023. Gleichzeitig ist der Anteil der (privaten) Versicherer und Alternativen Finanzierer deutlich gestiegen.

Besonders bemerkenswert ist das Wachstum alternativer Finanzierer, zu denen Private Debt-Fonds, Debt Funds und andere Nicht-Bank-Kreditgeber gehören. Ihr Marktanteil hat sich im beobachteten Zeitraum signifikant erhöht – von einem marginalen Anteil im Jahr 2012 auf über 20 % im Jahr 2023. Dieser Trend deutet auf eine strukturelle Verschiebung im Finanzierungsmarkt im Vereinigten Königreich hin: Investoren suchen zunehmend nach flexibleren und individuell zugeschnittenen Kreditstrukturen, die klassische Banken in diesem Umfang nicht mehr anbieten können. Alternative Finanzierer schließen gezielt Finanzierungslücken, die durch

restriktivere Bankenrichtlinien entstanden sind. Die zunehmende Professionalisierung dieses Segments und die steigende Akzeptanz der Nicht-Bank-Finanzierungsinstrumente deuten darauf hin, dass Private Debt im Vereinigten Königreich zu einer tragenden Säule der Immobilienfinanzierung geworden ist.

Parallel zur wachsenden Bedeutung von Private Debt in der gewerblichen Immobilienfinanzierung im Vereinigten Königreich haben sich auch die Finanzierungskosten für diese Produkte verändert. Zwischen 2014 und 2017 war ein Rückgang der Kapitalkosten zu beobachten, was auf eine wachsende Marktakzeptanz und einen verstärkten Wettbewerb unter den Kapitalgebern hindeutet. Besonders alternative Finanzierer profitierten von diesem Umfeld, da sie zunehmend wettbewerbsfähige Konditionen anbieten konnten und so einen größeren Marktanteil gewannen. Aufgrund der gestiegenen Zinsen sowie höheren Risikoaversion der Kapitalgeber zeichnet sich ab 2017 jedoch eine Stabilisierung und in einigen Fällen eine Verteuerung der Finanzierungskosten ab.

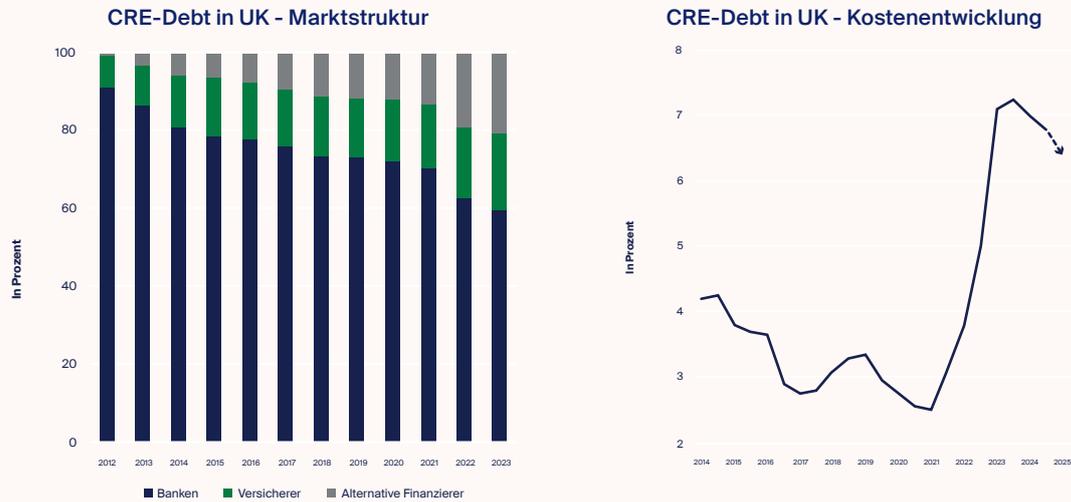


Abbildung 10: Marktstruktur und Kostenentwicklung für CRE-Debt im Vereinigten Königreich, 2012-2023 bzw. 2014-2024 (Quelle: Savills auf Basis von Bayes Business School, Barings auf Basis von Bayes Business School, OEF)

3. Chancen für Private-Debt-Investoren

Während der Finanzierungsbedarf weiterhin hoch bleibt und Banken ihre Kreditvergabe zunehmend einschränken, können sich Private-Debt-Investoren durch innovative Finanzierungsmodelle und flexible Strukturen neue Marktanteile sichern. Gerade im Mid-Market-Segment ergeben sich attraktive Anlagemöglichkeiten, da dort ein hoher Kapitalbedarf besteht, den klassische Bankdarlehen nicht mehr vollständig abdecken. So eröffnet sich Raum für Private-Debt-Produkte, die nicht nur das Portfolio der Investoren diversifizieren, sondern zugleich stabile Renditechancen bieten. Trotz regulatorischer Vorgaben und einem kompetitiven Umfeld haben Private-Debt-Fonds die Möglichkeit, sich langfristig als zuverlässige Partner in der Immobilienfinanzierung zu etablieren – vorausgesetzt, sie setzen auf ein konsequentes Risikomanagement und nutzen Instrumente wie Back Leverage, um ihre Wettbewerbsposition weiter zu stärken.

Private Debt im Segment der Non-Listed Real Estate Vehicles

Die Entwicklung des globalen Marktes für Non-Listed Real Estate Assets zeigt ein starkes Wachstum in den letzten Jahren. Dies wird besonders deutlich, wenn man die Wertentwicklung der Assets under Management (AuM) Debt-Produkte (non-listed) mit dem Gesamtvolumen der AuM Total (non-listed) vergleicht. Die Daten aus der INREV Fund Manager Survey 2024 verdeutlichen, dass die AuM Debt-Produkte (non-listed) zwischen 2015 und 2023 signifikant angestiegen sind. Während 2015 das Gesamtvolumen der AuM Debt-Produkte (non-listed) noch bei rund 78,3 Mrd. EUR lag, ist es bis 2023 auf über 400 Mrd. EUR angewachsen. Dies entspricht einer Wachstumsrate von fast 421 % innerhalb von acht Jahren. Zum Vergleich: Die AuM Total (non-listed) sind im gleichen Zeitraum ebenfalls gestiegen, jedoch mit einem moderateren Wachstum. Lag das Gesamtvolumen 2015 noch bei 1.606 Mrd. EUR, stieg es bis 2023 auf etwa 3.060 Mrd. EUR an. Dies entspricht einem Anstieg von rund 91 %, also deutlich weniger als das Wachstum der AuM Debt-Produkte (non-listed).

Diese Diskrepanz zwischen dem Wachstum der AuM Debt-Produkte (non-listed) und den AuM Total (non-listed) lässt sich auf mehrere Faktoren zurückführen. Insbesondere die Zurückhaltung der Banken bei der Vergabe von Immobilienkrediten in Folge gestiegener regulatorischer Anforderungen und erhöhter Refinanzierungskosten hat dazu geführt, dass alternative Finanzierungsformen an Bedeutung gewonnen haben. Debt-Produkte (non-listed) sind in der Lage, diese Finanzierungslücke zu schließen und Investoren mit flexiblen und individuell zugeschnittenen Kreditstrukturen zu unterstützen.

Ein weiterer Grund für das schnellere Wachstum der AuM Debt-Produkte (non-listed) ist die steigende Nachfrage nach nicht-traditionellen Finanzierungsinstrumenten. In einem Umfeld höherer Zinsen und restriktiverer Bankenregulierung suchen Investoren nach flexibleren und ertragsstärkeren Alternativen zu klassischen Immobilienfinanzierungen. Debt-Produkte

(non-listed) ermöglichen es Investoren, Kapital effizienter einzusetzen und sich auf eine diversifizierte Struktur von Finanzierungsmodellen zu stützen.

Die Entwicklung der AuM Debt-Produkte (non-listed) zeigt, dass sich der Markt für alternative Finanzierungsformen weiter dynamisch entwickelt. Die deutliche Steigerung der AuM Debt-Produkte (non-listed) gegenüber den AuM Total (non-listed) weist darauf hin, dass sich dieser Sektor als eine zentrale Finanzierungsquelle für Immobilieninvestitionen etabliert hat. Die künftige Entwicklung wird maßgeblich davon abhängen, inwieweit Banken ihre Zurückhaltung beibehalten oder ob sich der regulatorische Rahmen zugunsten einer breiteren Kreditvergabe entspannt. Angesichts der aktuellen Marktbedingungen ist jedoch davon auszugehen, dass AuM Debt-Produkte (non-listed) auch in den kommenden Jahren weiterhin ein starkes Wachstum verzeichnen werden.

Wertentwicklung Non-Listed Real Estate Assets (AuM nach INREV)

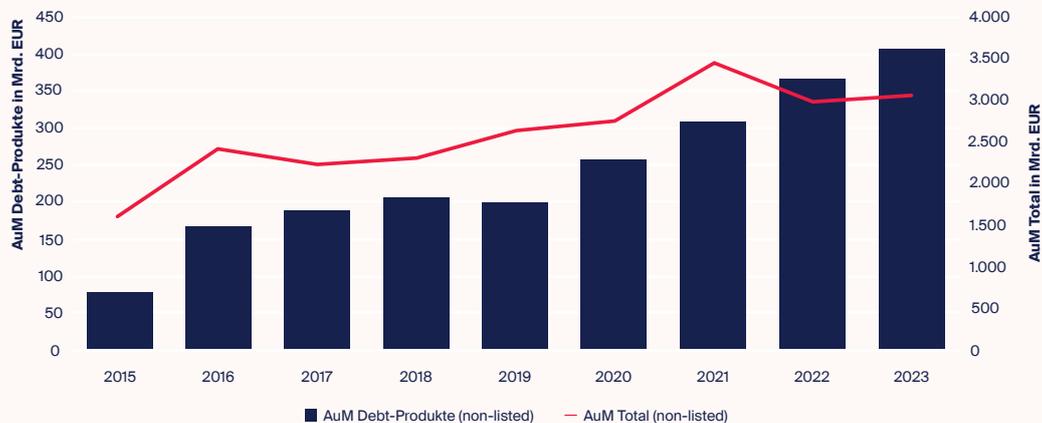


Abbildung 11: Wertentwicklung Non-Listed Real Estate Assets, AuM Total vs. Debt-Produkte, Zeitraum: 2015-2023 (Quelle: INREV Fund Manager Survey 2024)

Renditepotenzial vs. Risikomanagement

In einem sich wandelnden Finanzierungsumfeld gewinnt die strategische Zusammensetzung von Portfolios für Investoren zunehmend an Bedeutung. Die anhaltende Zurückhaltung der Banken bei der Immobilienkreditvergabe und die gestiegenen Finanzierungskosten haben

nicht nur die Marktbedingungen verändert, sondern auch die Entscheidungsgrundlage institutioneller Anleger beeinflusst. Eine zentrale Fragestellung ist dabei, inwieweit sich Private Debt als Ergänzung oder Alternative zu traditionellen Eigenkapitalanlagen im Immobiliensektor eignet.

Dabei stellen Debt-Investments eine Anlageform dar, die eine stabilere und vorhersehbare Renditestruktur als klassisches Eigenkapital (Private Equity) aufweist. Während Eigenkapitalinvestitionen durch potenziell höhere, aber volatilere Renditen gekennzeichnet sind, bietet Private Debt vergleichsweise konstante Cashflows mit geringerem Risikoprofil.

Typische Erwartungen an Debt-Investments sind:

- Vorhersehbare Erträge durch vertraglich festgelegte Zinszahlungen
- Höhere Sicherheit durch besicherte Strukturen (z. B. Senior Loans, Whole Loans)
- Geringere Abhängigkeit von Marktzyklen, da Rückflüsse durch laufende Zinszahlungen erfolgen
- Potenzielle Absicherung gegen Wertschwankungen durch Besicherung mit Immobilienvermögen
- Begrenzte, aber stabile Renditechancen

Die Renditespannen zeigen sich entsprechend unterschiedlich: Während Private Debt-Fonds im Immobiliensektor oft Renditen von 6–12 % p. a. erzielen, können Private-Equity-Immobilieninvestitionen im Erfolgsfall deutlich höhere zweistellige Renditen generieren – allerdings bei wesentlich höherem Risiko.

Private Debt bietet eine vorteilhafte Risikostruktur, insbesondere in einem Marktumfeld mit steigenden Finanzierungskosten und restriktiverer Kreditvergabe durch Banken. Besicherte Senior-Kreditstrukturen (z. B. erstrangige Hypotheken) reduzieren das Ausfallrisiko. Zudem sind Private Debt-Fonds in der Lage, durch flexible Finanzierungsmodelle auf Marktschwankungen zu reagieren, beispielsweise durch:

- Für institutionelle Investoren liegt der Vorteil nicht in einer reinen Entscheidung zwischen Private Debt oder Private Equity, sondern in der optimalen Kombination beider Anlageformen. Eine ausgewogene Allokation ermöglicht:
- Reduktion der Volatilität im Portfolio durch stabilere Renditeströme aus Fremdkapitalfinanzierungen

- Höhere Stabilität in Marktschwankungen, da die Zinserträge von Private Debt unabhängig von kurzfristigen Wertanpassungen der Immobilienmärkte fließen
- Optimierung der Liquiditätssteuerung, da Debt-Strukturen regelmäßige Ausschüttungen generieren, während Private Equity höhere Kapitalbindung aufweist

- Flexibilität in der Finanzierungsstrategie, um sich an veränderte Marktbedingungen anzupassen

Private Debt bietet institutionellen Investoren somit eine Möglichkeit, Portfolios gezielt zu diversifizieren und die Rendite-Risiko-Struktur zu optimieren. Während klassische Equity-Investments eine höhere Rendite ermöglichen, gehen sie mit signifikanten Marktrisiken und längerer Kapitalbindung einher. Private Debt hingegen stellt eine defensivere Anlageform dar, die stabile Erträge mit kalkulierbarem Risiko kombiniert.

Back Leverage als Instrument zur Effizienzsteigerung

Ein potenzieller Hebel zur Steigerung der Effizienz und der Rendite eines Debt-Fonds, der Immobilienfinanzierungen vergibt, ist die Nutzung von Back Leverage. Dieses Instrument beschreibt die Aufnahme von Fremdkapital auf der Ebene des Fonds selbst, um dessen Eigenkapital zu hebeln. Damit wird es ermöglicht, zusätzliche Darlehen zu vergeben, ohne die Eigenkapitalbasis unmittelbar erhöhen zu müssen.

Die Vorteile dieser Struktur sind:

- Effiziente Kapitalallokation: Durch Back Leverage können Private-Debt-Fonds mit weniger Eigenkapital ein größeres Finanzierungsvolumen abbilden.
- Verbesserte Rendite: Da die Kosten des aufgenommenen Fremdkapitals in der Regel unter den erzielten Kreditmargen liegen, entsteht ein positiver Leverage-Effekt.
- Erhöhte Flexibilität in der Liquiditätssteuerung: Die Möglichkeit, kurzfristig zusätzliches Kapital aufzunehmen, verbessert die Fähigkeit eines Fonds, auf Marktveränderungen zu reagieren.



In der Praxis refinanziert sich der Fonds durch die Einbindung von Back Leverage zu marktüblichen Konditionen. Dadurch wird das eingesetzte Kapital der Investoren effektiver genutzt, da es durch den Fremdkapitaleinsatz mehrfach eingesetzt werden kann. Dies führt zu einer gesteigerten Gesamtkapitalrendite (Return on Equity, RoE). Für den Fonds entstehen hierdurch entscheidende Wettbewerbsvorteile, insbesondere in Märkten mit geringer Margenbasis, da die Kosten für das Back Leverage in der Regel niedriger sind als die erzielten Darlehenszinsen.

Neben der Renditeverbesserung bietet Back Leverage auch Vorteile in der Liquiditätssteuerung. Durch eine gezielte Nutzung von Fremdkapital kann der Fonds flexibel auf Nachfrageänderungen reagieren und kontinuierlich neue Finanzierungszusagen tätigen. Diese taktische Flexibilität ist besonders in volatilen Märkten von strategischer Bedeutung, um Marktchancen optimal zu nutzen und Investoren eine verlässliche Ausschüttung zu bieten.

Zusammenfassend ist Back Leverage ein wirkungsvolles Instrument, um die Effizienz eines Debt-Fonds zu steigern. Es erlaubt nicht nur eine höhere Rendite für die Investoren, sondern verbessert auch die operative Flexibilität und die Marktposition des Fonds, ohne das Risikoprofil übermäßig zu belasten. Voraussetzung ist jedoch ein stringentes Risikomanagement, um potenzielle negative Effekte, wie eine Verschärfung der Fremdkapitalkosten in Stressphasen, zu vermeiden.

Besonders in einem Umfeld mit hoher Finanzierungsnachfrage, aber begrenztem Kapitalangebot, stellt Back Leverage eine strategische Ergänzung zu klassischen Private Debt-Strukturen dar.

Szenarien zum Entwicklungspotenzial

Der Markt für Real Estate Private Debt befindet sich in einem dynamischen Wandel, der durch makroökonomische Entwicklungen, regulatorische Anpassungen und strukturelle Veränderungen im Bankensektor geprägt ist. Die kommenden Jahre bieten verschiedene Entwicklungsszenarien, die Investoren und Marktteilnehmer vor neue Herausforderungen, aber auch Chancen stellen.

1. Basisszenario: Etablierung von Private Debt als Kernbestandteil der Immobilienfinanzierung

In einem stabilen Zinsumfeld mit moderater wirtschaftlicher Erholung bleibt der Finanzierungsbedarf für gewerbliche Immobilien hoch. Banken halten an restriktiven Kreditvergabekriterien fest, was dazu führt, dass Private Debt als alternative Finanzierungsquelle zunehmend standardisiert wird. Investoren profitieren von stabilen Cashflows und einer wachsenden Nachfrage nach flexiblen Finanzierungsstrukturen, insbesondere in Mid-Market-Transaktionen.

- Chancen: Nachhaltiges Marktwachstum durch fortschreitende Institutionalisierung von Private Debt.
- Risiken: Anhaltende Unsicherheiten durch regulatorische Anpassungen und Marktschwankungen.

2. Wachstumsszenario: Expansion durch verstärkte Integration alternativer Finanzierungsmodelle

Sollte sich der Trend einer weitergehenden Restrukturierung der Bankenfinanzierung fortsetzen, könnte Private Debt in noch größerem Umfang traditionelle Finanzierungsformen ersetzen. Dabei könnten neue Finanzierungsinstrumente, wie tokenisierte Schuldscheindarlehen oder hybride Kreditstrukturen, an Bedeutung gewinnen. Die Diversifikation von Kapitalquellen, insbesondere durch institutionelle Investoren und Debt-Fonds, könnte das Marktvolumen signifikant steigern.

- Chancen: Erweiterung des Private-Debt-Sektors durch innovative Finanzierungsinstrumente und neue Investorenkreise.
- Risiken: Verstärkter Wettbewerb um attraktive Kreditnehmer und potenzielle Zunahme von Risiko-transaktionen.

3. Krisenszenario: Marktverwerfungen durch wirtschaftliche Rezession oder regulatorische Eingriffe

In einem Umfeld steigender Zinsen, wirtschaftlicher Abschwächung oder unvorhergesehener regulatorischer Eingriffe könnte sich das Wachstum von Private Debt verlangsamen oder gar rückläufig entwickeln. Strengere Eigenkapitalanforderungen und veränderte Refinanzierungsbedingungen könnten dazu führen, dass weniger Kapital für Private-Debt-Investitionen zur Verfügung steht. In einem Worst-Case-Szenario könnte es zu einem Anstieg notleidender Kredite (NPLs) kommen.

- Chancen: Selektive Investmentstrategien und krisenresistente Kreditportfolios können Risiken abfedern.
- Risiken: Steigende Refinanzierungskosten und Liquiditätsengpässe können den Markt belasten.

4. Regulierungsszenario: Stärkere Regulierung der Kapitalmärkte und Wiedererstarben des Bankensektors

In diesem Szenario würden politische Entscheidungsträger eine stärkere Regulierung des Private-Debt-Marktes vorantreiben, um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Dies könnte zu restriktiveren Eigenkapitalanforderungen und höheren Berichtspflichten für alternative Kreditgeber führen. Gleichzeitig könnten Banken durch regulatorische Anreize wieder eine größere Rolle in der Immobilienfinanzierung übernehmen, wodurch der Marktanteil von Private Debt schrumpfen würde.

- Chancen: Stabilisierung der Finanzmärkte und verbesserte Risikotransparenz.
- Risiken: Einschränkung der Flexibilität alternativer Finanzierungsformen und mögliche Kapitalverknappung für nicht-bankengebundene Investoren.

Die Zukunft des Private-Debt-Marktes hängt stark von externen Faktoren wie Zinsentwicklung, Regulierung und makroökonomischer Stabilität ab. Während das Basisszenario eine schrittweise Etablierung als Standardfinanzierung vorsieht, bietet das Wachstumsszenario eine Perspektive auf eine deutlich erweiterte Marktdurchdringung. Zugleich sind Krisenszenarien nicht auszuschließen, insbesondere im Falle von wirtschaftlichen Schocks oder verschärften regulatorischen Auf-

lagen. Eine denkbare Regulierung des Private-Debt-Sektors könnte zudem eine Rückkehr zu einer stärkeren Bankendominanz nach sich ziehen, wodurch alternative Finanzierungsmodelle auf eine neue Probe gestellt würden.

Strategische Fokussierung auf Mid-Market-Transaktionen

Eine bedeutende Finanzierungslücke zeigt sich insbesondere im Mid-Market-Segment, also bei Transaktionen im Bereich von 30 bis 75 Millionen Euro. Während große institutionelle Investoren vermehrt in Mega-Deals investieren und Banken ihre Kreditvergabe stärker regulieren, bleibt der Mittelmarkt strukturell unterversorgt.

Alternative Finanzierungsinstrumente wie Private Debt schließen diese Lücke, indem sie Kapital auch für jene Investitionsvorhaben bereitstellen, die aufgrund strenger Beleihungsgrenzen oder komplexer Projektstrukturen kein klassisches Bankdarlehen erhalten. Mid-Market-Deals können so strukturiert werden, dass mehrere Fremdkapitalgeber – beispielsweise eine Bank im Senior-Segment und ein Private-Debt-Fonds im nachrangigen Junior- oder Mezzanine-Bereich – die Finanzierung gemeinsam darstellen. Diese flexiblen Strukturen ermöglichen es Investoren, trotz insgesamt unsicherer Marktphasen liquide zu bleiben und laufende Projekte weiterzuführen.

Die Relevanz des Mid-Market-Segments für den Immobilienmarkt wird häufig unterschätzt, da öffentliche Aufmerksamkeit in erster Linie großen Transaktionen gilt. Allerdings sind Mid-Market-Transaktionen häufig der Dreh- und Angelpunkt für mittelständische Unternehmen, Family Offices oder spezialisierte Immobilienfonds, die Immobilienportfolios in dieser Größenordnung erwerben oder projektieren. Gerade hier kommen die Vorteile von Private Debt zum Tragen: kurze Entscheidungswege, individuelle Strukturen und eine zielgenaue Risikoteilung. Damit sorgt Private Debt nicht nur für Kapital in Marktphasen, in denen Banken tendenziell zurückhaltend agieren, sondern trägt über die Stabilisierung von Mid-Market-Deals auch zur langfristigen Liquiditätssicherung des Gesamtmarktes bei.

Dieser Marktbereich bietet Private-Debt-Investoren attraktive Chancen, da hier Kapitalbedarf besteht, der durch traditionelle Bankfinanzierung nicht mehr in vol-



lem Umfang gedeckt wird. Die zunehmende Zurückhaltung der Banken bei der Vergabe von Krediten in dieser Größenordnung hat dazu geführt, dass sich alternative Kapitalgeber als wesentliche Finanzierungsquelle etablieren. Vorteile einer Spezialisierung auf Mid-Market-Transaktionen sind:

- weniger Wettbewerb: Große institutionelle Investoren konzentrieren sich auf großvolumige Transaktionen, während kleinere Projekte unterfinanziert bleiben.

- Hohe Nachfrage nach flexiblen Finanzierungsstrukturen: Unternehmen in diesem Segment profitieren besonders von maßgeschneiderten Finanzierungsmodellen, die Banken häufig nicht anbieten können.
- Attraktives Rendite-Risiko-Profil: Durch konservative LTVs und eine selektive Kreditvergabe lassen sich risikoangepasste Renditen realisieren.

Mit Blick auf die kommenden Jahre wird erwartet, dass sich dieser Marktbereich weiter stabilisiert und gezielte Private-Debt-Strategien ein zentrales Element der Finanzierungslösungen bleiben.

4. Fazit

Die anhaltenden Umbrüche im Immobilienmarkt eröffnen Real Estate Private Debt neue Chancen: Banken agieren zunehmend zurückhaltend, während alternative Kapitalgeber Finanzierungslücken schließen und insbesondere im Mid-Market-Segment – Transaktionen von 30 bis 75 Mio. € – flexible Lösungen anbieten können.

Trotz dieser Dynamik bleibt ein stringentes Risikomanagement entscheidend. Private-Debt-Investoren müssen Bonität, Projektqualität und Sicherheiten sorgfältig bewerten, um langfristig stabile Renditen zu erzielen. Neben erstrangig besicherten Krediten (Senior Secured Loans) erleichtert vor allem eine breite Diversifikation die Risikosteuerung.

Wesentliches Wachstumspotenzial liegt in Co-Lending-Modellen mit Banken und im Einsatz von Back Leverage, mit dem Fonds ihr Kapital effizient hebeln können. So lassen sich attraktive Renditen erzielen und zugleich Finanzierungsspielräume erweitern.

Die weitere Entwicklung hängt stark von den Zinsen und regulatorischen Vorgaben ab: Steigende Eigenkapitalanforderungen könnten den Spielraum der Banken weiter einengen und Private Debt zusätzlich Auftrieb verleihen. Umgekehrt steigert eine mögliche Zinssenkung oder Lockerung der Regulierung den Wettbewerb.

Insgesamt wird Private Debt langfristig zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Immobilienfinanzierung, sofern Professionalität, Flexibilität und Risikobewusstsein gewährleistet bleiben. Besonders im Mid-Market-Bereich werden so künftig wesentliche Impulse für Wachstum und Stabilität gesetzt.



Quellen und Verweise

¹ Vgl. PwC 2024, Gewerbliche Immobilienkredite in der Krise: Steht Deutschland vor einer Non-Performing-Loan Welle?, S. 15, unter <https://www.pwc.de/de/real-estate/real-estate-institute/pwc-whitepaper-real-estate-npl-maerz-2024.pdf>, zuletzt aufgerufen am 20.02.2025

² Vgl. S&P Global 2024, Commercial real estate maturity wall \$950B in 2024, peaks in 2027, unter <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/research/commercial-real-estate-maturity-wall-950b-in-2024-peaks-in-2027>, zuletzt aufgerufen am 10.02.2025

[3] Vgl. S&P Global 2024, Commercial real estate maturity wall \$950B in 2024, peaks in 2027, unter <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/research/commercial-real-estate-maturity-wall-950b-in-2024-peaks-in-2027>, zuletzt aufgerufen am 10.02.2025

⁴ Vgl. Bankenverband 2024, Unternehmensfinanzierung aktuell, S. 7, unter <https://bankenverband.de/finanzierung/unternehmensfinanzierung-aktuell-november-2024>, zuletzt aufgerufen am 31.01.2025

⁵ Vgl. PwC 2024, Gewerbliche Immobilienkredite in der Krise: Steht Deutschland vor einer Non-Performing-Loan Welle?, S. 9, unter [pwc.de/de/real-estate/real-estate-institute/pwc-whitepaper-real-estate-npl-maerz-2024.pdf](https://www.pwc.de/de/real-estate/real-estate-institute/pwc-whitepaper-real-estate-npl-maerz-2024.pdf), zuletzt aufgerufen am 31.01.2025

⁶ Vgl. AEW Investment Management 2024, Monatlicher Research Report, Oktober 2024, S.2, unter <https://www.aew.com/research/is-the-worst-of-the-refinancing-challenge-behind-us>, zuletzt aufgerufen am 10.02.2025

⁷ Vgl. AEW Investment Management 2024, Monatlicher Research Report, Oktober 2024, S.2, unter <https://www.aew.com/research/is-the-worst-of-the-refinancing-challenge-behind-us>, zuletzt aufgerufen am 31.01.2025

⁸ Vgl. European Banking Authority 2024: Risk Assessment Questionnaire, unter https://tools.eba.europa.eu/interactive-tools/2024/powerbi/256109/raq24q4_visualisation_page.html, zuletzt aufgerufen am 14.02.2024

⁹ Vgl. European Banking Authority 2024: Risk Assessment Questionnaire, unter https://tools.eba.europa.eu/interactive-tools/2024/powerbi/256109/raq24q4_visualisation_page.html, zuletzt aufgerufen am 14.02.2024

¹⁰ Vgl. European Banking Authority 2024: Risk Assessment Questionnaire, unter https://tools.eba.europa.eu/interactive-tools/2024/powerbi/256109/raq24q4_visualisation_page.html, zuletzt aufgerufen am 14.02.2024

¹¹ Vgl. AEW Investment Management 2024, Monatlicher Research Report, Oktober 2024, S.2, unter <https://www.aew.com/research/is-the-worst-of-the-refinancing-challenge-behind-us>, zuletzt aufgerufen am 31.01.2025

¹² Vgl. Financial Stability Board (FSB), Global Monitoring Reporting on Non-Bank-Financial Intermediation: Data, unter <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/non-bank-financial-intermediation/global-nbfi-monitoring-report-data/>, zuletzt aufgerufen am 04.02.2025



Autoren



PROF. DR. STEFFEN METZNER

Head of Research Empira Group
steffen.metzner@empira-invest.com



NOAH-DAVID SCHWILL

Research Analyst Real Estate Empira Group
noah-david.schwill@empira-invest.com

Kontakt

Empira Group
Gubelstrasse 32
6300 Zug
Schweiz

Tel. +41 41 72875-75

Empira Asset Management GmbH
Kurfürstendamm 213
10719 Berlin
Deutschland

Tel. +49 30 221 8499-10

info@empira-invest.com / www.empira-invest.com

Stand: März 2025
Haftungsausschluss: Alle Angaben ohne Gewähr. Änderungen bleiben vorbehalten.



Weitere Researchberichte stehen auf der Website der Empira Group unter empira-invest.com zur Verfügung.

DISCLAIMER

This information is provided to discuss general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions. Economic and market forecasts presented herein reflect our judgment as of the date of this presentation and are subject to change without notice. These forecasts are subject to high levels of uncertainty that may affect actual performance. These forecasts do not take into account the specific investment objectives, restrictions, tax and financial situation or other needs of any specific client. Actual data will vary and may not be reflected here. Accordingly, these forecasts should be viewed as merely representative of a broad range of possible outcomes. These forecasts are estimated, based on assumptions, and are subject to significant revision and may change materially as economic and market conditions change. Any references to indices, benchmarks or other measures of relative market performance over a specified period of time are provided for your information only.

NOTICE TO RECIPIENTS

THIS DOCUMENT IS FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY AND SHOULD NOT BE RELIED UPON AS INVESTMENT ADVICE. This document has been prepared by Empira AG and is not intended to be (and may not be relied on in any manner as) legal, tax, investment, accounting or other advice or as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any securities of any investment product or any investment advisory service. The information contained in this document is superseded by, and is qualified in its entirety by, such offering materials. This document may contain proprietary, trade-secret, confidential and commercially sensitive information. U.S. federal securities laws prohibit you and your organization from trading in any public security or making investment decisions about any public security on the basis of information included in these materials.

THIS DOCUMENT IS NOT A RECOMMENDATION FOR ANY SECURITY OR INVESTMENT. References to any portfolio investment are intended to illustrate the application of Empira AG's investment process only and should not be used as the basis for making any decision about purchasing, holding or selling any securities. Nothing herein should be interpreted or used in any manner as investment advice. The information provided about these portfolio investments is intended to be illustrative and it is not intended to be used as an indication of the current or future performance of Empira AG's portfolio investments.

AN INVESTMENT IN A FUND ENTAILS A HIGH DEGREE OF RISK, INCLUDING THE RISK OF LOSS. There is no assurance that a Fund's investment objective will be achieved or that investors will receive a return on their capital. Investors must read and understand all the risks described in a Fund's final confidential private placement memorandum and/or the related subscription documents before making a commitment. The recipient also must consult its own legal, accounting and tax advisors as to the legal, business, tax and related matters concerning the information contained in this document to make an independent determination and consequences of a potential investment in a Fund, including US federal, state, local and non-US tax consequences.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS OR A GUARANTEE OF FUTURE RETURNS. The performance of any portfolio investments discussed in this document is not necessarily indicative of future performance, and you should not assume that investments in the future will be profitable or will equal the performance of past portfolio investments. Investors should consider the content of this document in conjunction with investment fund quarterly reports, financial statements and other disclosures regarding the valuations and performance of the specific investments discussed herein. Unless otherwise noted, performance is unaudited.

DO NOT RELY ON ANY OPINIONS, PREDICTIONS, PROJECTIONS OR FORWARD-LOOKING STATEMENTS CONTAINED HEREIN. Certain information contained in this document constitutes "forward-looking statements" that are inherently unreliable and actual events or results may differ materially from those reflected or contemplated herein. Empira AG does not make any assurance as to the accuracy of those predictions or forward-looking statements. Empira AG expressly disclaims any obligation or undertaking to update or revise any such forward-looking statements. The views and opinions expressed herein are those of Empira AG as of the date hereof and are subject to change based on prevailing market and economic conditions and will not be updated or supplemented.

EXTERNAL SOURCES. Certain information contained herein has been obtained from third-party sources. Although Empira AG believes the information from such sources to be reliable, Empira AG makes no representation as to its accuracy or completeness.

THIS DOCUMENT IS NOT INTENDED FOR GENERAL DISTRIBUTION AND IT MAY NOT BE COPIED, QUOTED OR REFERENCED WITHOUT EMPIRA AG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.