



PRIVATE DEBT REPORT 2026

In Zusammenarbeit mit:



Editorial



Die Immobilienwirtschaft steckt nicht allein in einer Bau-, Kosten- oder Nachfragekrise. Sie steckt auch in einer Finanzierungs- und das über alle Assetklassen hinweg. Zahlreiche Projekte scheitern heute nicht daran, dass der Bedarf fehlt. Sie scheitern daran, dass klassische Finanzierungen von Banken und Sparkassen aufgrund der aktuellen Rahmenbedingungen nicht oder nur noch schwer darstellbar sind.

Die Ursachen sind bekannt: Der abrupte Zinsanstieg nach einer langen Phase historisch niedriger Finanzierungskosten, höhere Baukosten, veränderte Bewertungsansätze sowie immer weiter steigende regulatorische Anforderungen. Was früher noch finanzierbar war, wird heute unter völlig neuen Parametern bewertet – meist zum Nachteil der Bauvorhabenträger.

Vor diesem Hintergrund gewinnt Private Debt in der Immobilienfinanzierung weiter an Bedeutung. Nicht als Ersatz für die Bankfinanzierung und nicht als pauschale Lösung für jedes Projekt, sondern als professioneller Finanzierungsbaustein in einem Markt, der flexiblere und zugleich belastbare Strukturen benötigt. Whole Loans, Senior-Stretched-Strukturen oder Mezzanine-Kapital können dort Spielräume schaffen, wo klassische Finanzierungen allein nicht ausreichen.

Die folgenden Expertenbeiträge stammen von Geschäftspartnern von Pegasus Capital Partners, Kapitalmarkt- und Finanzierungsspezialisten, wissenschaftlichen Akteuren sowie rechtlichen Beratern. Sie zeigen, wie unterschiedlich Private Debt, Mezzanine und alternative Finanzierungsformen heute betrachtet werden und wo Chancen, Grenzen und Risiken liegen.

Dieses Dossier versteht sich nicht als vollständiger Marktbericht, sondern als ein kompaktes Stimmungsbild aus der Praxis. Es soll Orientierung geben in einem Finanzierungsumfeld, das komplexer geworden ist, aber zugleich neue Lösungen verlangt. Denn eines ist klar: Ein „Weiter so“ wird nicht reichen. Wenn Immobilienprojekte wieder in größerem Umfang umgesetzt werden sollen, braucht es neben politischen Reformen vor allem tragfähige, realistische und professionell strukturierte Finanzierungslösungen.



A blue ink signature of Martin Führlein.

Martin Führlein, CEO Pegasus Capital Partners



A blue ink signature of Bernd Grum.

Bernd Grum, CFO Pegasus Capital Partners

Inhalt Einleitung

Marktstimmung im Private-Debt-Umfeld: Was Projektentwickler, Banken und Investoren aktuell bewegt	5
Projektentwickler: Mehr Nachfrage nach alternativen Finanzierungsformen	6
Banken: Unter klaren Voraussetzungen offen für Mezzanine	7
Investoren: Renditeerwartungen und Anlagepräferenzen	8
Family Offices: Fokus auf Rendite und Diversifikation	8
Fazit	9



Inhalt Experten-Beiträge



Carsten Mumm: Volkswirtschaftliche Einordnung des Immobilienmarktes – insbesondere im Kontext struktureller Megatrends wie Urbanisierung	11
Mark Holz: Der deutsche Immobilienmarkt.....	14
Kurt Neuwirth: Aktuelles Zinsumfeld und Erwartungen vor dem Hintergrund der jüngsten wirtschaftlichen und geopolitischen Entwicklungen	17
Manfred Steinbeißer: Private Debt als Finanzierungsform für die Immobilienbranche?.....	20
Philipp Hübschmann, Luca Gebhardt, Maximilian Radert: Immobilienfinanzierung im Wandel: Mezzanine-Investments im aktuellen Finanzmarktumfeld.....	22
Bianca Schulz, Michael Mertmann, Gregor Esenwein: Private Debt und Mezzanine Kapital aus Sicht eines Projektentwicklers	32
Prof. Dr. Kerstin Hennig, Philipp Adams: Projektentwicklungsfinanzierung im Spannungsfeld zwischen Nutzungsart, Darlehensgröße und Sponsorqualität.....	35
Martin Führlein, Markus Mayer, Alexander Mohaupt: Fachgespräch: Real Estate Debt im Wandel – Warum Governance und Plattformqualität heute wichtiger sind als der höchste Kupon.....	39
Johannes Reis, Michael Gangolf: Eine Brücke über die Refinanzierungslücke.....	43
Thorben Frederik Sievers: Mezzanine im Family Office.....	48
Maximilian Hirth: Die Entwicklung der Absicherung in der Immobilienfinanzierung in den vergangenen fünf Jahren	50
Danksagung und Ausblick	53

Marktstimmung im Private-Debt-Umfeld

Was Projektentwickler, Banken und Investoren aktuell bewegt

Wir haben verschiedene Marktteilnehmer befragt, um ein aktuelles Stimmungsbild zur Entwicklung des Marktes zu erhalten.

Die Finanzierung von Immobilienprojekten befindet sich weiterhin in einer Phase tiefgreifender Veränderungen. Steigende Finanzierungskosten, regulatorische Anforderungen und eine zurückhaltende Kreditvergabe klassischer Banken haben dazu geführt, dass alternative Finanzierungsformen wie Mezzanine-Kapital, Whole Loans und weitere Private-Debt-Lösungen zunehmend an Bedeutung gewinnen. Vor diesem Hintergrund hat Pegasus Capital Partners GmbH in Zusammenarbeit mit der KINGSTONE Investment Management GmbH im Frühjahr 2026 verschiedene Marktteilnehmer befragt, um ein aktuelles Stimmungsbild zur Entwicklung des Marktes zu erhalten.

An den Umfragen beteiligten sich insgesamt 35 Personen aus den Gruppen Projektentwickler (13 Teilnehmende), Banken (14 Teilnehmende), Investoren (4 Teilnehmende) und Family Offices (4 Teilnehmende). Die Ergebnisse stellen ausdrücklich kein

repräsentatives Marktbild dar. Aufgrund der begrenzten Teilnehmerzahl erlauben sie keine allgemeingültigen Aussagen über den Gesamtmarkt. Vielmehr geben sie die Einschätzungen und Erwartungen ausgewählter Marktakteure wieder und liefern interessante Einblicke in aktuelle Trends, Herausforderungen und Perspektiven innerhalb des Private-Debt-Umfelds.

Trotz der eingeschränkten statistischen Aussagekraft zeigen die Ergebnisse bemerkenswerte Gemeinsamkeiten über sämtliche Teilnehmergruppen hinweg: Die Bedeutung alternativer Finanzierungsstrukturen nimmt zu und die Anforderungen an Finanzierungspartner steigen. Gleichzeitig wird deutlich, dass verschiedene Kapitalquellen zunehmend miteinander kombiniert werden.



Projektentwickler:

Mehr Nachfrage nach alternativen Finanzierungsformen

77% der Projektentwickler geben an Erfahrung mit alternativen Finanzierungsformen zu haben.

Knapp 70% der Befragten setzen bevorzugt auf die Kombination aus klassischem Senior-Darlehen und ergänzendem Mezzanine-Kapital

Die befragten Projektentwickler verfügen bereits überwiegend über Erfahrung mit alternativen Finanzierungsformen. Rund 54% der Teilnehmer geben an, viel oder sehr viel Erfahrung zu besitzen, weitere 23% schätzen ihre Erfahrung als ausreichend ein. Lediglich ein kleinerer Teil der Befragten verfügt über wenig oder keine Erfahrung mit diesen Finanzierungsinstrumenten. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass alternative Finanzierungsformen inzwischen fest etabliert sind und regelmäßig in Finanzierungsüberlegungen einbezogen werden.

Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der erwarteten Nachfrage wider. Mehr als 60% der Befragten gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Mezzanine-Kapital im Jahr 2026 höher oder sogar deutlich höher ausfallen wird als im Vorjahr. Gleichzeitig zeigt die Befragung, dass Mezzanine-Kapital aus Sicht der Projektentwickler derzeit weiterhin eine größere Rolle spielt als Whole-Loan-Strukturen. Während die Nachfrage nach Mezzanine-Kapital gegenüber dem Vorjahr mehrheitlich als steigend eingeschätzt wird, wird die Nachfrage nach Whole Loans im Vergleich zu Mezzanine-Kapital überwiegend als ähnlich hoch bewertet.

Interessant ist zudem die aktuelle Strukturierungspraxis. Knapp 70% der Befragten setzen bevorzugt auf die Kombination aus klassischem Senior-Darlehen und ergänzendem Mezzanine-Kapital, während reine Whole-Loan-Finanzierungen derzeit von rund 30% bevorzugt werden.

Wohnen beliebt gefragt, Büroimmobilien stehen unter Druck

Bei den präferierten Assetklassen zeigt sich ein klares Bild. Besonders stark gefragt sind Wohnimmobilien sowie studentisches Wohnen bzw. Mikroapartments. Demgegenüber werden Büroimmobilien deutlich häufiger als derzeit weniger attraktive Assetklasse genannt. Auch Retail- und Hotelimmobilien werden von einzelnen Marktteilnehmern zurückhaltender beurteilt.

Die größten Herausforderungen sehen die Projektentwickler aktuell in der Zurückhaltung der Banken, hohen Finanzierungskosten sowie einem begrenzten Angebot alternativer Finanzierungsmittel. Die eigentliche Projektqualität wird dagegen kaum als das zentrale Problem wahrgenommen.

Finanzierungsausblick bleibt vorsichtig positiv

Die Erwartungen an die Banken bleiben verhalten. Die Mehrheit der Befragten rechnet kurzfristig nicht mit einer deutlichen Ausweitung der Kreditvergabe. Gleichzeitig fällt der Blick auf die Zukunft der Projektfinanzierung differenziert aus: Trotz aller Herausforderungen überwiegen insgesamt neutrale bis leicht optimistische Einschätzungen.

Banken:

Unter klaren Voraussetzungen offen für Mezzanine

Mehr als 40% der befragten Banken stehen der Kombination aus Senior Loan und Mezzanine positiv gegenüber.

Die Ergebnisse der Bankenbefragung zeigen, dass Mezzanine-Co-Finanzierungen von einem Großteil der befragten Institute als geeignetes Instrument angesehen werden, um den durch regulatorische Vorgaben gestiegenen Eigenkapitalbedarf bei Projektentwicklungen zu unterstützen. Mehr als die Hälfte der Befragten stuft Mezzanine hierfür als geeignet oder sogar sehr gut geeignet ein.

Diese Einstellung zeigt sich ebenfalls in der grundsätzlichen Haltung gegenüber kombinierten Finanzierungsstrukturen. Mehr als 40% der befragten Banken stehen der Kombination aus Senior Loan und Mezzanine positiv gegenüber, weitere 50% bewerten diese neutral. Eine grundsätzliche Ablehnung lässt sich daraus nicht ableiten.

Gleichzeitig machen die Banken deutlich, dass Mezzanine-Kapital nur unter klar definierten Rahmenbedingungen Bestandteil einer Gesamtfinanzierung sein kann. Besonders häufig genannt werden qualifizierte Rangrückritte, Intercreditor Agreements, eindeutige Nachrangigkeitsregelungen sowie eine ausgewogene Risikoverteilung innerhalb der Finanzierungsstruktur.

Auch regulatorische Anforderungen spielen weiterhin eine wichtige Rolle. Rund zwei Drittel der befragten Banken bewerten deren Einfluss auf die Finanzierungsbereitschaft als stark oder sehr stark.

Vertrauen ist wichtiger als Kapital

Ein besonders eindeutiges Ergebnis liefert die Frage nach der Bedeutung des Finanzierungspartners. Für sämtliche befragte Banken ist die Reputation bzw. der Track Record des Mezzanine-Investors wichtig oder sogar sehr wichtig. Knapp 80% bewerten diesen Aspekt als „sehr wichtig“.

Die Ergebnisse verdeutlichen damit, dass erfolgreiche Private-Debt-Strukturen heute weit über die reine Kapitalbereitstellung hinausgehen. Entscheidend ist vielmehr die Fähigkeit des Finanzierungspartners, Projekte professionell zu begleiten und auch in anspruchsvollen Marktphasen als verlässlicher Partner aufzutreten.

Risiken aus Sicht der Banken

Bei den Risiken stehen weniger die Finanzierungsinstrumente selbst als vielmehr deren konkrete Ausgestaltung im Fokus. Die Banken nennen insbesondere potenzielle Interessenkonflikte zwischen Senior- und Mezzanine-Kapitalgebern, Restrukturierungs- und Cashflowrisiken sowie die Gefahr einer übermäßigen Zinsbelastung für den Darlehensnehmer. Mehrfach werden zudem die Qualität und Professionalität des Mezzanine-Partners als wichtige Erfolgsfaktoren hervorgehoben.

Bei der Frage nach der zukünftigen Entwicklung von Mezzanine-Co-Finanzierungen zeigt sich kein eindeutiger Trend. Die Einschätzungen der befragten Banken reichen von einer zunehmenden bis zu einer rückläufigen Bedeutung dieser Finanzierungsform.

Renditeerwartungen und Anlagepräferenzen

Die befragten Investoren weisen überwiegend Immobilienquoten von mehr als 25% in ihren Portfolios auf. Die Ergebnisse zeigen zudem, dass Real Estate Debt bereits Bestandteil einzelner Anlagestrategien ist und langfristig an Bedeutung gewinnen könnte. Während die Entwicklung der Immobilienallokation kurz- bis mittelfristig überwiegend als stabil eingeschätzt wird, erwarten einzelne Investoren langfristig eine stärkere Bedeutung von Real Estate Debt innerhalb ihrer Kapitalanlage. Bei Equity Investments stehen insbesondere Wohnimmobilien im Fokus, gefolgt von Logistik- und Retail-Objekten. Im Bereich Real Estate Debt stoßen vor allem Senior Darlehen und Whole Loans auf Interesse.

Die Renditeerwartungen unterscheiden sich dabei deutlich entlang der Kapitalstruktur. Während für Senior Darlehen überwiegend Renditen zwischen 4% und 6% erwartet werden, liegt die Erwartung bei Whole Loans zumeist zwischen 7% und 9%. Mezzanine-Finanzierungen werden dagegen mehrheitlich erst bei Renditen zwischen 12% und 15% als attraktiv angesehen.

Family Offices:

Fokus auf Rendite und Diversifikation

Für die befragten Family Offices zählen attraktive Renditeerwartungen und die Diversifikation des Portfolios zu den wichtigsten Gründen für Investitionen in Mezzanine-Finanzierungen. Als Chancen im aktuellen Marktumfeld werden insbesondere attraktive Konditionen und Möglichkeiten zur Risikostreuung gesehen.

Bevorzugt wird die Assetklasse Wohnen. Die angestrebten Anlagehorizonte liegen überwiegend zwischen einem und vier Jahren, die Renditeerwartungen mehrheitlich zwischen 10% und 12%.

Die Ergebnisse zeigen,
dass Real Estate Debt bereits
Bestandteil einzelner Anlage-
strategien ist.



Die Herausforderungen der kommenden Jahre liegt weniger in der Verfügbarkeit einzelner Kapitalquellen, sondern vielmehr in deren sinnvoller Kombination.

Fazit

Auch wenn die vorliegenden Ergebnisse aufgrund der begrenzten Teilnehmerzahl nicht repräsentativ sind, zeichnen sie ein konsistentes Bild über verschiedene Marktgruppen hinweg. Projektentwickler berichten von einer steigenden Nachfrage nach alternativen Finanzierungsformen, Banken akzeptieren Mezzanine-Strukturen zunehmend als Bestandteil professioneller Finanzierungskonzepte und Investoren sowie Family Offices sehen weiterhin attraktive Chancen im Real-Estate-Debt-Segment.

Die Umfrageergebnisse legen nahe, dass die Herausforderungen der kommenden Jahre weniger in der Verfügbarkeit einzelner Kapitalquellen liegen wird, sondern vielmehr in deren sinnvoller Kombination. Erfolgreiche Finanzierungsstrukturen entstehen dort, wo Banken, alternative Finanzierer und Eigenkapitalgeber ihre jeweiligen Stärken bündeln und gemeinsam tragfähige Lösungen für den Immobilienmarkt entwickeln.



Autorin:
Sophie Pyrttek
Leiterin Personal | Marketing
Pegasus Capital Partners GmbH





EXPERTEN-BEITRÄGE

Volkswirtschaftliche Einordnung des Immobilienmarktes – insbesondere im Kontext struktureller Megatrends wie Urbanisierung

AUTOR



Carsten Mumm | Chefvolkswirt
DONNER & REUSCHEL AG



Zum LinkedIn-Profil

Der deutschen Industrie begegnet zunehmender Wettbewerbsdruck auf den Weltmärkten.

Die deutsche Volkswirtschaft befindet sich derzeit in einer Phase einer moderaten Wachstumserholung nach Jahren fehlender positiver Dynamik. Prognosen des Kiel Instituts für Weltwirtschaft zufolge wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2026 um etwa 0,8 Prozent zulegen, mit einer leicht verbesserten Perspektive im Folgejahr. Diese Entwicklung ist maßgeblich durch staatliche Impulse gestützt, während ein selbsttragender konjunktureller Aufschwung vorerst ausbleibt. Private Investitionen und Konsum sowie Exporte bleiben vorerst zurückhaltend und wurden seit Anfang März durch die Energiepreisanstiege und den globalwirtschaftlichen Dämpfer im Zuge der Eskalation des Iran-Konflikts zusätzlich ausgebremst.

Hinzu kommen weiterhin strukturelle Belastungen. So begegnet der deutschen Industrie zunehmender Wettbewerbsdruck auf den Weltmärkten – vor allem durch chinesische Konkurrenten – und Protektionismus, insbesondere seitens der USA. Zudem erodiert die Standortqualität Deutschlands im internationalen Vergleich bedingt durch hohe Kosten, regulatorische Hürden und infrastrukturelle Defizite.

Neben diesem makroökonomischen Hintergrund wirken auf den Immobilienmarkt in Deutschland auch andere Parameter wie demografische Entwicklungen, Inflation und das Zinsniveau. Nach einer langen Phase niedriger bis negativer Nominalzinsen hat sich das Umfeld infolge der Corona-Pandemie und der folgenden sehr hohen Inflationsraten sowie der rasanten Leitzinswende im Jahr 2022 grundlegend verändert. Zwar ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank mittlerweile wieder deutlich weniger restriktiv eingestellt, jedoch sind gerade im Jahr 2026 durch den energiepreisbedingten Inflationsimpuls die Marktzinsen bei längeren Laufzeiten deutlich angezogen – und damit auch die Konditionen für Hypothekenkredite.

Unabhängig von temporären geopolitischen Risiken ist jedoch davon auszugehen, dass sich Zinsen und Inflation auf einem anhaltend höheren Niveau stabilisieren werden. Denn Fach- und Arbeitskräftemangel, Protektionismus, der stärkere Fokus auf Resilienz anstatt ausschließlich auf Effizienz bei der Gestaltung von Lieferketten, hohe staatliche Ausgaben zur Ertüchtigung von Verteidigungsfähigkeit, Energiesicherheit und Infrastruktur wirken



Das Wohnsegment zeigt sich trotz der schwachen gesamtwirtschaftlichen Dynamik vergleichsweise robust.

allesamt preisniveautreibend. Die daraus resultierenden höheren Finanzierungskosten dämpfen die Immobiliennachfrage, zumal bisher keine Entlastung bei anderen relevanten Kostenkomponenten wie der Regulatorik sowie den Lohn- und Materialkosten erkennbar ist.

Wohnimmobilien zeigen sich robust

Innerhalb des deutschen Immobilienmarktes ist eine klare Segmentierung zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien zu beobachten, die für das Verständnis der aktuellen Entwicklungen zentral ist. Das Wohnsegment zeigt sich trotz der schwachen gesamtwirtschaftlichen Dynamik vergleichsweise robust. Haupttreiber bleibt die sich immer stärker verschärfende Angebotsknappheit, insbesondere in Metropolregionen. Höhere Nominalzinsen, steigende Baukosten sowie verschärfte regulatorische Anforderungen führen dazu, dass die Neubauaktivität seit Jahren sehr deutlich hinter der Nachfrage zurückbleibt. Gleichzeitig verstärken demografische Trends – bspw. immer mehr Single-Haushalte – und die fortschreitende Urbanisierung die Nachfrage nach Wohnraum. Insbesondere große Metropolregionen profitieren von Zuwanderung und wirtschaftlicher Attraktivität, was sich in steigenden Mieten und Kaufpreisen widerspiegelt. Allerdings wirkt das bereits hohe Preisniveau zunehmend als limitierender

Faktor für weiteres Wachstum. Zudem werden künftig die Energieeffizienz sowie angesichts der demografischen Alterung auch der Aspekt der Barrierefreiheit ein Unterscheidungsmerkmal für Mietniveaus sein, selbst an grundsätzlich attraktiven Standort. Demgegenüber stehen ländliche Regionen, in denen die Nachfrage schwächer ausgeprägt ist und teilweise stagnierende oder rückläufige Preisentwicklungen zu beobachten sind. Insgesamt verstärkt sich damit die regionale Divergenz innerhalb Deutschlands.

Gewerbeimmobilienmarkt heterogen

Der Gewerbeimmobilienmarkt zeigt hingegen ein deutlich heterogeneres Bild. Die schwache konjunkturelle Entwicklung belastet insbesondere die Nachfrage nach gewerblichen Flächen. Im Bürosegment ist eine zunehmende Polarisierung zu beobachten: Moderne, energieeffiziente und zentral gelegene Flächen bleiben gefragt und weisen stabile Mietentwicklungen auf, während ältere Bestandsimmobilien in Randlagen mit zunehmendem Leerstand konfrontiert sind. Diese Entwicklung ist Ausdruck struktureller Veränderungen, etwa durch neue Arbeitsformen, Digitalisierung und steigende Anforderungen an Nachhaltigkeit. Im Einzelhandel bleibt die Lage ebenfalls differenziert. Während Bereiche wie Nahversorgung und Fachmärkte vergleichsweise

Die Entwicklungen an den Immobilienmärkten lassen sich nur vor dem Hintergrund übergeordneter Megatrends einordnen.

stabil sind, steht der stationäre Non-Food-Handel unter Druck durch den wachsenden Onlinehandel und verändertes Konsumverhalten. Zusätzlich wirkt sich die inflationsbedingte Kaufzurückhaltung der Haushalte belastend aus. Insgesamt ist der Gewerbeimmobilienmarkt stärker als der Wohnimmobilienmarkt von grundlegenden Transformationsprozessen geprägt.

Megatrends wirken auf Immobilienmärkte

Die Entwicklungen an den Immobilienmärkten lassen sich nur vor dem Hintergrund übergeordneter Megatrends einordnen, insbesondere Demografie, De-Globalisierung, Dekarbonisierung und Digitalisierung. Diese beeinflussen sowohl die Nachfrage nach Immobilien als auch deren Anforderungen und Nutzungskonzepte. Eine besondere Rolle kommt dabei der Urbanisierung zu. Der steigende Anteil der Bevölkerung in Städten führt zu einer Konzentration der Nachfrage im urbanen Raum und erhöht den Druck auf Wohn- und Gewerbeflächen. Gleichzeitig entstehen neue Potenziale in gut angebundenen suburbanen Räumen, die als Ausweichstandorte zunehmend an Bedeutung gewinnen.

In der Gesamtbetrachtung zeigt sich der deutsche Immobilienmarkt als zunehmend fragmentiertes System, das durch unterschiedliche Dynamiken in den einzelnen Segmenten geprägt ist. Während der Wohnimmobilienmarkt aufgrund struktureller Nachfrageüberhänge eine vergleichsweise stabile Entwicklung aufweist, muss der Gewerbeimmobilienmarkt sehr differenziert betrachtet werden.



Der deutsche Immobilienmarkt

AUTOR



Mark Holz | Head of Strategy
and Research | Lübke Kelber



Zum LinkedIn-Profil

Trotz der wirtschaftlichen Schwäche gilt Deutschland auf internationaler Ebene weiterhin als relativ sicher.

Seit nunmehr vier Jahren ist der deutsche Immobilienmarkt in einer Baisse. Transaktionsvolumina für kommerzielle und wohnwirtschaftliche Immobilien bleiben auf historisch niedrigen Niveaus und der Markt ist von hoher Unsicherheit geprägt. Geprägt wird der Markt dabei vor allem von exogenen Faktoren, wie hoher geopolitischer Unsicherheit, einer stagnierenden Wirtschaft und dem hohen und volatilen Zinsniveau.

Der Einfluss auf den deutschen Immobilienmarkt ist dabei diversifiziert zu betrachten. So wird der Mietmarkt kommerzieller Immobilien von der schwachen Wirtschaft tendenziell negativ belastet, während der Wohnimmobilienmarkt mietseitig wegen eines ausgeprägten Nachfrage-Überhangs positiv dasteht. Andere Sektoren, wie Datenzentren, Studentenwohnen oder auch Pflege profitieren hingegen von strukturellen Treibern wie der Digitalisierung.

Das Umfeld – geprägt von Unsicherheit

Im April 2025, mit der Ankündigung globaler Zölle durch amerikanischen Präsidenten Donald Trump am Liberation Day, stieg der Global Economic Policy Uncertainty Index auf ein All-Time High. Seither verweilt der Index auf einem hohen Niveau. Globale geopolitische und wirtschaftliche Unsicherheit prägen seit Anfang 2025 die globalen Kapitalströme – ein Umstand, der den Markt die nächsten zwei Jahre vermutlich weiter begleiten dürfte. In einem solchen Umfeld wird Kapital tendenziell vorsichtiger und fo-

kussiert sich auf planbare und ertragsreiche Anlagen, wie Anleihen und Real Assets. Trotz der wirtschaftlichen Schwäche gilt Deutschland auf internationaler Ebene weiterhin als relativ sicher. In Kombination dürften daher Real Assets, wie Immobilien und Infrastruktur in Deutschland ein hohes Investoreninteresse sehen.

In Realität bleibt das Transaktionsvolumen aber weiterhin gering – auch im europäischen Vergleich. Laut vorläufigen Zahlen von MSCI lag das Transaktionsvolumen im ersten Halbjahr bei knapp über 12 Mrd. €, dem niedrigsten Wert der letzten 10 Jahre¹.

Zum Teil ist dies im geringen Wachstum der deutschen Wirtschaft begründet. Nach einem Rückgang um 0,9 % in 2023 und 0,5 % in 2024 stieg das BIP leicht, um 0,2 %, in 2025, was Deutschland zum Schlusslicht in der OECD macht². Diese Entwicklung spiegelt auch der Arbeitsmarkt. Seit dem Tiefstand im Mai 2022 ist die Zahl der Arbeitslosen von 2,3 Mio. (4,9 %) auf 2,9 Mio. (6,2 %) angestiegen³.

Gleichzeitig sehen wir in Europa und weltweit eine Rückkehr der Inflation, vor allem getrieben durch die Rohstoffengpässe wegen des Irankonfliktes. Per Mai 2026 lag die Inflation in der Eurozone mit 3,3 % deutlich über dem Zielwert der EZB. Deutschland lag zuletzt mit 2,4 % deutlich darunter, auch wegen des von der Bundesregierung verabschiedeten „Tankrabatts“⁴.

1) Vgl. RCA, MSCI

2) Destatis

3) Bundesagentur für Arbeit

4) Eurostat



Trotz des mittlerweile ausgeprägten Angebots-Überhangs stiegen die Spitzenmieten auch im Jahr 2025.

Vor diesem Hintergrund hob die EZB im Juni das erste Mal seit 2023 die Leitzinsen um 25 Basispunkte. Auch der Markt reagierte auf den Irankonflikt und sowohl die Renditen auf Staatsanleihen als auch SWAP Rates, als Proxy für Finanzierungskosten ein wichtiger Kennwert, sind in den letzten Monaten auf erneut sehr hohe Niveaus gestiegen.

Mietmarkt ist heterogen zwischen Leistbarkeit und Flight to Quality

Die wirtschaftliche Schwäche wirkt vor allem auf die Mietnachfrage kommerzieller Immobilien insbesondere im Logistik- und Bürosektor. So stagnierte das Mietwachstum in vielen Logistikregionen und war in einzelnen Teillagen, wie dem Leipziger Raum bereits rückläufig.

Im Bürosektor wirken neben der wirtschaftlichen Flaute vor allem auch strukturelle Themen negativ auf die Nachfrage. Zum einen ist dies das mittlerweile etablierte Thema des Remote Workings zum anderen das noch wachsende Thema der KI. Nach vorne geschaut werden auch demographische Themen auf die Büroflächennachfrage wirken, weil die Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter sukzessive zurückgeht. Wegen dieses strukturell-zyklischen Cocktails ist die Nachfrage nach Bürofläche deutlich zurückgegangen und die Leerstände sind in den A-Märkten von 2,9 % im Jahr 2019 auf 8,4 % angestiegen.

Trotz des mittlerweile ausgeprägten Angebots-Überhangs stiegen die Spitzenmieten auch im Jahr 2025. Das liegt an einer ausgeprägten Fokussierung der Mietnachfrage nach den besten Flächen, für die Nutzer auch bereit sind hohe Mieten zu zahlen. Durchschnittsmieten und auch Spitzenmieten in Stadtrandlagen fallen hingegen.

Im wohnwirtschaftlichen Bereich liegt indes ein deutlicher Nachfrage-Überhang vor, was sich in einer fast flächendeckenden Wohnungsknappheit zeigt. Von den 400 Kreisen und kreisfreien Städten hatten im Jahr 2013 lediglich 11 eine Leerstandsrate von 1% oder darunter. Im Jahr 2024 waren dies 78 – also knapp jeder fünfte Kreis, bzw. jede fünfte kreisfreie Stadt⁵. Dies führte zu ebenfalls flächendeckend steigenden Mieten. So sind die Asking-Mieten für Bestandsimmobilien in allen 400 Kreisen im Jahr 2025 gestiegen, in 169 dabei um über 5 %. Kurz- bis mittelfristig ist mit weiter steigenden Mieten zu rechnen, längerfristig birgt vor allem die demographische Entwicklung also der Bevölkerungsrückgang ein Risiko.

Investment Markt – Wenig Dynamik und fokussiert

Unsicherheit und Zins-Volatilität führten 2026 erneut zu einer Anlegerzurückhaltung. Das Transaktionsvolumen des deutschen Immobilienmarktes lag 2026 bei knapp 12 Mrd. Euro⁶, wobei der Anteil des zweiten Quartals dabei mit 5,6 Mrd. Euro geringer aus-

5) Empirica Leerstandsindex

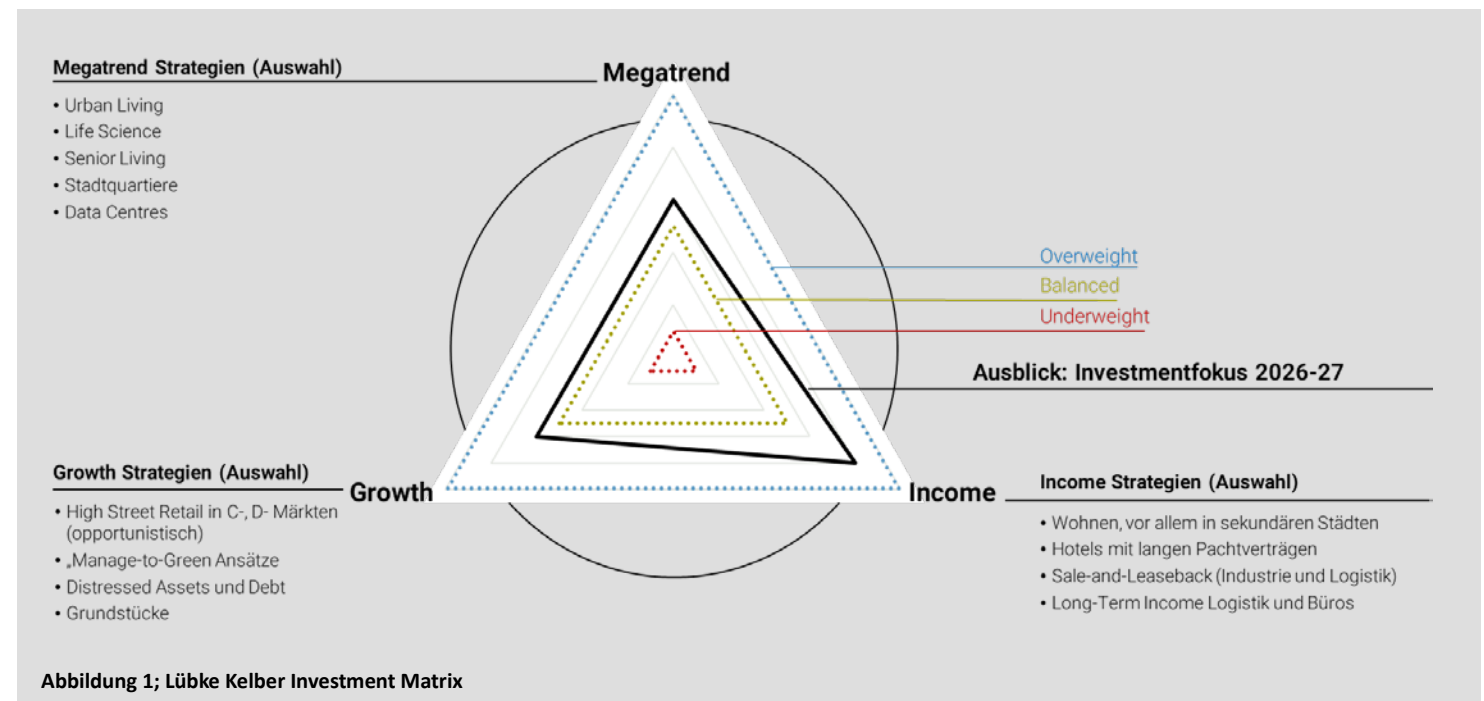
6) RCA, MSCI: Nur geschlossene Transaktionen, keine M&A Transaktionen; keine Minderheitsbeteiligungen

fiel als das erste Quartal. Der Anteil von Wohnimmobilien blieb dabei mit knapp über 30 % der höchste aller Sektoren. Büros bilden die zweitaktivste Assetklasse, die zwar im Vergleich zum Gesamtjahr 2025 um 5%-Punkte gestiegen ist, mit 26 % aber weiterhin deutlich hinter historischen Werten zurückbleibt⁷.

7) Zwischen 2016 und 2022 lag der jährliche Durchschnitt bei 40 %

Im Allgemeinen war die Investment-Aktivität in Bereich ertragsstarker und sicherer Anlagen stärker ausgeprägt. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Unsicherheit im Markt dürfte dies auch im weiteren Jahresverlauf der Fokus bleiben. Wir erwarten, dass Income-Strategien weiterhin den Markt dominieren, während Value Add- und Megatrend-Strategien weniger ausgeprägt und individueller sein werden.

Wir erwarten, dass Income-Strategien weiterhin den Markt dominieren.



Aktuelles Zinsumfeld und Erwartungen vor dem Hintergrund der jüngsten wirtschaftlichen und geopolitischen Entwicklungen

AUTOR



Kurt Neuwirth | Geschäftsführer
Neuwirth Finance



Zum LinkedIn-Profil

Teile der Eurozone, etwa Spanien, stehen wirtschaftlich vergleichsweise robust da.

Das aktuelle Zinsumfeld ist geprägt von einer ungewöhnlichen Gemengelage: geopolitische Unsicherheit, erhöhte Energiepreise, vorsichtige Banken, eine schwache Baukonjunktur und eine Europäische Zentralbank, die zwischen Inflationsbekämpfung, Finanzmarktstabilität und Bankenaufsicht navigieren muss. Gerade vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen stellt sich die Frage, ob Europa erneut vor einer Phase dauerhaft hoher Zinsen steht – oder ob es sich eher um einen temporären Zinsanstieg handelt, der sich bei stabileren Rahmenbedingungen wieder zurückbilden könnte.

Vergleich zur Ölkrise der 1970er greift zu kurz

Ein Vergleich mit den Ölkrisen der 1970er Jahre liegt auf den ersten Blick nahe, greift jedoch zu kurz. Zwar spielen Energiepreise auch heute eine zentrale Rolle, doch die wirtschaftlichen Ausgangsbedingungen unterscheiden sich deutlich. In den 1970er Jahren war die Abhängigkeit von Erdöl wesentlich stärker, die Inflation hatte sich bereits vor den damaligen Ölpreisschocks aufgebaut und viele Volkswirtschaften waren strukturell schwächer aufgestellt. Heute zeigt sich die Lage differenzierter. Teile der Eurozone, etwa Spanien, stehen wirtschaftlich vergleichsweise robust da. Gleichzeitig sind die globalen Verflechtungen erheblich enger geworden. Störungen bei Energie, Transportwegen oder

Vorprodukten schlagen deshalb schneller und breiter auf Preise, Produktion und Lieferketten durch.

Dauerhafte Inflation und Wachstum der Geldmenge für die EZB entscheidend

Für die Geldpolitik bedeutet dies eine schwierige Abwägung. Die EZB muss weniger auf kurzfristige Ausschläge schauen als auf die Frage, ob sich ein neuer, dauerhafter Inflationstrend herausbildet. Sollte sich die geopolitische Lage weiter verschärfen und sollten Energiepreise die Teuerung wieder näher an die Marke von drei Prozent treiben, könnte der Druck auf die Notenbank zunehmen, erneut über höhere Leitzinsen nachzudenken. Entscheidend ist jedoch, ob aus einem Preisschock eine dauerhaft breitere Inflation entsteht.

Eine zentrale Rolle spielt dabei die Geldmengenentwicklung. Während die Geldmenge M3 in früheren Jahrzehnten, insbesondere zu Bundesbankzeiten, der prominente geldpolitische Indikator war, steht sie heute weniger im Vordergrund der Kommunikation. Dennoch bleibt sie für die Einschätzung des Inflationspotenzials wichtig. Wenn das Geldmengenwachstum moderat bleibt, spricht wenig dafür, dass sich eine neue, breit angelegte Inflationswelle allein aus monetärer Sicht verfestigt.



Wenn das Geldmengewachstum moderat bleibt, spricht wenig dafür, dass sich eine neue, breit angelegte Inflationswelle allein aus monetärer Sicht verfestigt.

Gerade deshalb wäre Vorsicht geboten, die heutige Situation mit der Phase vor der Ukraine-Krise gleichzusetzen, als die monetären Rahmenbedingungen deutlich expansiver waren und die Geldmenge M3 mit 12,5 % wuchs.

Vor diesem Hintergrund erscheint ein sogenannter Zinsbuckel plausibler als ein dauerhaft neues Hochzinsregime. Bleibt das Wachstum der Geldmenge begrenzt und bewegen sich die Ölpreise trotz geopolitischer Risiken in einer kontrollierbaren Bandbreite, dürfte der Markt eher einen vorübergehenden Zinsanstieg einpreisen. Die Renditen könnten also temporär erhöht bleiben, ohne dass daraus zwingend ein langfristig höheres Zinsplateau entsteht. Wie lange eine solche Phase anhält, hängt maßgeblich von Energiepreisen, geopolitischer Lage, Inflationserwartungen und der Reaktion der EZB ab.

Erschwert wird die Lage dadurch, dass die EZB mehrere Rollen gleichzeitig ausfüllt. Sie steuert nicht nur die Leitzinsen, sondern beeinflusst über Anleiheprogramme auch die Kapitalmärkte und ist zugleich in die Aufsicht systemrelevanter Banken eingebunden. Diese Funktionen wirken zusammen, sind in ihrer praktischen Wirkung aber nicht immer vollständig trennscharf. Für Marktteilnehmer erhöht das die Unsicherheit. Und Unsicherheit

ist gerade am langen Ende der Zinskurve ein wesentlicher Faktor, der sinkenden Kapitalmarktzinsen entgegenstehen kann.

Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

Besonders spürbar ist das aktuelle Umfeld in der Immobilienwirtschaft. Der erhoffte konjunkturelle Schwung für 2026 fällt bislang schwächer aus als erwartet. Zwar lief das Bauträgersgeschäft zeitweise besser, zuletzt hat die Dynamik jedoch wieder nachgelassen. Ein wesentlicher Grund liegt in der Kreditversorgung. Viele Banken tragen weiterhin Altlasten in ihren Büchern und agieren bei neuen Finanzierungen entsprechend zurückhaltend. Hinzu kommt eine starke regulatorische Belastung, die Kreditentscheidungen verlangsamt. Wo Finanzierungen früher häufig innerhalb von ein bis zwei Monaten entschieden wurden, sind heute Zeiträume von drei bis sechs Monaten keine Seltenheit.

Für die Realwirtschaft ist das problematisch. Kredit bleibt der zentrale Schmierstoff wirtschaftlicher Aktivität. Wenn Banken zurückhaltender agieren, Projekte länger geprüft werden und Finanzierungen schwerer darstellbar sind, belastet dies Investitionen, Bautätigkeit und Wachstum. Gerade im Immobiliensektor verstärken höhere Zinsen, strengere Kreditvergaben und regulatorische Anforderungen einander.

Für Unternehmen, Investoren und Immobilienakteure bedeutet dies ein enges Monitoring von Inflation, Ölpreis, Geldmenge und EZB-Kommunikation

Insgesamt ergibt sich damit ein differenziertes Bild: Das Zinsumfeld bleibt angespannt, aber nicht zwangsläufig dauerhaft hoch. Die entscheidende Frage lautet, ob geopolitische Risiken und Energiepreise einen neuen Inflationstrend auslösen oder ob sie lediglich einen temporären Preisdruck erzeugen. Solange die Geldmengenentwicklung moderat bleibt, spricht einiges dafür, dass die Märkte eher mit einem Zinsbuckel als mit einem strukturell dauerhaft erhöhten Zinsniveau rechnen sollten.

Für Unternehmen, Investoren und Immobilienakteure bedeutet dies ein enges Monitoring von Inflation, Ölpreis, Geldmenge und EZB-Kommunikation. Wer allein auf schnelle Zinssenkungen setzt, unterschätzt die geopolitischen Risiken. Wer dagegen dauerhaft hohe Zinsen als neues Normal unterstellt, könnte die dämpfende Wirkung schwacher Kreditvergabe und moderater Geldmengenentwicklung übersehen. Entscheidend bleibt daher nicht ein einzelner Faktor, sondern das Zusammenspiel aus Geldpolitik, Energiepreisen, Bankenverhalten und geopolitischer Stabilität.



Private Debt als Finanzierungsform für die Immobilienbranche?

AUTOR



Manfred Steinbeißer | Managing Partner | Aalto Capital AG



Zum LinkedIn-Profil

Banken finanzieren weiterhin, aber selektiver – und Projekte, die früher problemlos im Senior-Bereich funktioniert haben, weisen heute häufiger eine Lücke auf.

Die Finanzierungsrealität, die wir in Deutschland bis 2021/2022 erlebt haben, ist Geschichte. Niedrige Zinsen, hohe Liquidität und eine hohe Fremdkapitalbereitschaft haben Transaktionen ermöglicht, die unter heutigen Parametern nicht mehr darstellbar sind. Gleichzeitig sind Baukosten über Jahre deutlich gestiegen: Der Baupreisindex für Wohngebäude liegt laut Destatis im Zeitraum 2010 bis 2022 rund 64% höher; zuletzt lagen die Baupreise für Wohngebäude im November 2025 nochmals 3,2% über Vorjahr. In einem Markt, der vielfach mit knappen Eigenkapitalpuffern gearbeitet hat, hat der Zins- und Kostenanstieg ab 2022 deshalb schnell durchgeschlagen: Businesspläne mussten neu gerechnet werden, Kaufpreisvorstellungen passten nicht mehr zu Finanzierung und Exit, und große Teile des Marktes gingen in eine Wartestellung.

Seit 2025 sieht man wieder mehr Aktivität. Das zeigt sich auch in den Investmentzahlen: JLL beziffert das Transaktionsvolumen am deutschen Immobilieninvestmentmarkt für 2025 auf 33,9 Mrd. Euro. Wohnen bleibt dabei der stabilste Block. CBRE weist für den Wohninvestmentmarkt 2025 ein Volumen von 8,4 Mrd. Euro aus und nennt eine stabile Spitzenrendite in den Top-7-Städten von 3,40%. Gleichzeitig bleibt die Zurückhaltung der Banken prägend. Banken steuern Risiko heute enger, was sich in konservativeren Beleihungen, strengeren Covenants und einem

höheren Eigenkapitalbedarf zeigt. Dass Finanzierung wieder „teurer“ ist, sieht man auch an Marktindikatoren: JLL nennt Zehnjahres-Swap-Rates von 2,93% im Q4 2025 (nach 2,68% im Q3).

Basel IV führt zur stärkeren Regulierung

Dazu kommt Basel IV als zusätzlicher Rahmen, der die Bankaktivität je nach Assetklasse, Struktur und Risikoprofil beeinflussen kann. Höhere Kapitalanforderungen und eine granularere Risikobetrachtung führen in der Praxis häufig zu mehr Dokumentation, längeren Kreditprozessen und konservativerem Underwriting. Banken finanzieren weiterhin, aber selektiver – und Projekte, die früher problemlos im Senior-Bereich funktioniert haben, weisen heute häufiger eine Lücke auf.

Parallel wird wieder stärker auf Qualität geschaut. Track Record und Execution sind erneut echte Kreditkriterien: Wer hat Projekte in schwierigen Phasen geliefert? Wie realistisch sind Kosten- und Zeitpläne? Wie belastbar sind Vermietung, Exit und die Partner auf der Baustelle? In einem Umfeld mit weniger Fehlertoleranz zählt Erfahrung messbar mehr als in den Boomjahren.

Private Debt als Finanzierungsbaustein

Genau hier kommt Private Debt als Finanzierungsbaustein ins Spiel. Private-Debt-Anbieter können Whole-Loan-Lösungen strukturieren, also eine Finanzierung „aus einer Hand“, welche die



Private Debt ist keine „Notlösung“, sondern eine ernstzunehmende Ergänzung im neuen Finanzierungsumfeld.

Seniorfinanzierung und einen kleineren nachrangigen Anteil in einem Kredit bündelt. In der Praxis sind auch bei Private Debt die LTC/LTVs meist konservativ; über 80% sieht man selten. Der Vorteil liegt weniger in „höherer Beleihung um jeden Preis“, sondern in der Umsetzungsfähigkeit: eine Struktur, ein Kreditgeber, ein Set an Covenants, ein Reporting. Das reduziert Schnittstellen und bringt häufig Geschwindigkeit, die bei Transaktionen, Refinanzierungen oder Capex-getriebenen Businessplänen relevant sind.

Verglichen mit den klassischen Bausteinen aus Seniorbank, Mezzanine und Equity hat Whole Loan vor allem strukturellen Nutzen. Wo mehrere Parteien übereinanderliegen, entstehen Abstimmungs- und Dokumentationsaufwände, die Zeit kosten und im Stressfall die Steuerbarkeit erschweren. Ein Whole Loan kann diese Komplexität reduzieren und Projekte finanzierbar machen, bei denen eine Bank allein nur einen deutlich niedrigeren Senior-Anteil darstellen würde. Gleichzeitig gilt: Private Debt ist in der Regel teurer als reine Seniorbankfinanzierung. Dafür erhält der Borrower oft mehr Flexibilität bei Laufzeit, Tilgungsprofil, Draw-down-Mechanismen und der Abbildung von Capex.

Private Debt kann auch Mezzanine anbieten, ist in Deutschland aber eher ein Nischenthema und in der Umsetzung anspruchsvoll. Der Kernpunkt ist die Interkreditorenvereinbarung: Prioritäten, Sicherheiten, Cashflow-Wasserfall, Standstill-Regeln und Step-in-Rechte müssen sauber geregelt sein. Viele Banken sind

zurückhaltend, wenn ein weiterer Gläubiger in die Struktur kommt. Das ist lösbar, aber der Aufwand ist real.

Viele Investoren sitzen in London

Wer Private Debt nutzt, muss zudem bereit sein, sich auf typische Marktstandards einzulassen. Ein großer Teil der Investorenbasis sitzt in UK, häufig in London. Es gibt investorensseitig häufig deutsche Teams, aber Verhandlungssprache, Dokumentation und Reporting sind oft Englisch. In vielen Fällen wird nach LMA-Standard dokumentiert und unter English law gearbeitet. Das ist marktüblich im Private-Debt-Umfeld, kann aber für deutscher Unternehmer eine Hürde sein.

Mein Fazit: Private Debt ist keine „Notlösung“, sondern eine ernstzunehmende Ergänzung im neuen Finanzierungsumfeld. Banken bleiben wichtig, werden aber selektiver arbeiten. Private Debt kann Lücken schließen, insbesondere über Whole-Loan-Strukturen, wenn Sponsorqualität, Assetqualität und Exit plausibel sind. Ich gehe davon aus, dass wir in Deutschland deutlich mehr Private-Debt-Transaktionen sehen werden. Die Finanzierungslandschaft wird bunter und kreativer – und das ist gut so. Genau dafür gibt es ja auch Häuser wie Aalto Capital: um die passende Struktur zwischen Bank, Private Debt, Mezzanine und Eigenkapital zu finden und pragmatisch umzusetzen.

Immobilienfinanzierung im Wandel: Mezzanine-Investments im aktuellen Finanzmarktumfeld

AUTOREN



Zum LinkedIn-Profil

Maximilian Radert | Prokurist |
Head of Product Develop. & Research
Kingstone Real Estate



Zum LinkedIn-Profil

Philipp Hübschmann | Leiter
Akquisition
Pegasus Capital Partners GmbH



Zum LinkedIn-Profil

Luca Gebhardt | Investmentmanager
Pegasus Capital Partners GmbH

1. Einleitung: Immobilienfinanzierung im neuen Marktumfeld

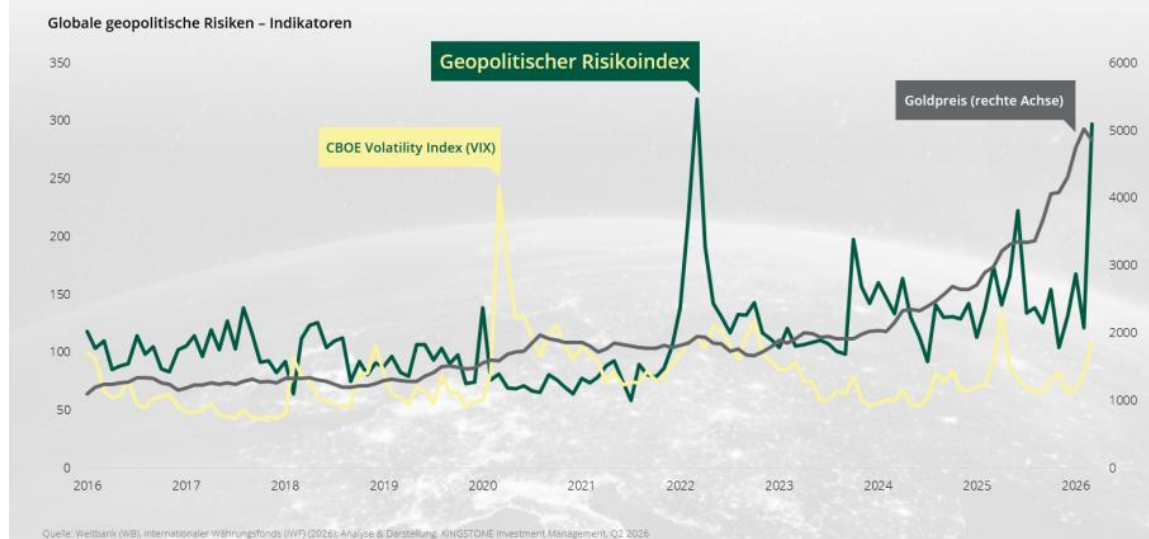
Die Rahmenbedingungen für Kredit- und Immobilienmärkte haben sich in den vergangenen Jahren grundlegend verändert. Während die Jahrzehnte nach dem Ende des Kalten Krieges von Globalisierung, geopolitischer Stabilität und sinkenden Zinsen geprägt waren, rücken heute zunehmend sicherheitspolitische, geostrategische und wirtschaftliche Konflikte in den Vordergrund. Geopolitik ist längst nicht mehr ausschließlich Außenpolitik – sie wird zunehmend zu Wirtschaftspolitik.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) beobachtet seit den 2010er-Jahren einen deutlichen Anstieg geopolitischer Spannungen und Konflikte. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine, die Rivalität zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie die jüngsten Eskalationen im Nahen Osten verdeutlichen diese Entwicklung. Für Deutschland entstehen daraus erhebliche Herausforderungen: schwächeres Wachstum, höhere Unsicherheit, steigende Energiekosten und zunehmender Druck auf globale Lieferketten.

Parallel hierzu verändert sich die wirtschaftliche Weltordnung. Profitierte Deutschland über Jahrzehnte von Globalisierung, Arbeitsteilung und dem Aufstieg Chinas als Produktionsstandort und Absatzmarkt, rücken heute Themen wie Resilienz, Versorgungssicherheit und strategische Autonomie stärker in den Vordergrund. Handelskonflikte, Reindustrialisierung sowie steigende Investitionen in Sicherheit und Verteidigung führen zu höheren Strukturkosten und verändern die Rahmenbedingungen für Wirtschaft und Kapitalmärkte nachhaltig.

Die Folgen zeigen sich insbesondere bei Inflation und Zinsen. Der geopolitische Risikoindex hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen, der Volatilitätsindex VIX signalisiert eine höhere Nervosität der Marktteilnehmer und auch der Goldpreis als klassische Krisenwährung notiert auf einem historisch hohen Niveau. Gleichzeitig erhöhen geopolitische Risiken, staatliche Investitionen und steigende Verteidigungsausgaben den Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand. Die Folge ist ein struktureller Übergang von einer durch Globalisierung geprägten Niedrig-

Steigende geopolitische Risiken



Banken agieren selektiver, Finanzierungskosten bleiben erhöht und die Verfügbarkeit von Fremdkapital wird zunehmend differenziert bewertet.

inflationswelt hin zu einem Umfeld, in dem Resilienz, Sicherheit und strategische Handlungsfähigkeit zunehmend ihren Preis haben.

Für die Geldpolitik entsteht daraus ein anspruchsvoller Zielkonflikt. Zwar sind die Inflationsraten zuletzt zurückgegangen und erste Zinssenkungen wurden eingeleitet, dennoch bleibt offen, ob die Welt dauerhaft in das Niedrigzinsregime der vergangenen Dekade zurückkehren wird. Vielmehr sprechen zahlreiche strukturelle Entwicklungen für ein Umfeld höherer Volatilität und tendenziell höherer langfristiger Kapitalmarktzinsen.

Diese Veränderungen wirken unmittelbar auf die Immobilienfinanzierung. Banken agieren selektiver, Finanzierungskosten bleiben erhöht und die Verfügbarkeit von Fremdkapital wird zunehmend differenziert bewertet. Vor diesem Hintergrund analysiert der vorliegende Report die aktuellen Entwicklungen im Markt für Immobilienfinanzierungen. Im zweiten Kapitel werden die geldpolitischen, finanzmarkt- und kreditwirtschaftlichen Rahmenbedingungen eingeordnet. Das dritte Kapitel bildet das Herzstück der Analyse und stellt die Ergebnisse der hauseigenen Datenbank von Pegasus Capital Partners dar. Anhand der Auswertung von Finanzierungsanfragen und Marktaktivitäten werden Rückschlüsse auf die Entwicklung des deutschen Mezzanine- und Whole-Loan-Marktes gezogen. Abschließend skizziert das vierte Kapitel ausgewählte Perspektiven und Implikationen für Investoren im aktuellen Marktumfeld.

2. Finanzmarkt, Geldpolitik und Kreditumfeld

Das neue Zinsregime

Die geldpolitische Wende der Jahre 2022 bis 2024 markiert das Ende einer außergewöhnlichen Niedrigzinsphase. Über mehr als ein Jahrzehnt profitierten Immobilieninvestoren von historisch günstigen Finanzierungskosten, steigenden Bewertungen und einer ausgeprägten Renditekompression. Mit dem Wiederanstieg der Inflation nach der Corona-Pandemie sowie den wirtschaftlichen Verwerfungen infolge des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine vollzog sich jedoch ein grundlegender Regimewechsel.

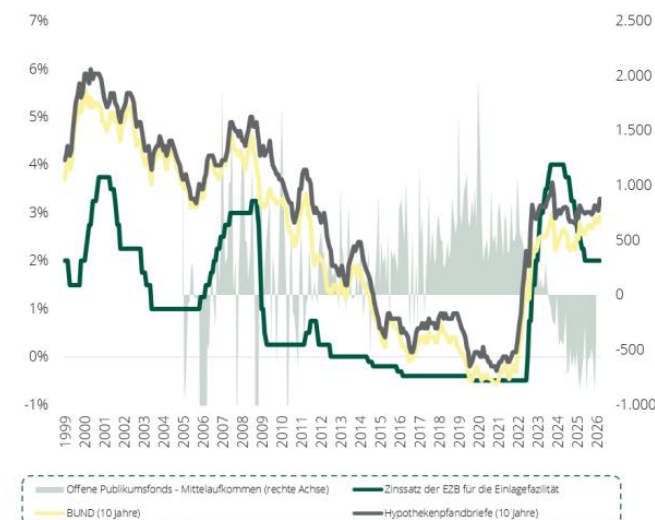
Sollte KI zu einem breiten Effizienzschub in Wirtschaft und Industrie führen, könnte dies einen positiven Angebotsschock auslösen.

Zwar hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Zinserhöhungszyklus inzwischen beendet und erste Zinssenkungen vorgenommen, eine Rückkehr in das Zinsumfeld der 2010er-Jahre erscheint jedoch unwahrscheinlich. Während die kurzfristigen Leitzinsen bereits wieder gesunken sind, verharren die langfristigen Kapitalmarktzinsen deutlich oberhalb ihrer früheren Tiefstände. Ursächlich hierfür sind vor allem strukturelle Faktoren wie geopolitische Spannungen, höhere Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen sowie steigende Staatsverschuldungen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verweist in diesem Zusammenhang auf die Risiken dauerhaft höherer Anleiherenditen und wachsender fiskalischer Belastungen. Auch zwischen den großen Notenbanken zeigen sich Unterschiede. Während die EZB ihre Politik zunehmend an einer schwachen Konjunktur und rückläufigen Inflationsraten ausrichtet, bleibt die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) angesichts einer robusten Wirtschaft und anhaltend hoher Staatsdefizite vorsichtiger.

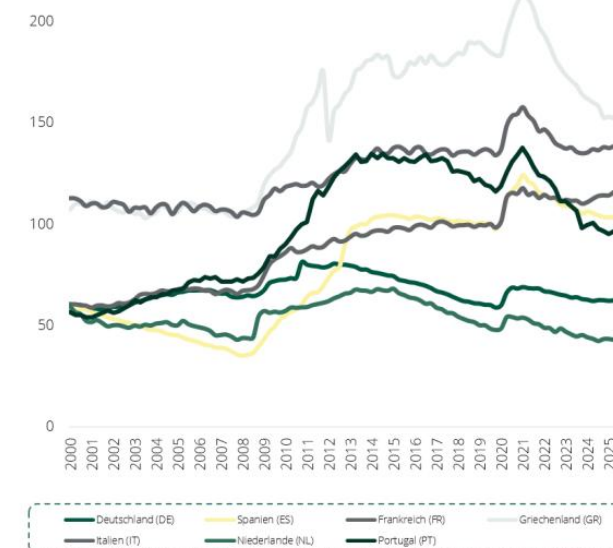
Gleichzeitig eröffnet sich eine neue Perspektive auf die langfristige Inflationsentwicklung. Kevin Warsh, seit Mai 2026 Präsident der Federal Reserve (Fed), verweist auf die potenziellen Produktivitätsgewinne durch Künstliche Intelligenz (KI). Sollte KI zu einem breiten Effizienzschub in Wirtschaft und Industrie führen, könnte dies einen positiven Angebotsschock auslösen und damit disinflationär wirken. In diesem Szenario würden sich für die Notenbanken mittelfristig zusätzliche Spielräume für Zinssenkungen eröffnen. Ob diese Produktivitätsgewinne tatsächlich in dem erwarteten Umfang realisiert werden, dürfte eine der zentralen wirtschaftspolitischen Fragen der kommenden Jahre sein.

Der Zins ist zurück – doch das Schuldenproblem bleibt

Zinsentwicklung in Deutschland und Europa (in %)



Staatsverschuldung europäischer Staaten (in %)





Viele Immobiliensegmente weisen heute deutlich höhere Renditen und niedrigere Bewertungsniveaus auf als während der Niedrigzinsphase.

Auswirkungen auf Immobilienfinanzierungen und Bewertungen

Für Immobilienmärkte bleibt das langfristige Zinsniveau der zentrale Bewertungsanker. Steigende Kapitalmarktzinsen erhöhen die Diskontierungssätze und verteuern die Finanzierung. Dies wirkt unmittelbar auf Kaufpreise und Bewertungen. Genau dieser Mechanismus prägte die Marktanpassung der Jahre 2022 bis 2024. Besonders Gewerbeimmobilien verzeichneten deutliche Renditeausweitungen und Preisrückgänge. Gleichzeitig verharren Transaktionsvolumen und Neukreditgeschäft weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Ein wesentlicher Teil der Bewertungsanpassung dürfte inzwischen jedoch erfolgt sein. Viele Immobiliensegmente weisen heute deutlich höhere Renditen und niedrigere Bewertungsniveaus auf als während der Niedrigzinsphase. Moderate weitere Anstiege langfristiger Kapitalmarktzinsen dürften daher geringere Bewertungseffekte auslösen als zu Beginn der Zinswende.

Gleichzeitig bleibt der Sachwertcharakter von Immobilien von Bedeutung. In einem Umfeld strukturell höherer Inflation können steigende Mieten und höhere Wiederbeschaffungskosten einen Teil des Zinsanstiegs kompensieren. Dies gilt insbesondere für Wohnimmobilien, die weiterhin von einer hohen Nachfrage und robusten Mietentwicklungen profitieren. Immobilien bleiben da-

mit trotz höherer Finanzierungskosten grundsätzlich reale Vermögenswerte und können einen Beitrag zum Schutz vor Kaufkraftverlusten leisten.

Die Refinanzierungslücke als strukturelle Herausforderung

Vor diesem Hintergrund rückt die Refinanzierungs- beziehungsweise Finanzierungslücke zunehmend in den Fokus. AEW Research erwartet für die Jahre 2026 bis 2028 ein erhebliches Volumen auslaufender Immobilienkredite. Viele Finanzierungen wurden während der Niedrigzinsphase abgeschlossen und müssen nun zu deutlich höheren Finanzierungskosten verlängert werden. Gleichzeitig haben gesunkene Immobilienwerte dazu geführt, dass die Beleihungsausläufe vieler Finanzierungen spürbar angestiegen sind.

Besonders betroffen dürfte nach Einschätzung der AEW-Experten der Bürosektor sein. Während Wohnimmobilien von stabilen Cashflows und einer anhaltend hohen Nachfrage profitieren, sind Büro- und teilweise Einzelhandelsimmobilien stärker von Markt- und Nachfragerisiken betroffen. Die Finanzierungslücke entsteht dabei häufig nicht durch Kreditausfälle, sondern durch die Differenz zwischen dem benötigten Kapitalbedarf und dem reduzierten Kreditangebot der Banken.

Büroimmobilien stehen weiterhin unter dem Einfluss hybrider Arbeitsmodelle und steigender Qualitätsanforderungen.

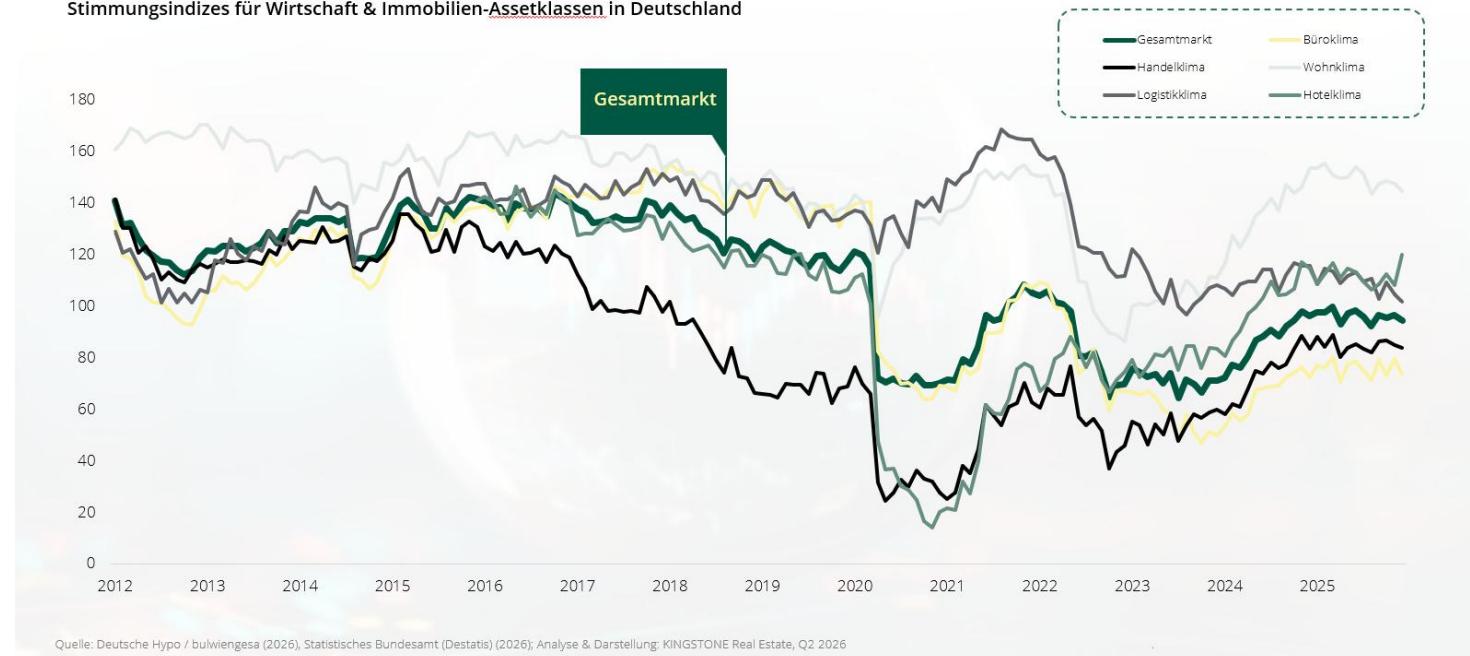
Diese Einschätzung wird auch durch das Immobilienklima in Deutschland von bulwiengesa und Deutsche Hypo gestützt. Während sich die Stimmung für Wohnimmobilien und Hotels seit dem Ende der Zinswende deutlich verbessert hat, bleiben Büro- und Einzelhandelsimmobilien zurück. Büroimmobilien stehen weiterhin unter dem Einfluss hybrider Arbeitsmodelle und steigender Qualitätsanforderungen. Der Einzelhandel wird zusätzlich durch den Onlinehandel und veränderte Konsumgewohnheiten belastet.

Die Entwicklung verdeutlicht, dass Immobilienmärkte zunehmend differenziert betrachtet werden müssen. Wohn- und Hotelimmobilien profitieren von robusten Fundamentaldaten und einer höheren Attraktivität für Eigen- und Fremdkapitalgeber. Dagegen dürfte ein überproportionaler Teil der Refinanzierungslücke auf Büroimmobilien sowie ausgewählte Einzelhandelsobjekte entfallen.

Market Sentiments: Immobilien im Stimmungsscheck



Stimmungsindizes für Wirtschaft & Immobilien-Assetklassen in Deutschland



Quelle: Deutsche Hypo / bulwiengesa (2026), Statistisches Bundesamt (Destatis) (2026); Analyse & Darstellung: KINGSTONE Real Estate, Q2 2026



Die globale Private-Debt-Industrie wächst seit Jahren deutlich schneller als traditionelle Kreditmärkte.

Alternative Kapitalgeber gewinnen an Bedeutung

Die Finanzierungslücke stärkt die Bedeutung alternativer Kapitalgeber. Debt Funds, Private-Credit-Anbieter, Whole-Loan-Strukturen und Mezzanine-Kapital schließen zunehmend die Lücke zwischen klassischem Bankkredit und erforderlichem Gesamtkapital. Die globale Private-Debt-Industrie wächst seit Jahren deutlich schneller als traditionelle Kreditmärkte. Gleichzeitig weist die BaFin auf die zunehmende Vernetzung zwischen Banken, Fonds und institutionellen Investoren sowie die damit verbundenen Risiken hin.

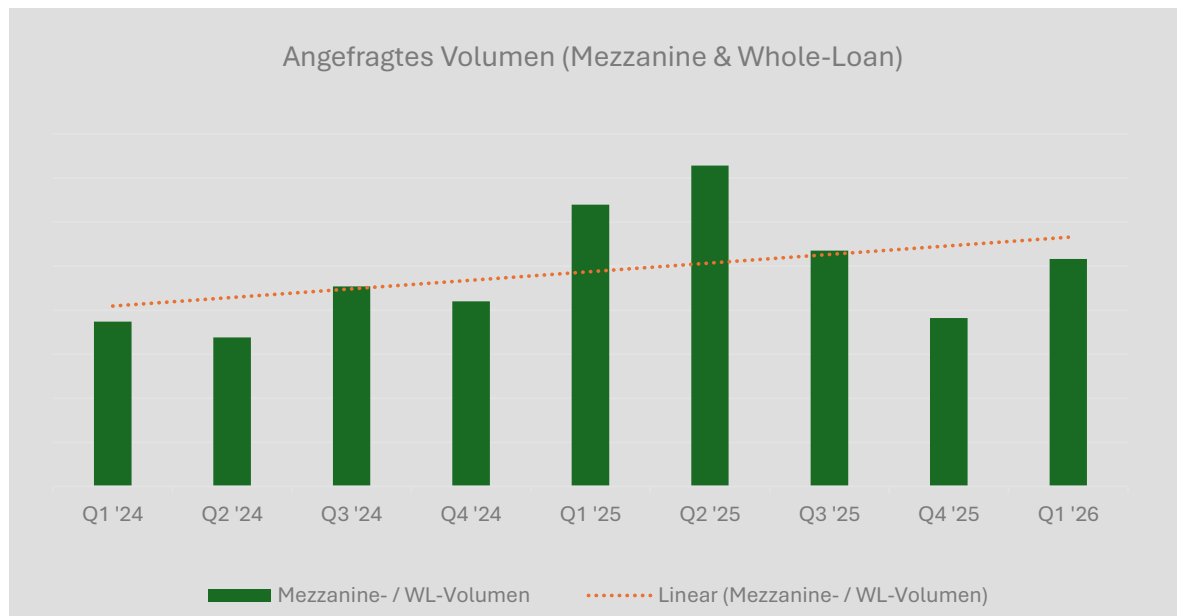
Für Immobilieninvestoren eröffnet diese Entwicklung neue Finanzierungsmöglichkeiten. Projekte mit robusten Fundamentaldaten erhalten weiterhin Kapital, allerdings zu höheren Kosten und häufig mit größerem Eigenkapitaleinsatz. Die Zeiten hoher Fremdkapitalhebel und nahezu unbegrenzter Liquidität dürften dagegen vorerst der Vergangenheit angehören.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie Investoren, Entwickler und Kreditnehmer auf das veränderte Marktumfeld reagieren. Welche Nutzungsarten stehen im Fokus alternativer

Finanzierungen? Wie entwickeln sich Ticketgrößen, Kapitalstrukturen und Beleihungsausläufe? Antworten auf diese Fragen liefert das folgende Kapitel. Auf Basis der hauseigenen Datenbank von Pegasus Capital Partners werden die Entwicklungen im deutschen Mezzanine- und Whole-Loan-Markt analysiert. Die Auswertung bildet das Herzstück dieses Reports.

3. Der deutsche Mezzanine- und Whole-Loan-Markt

Die nachfolgenden Auswertungen bestätigen die zuvor dargestellten Veränderungen des Finanzierungsumfelds. Während die ersten beiden Kapitel die makroökonomischen, geldpolitischen und kreditwirtschaftlichen Rahmenbedingungen beleuchtet haben, zeigen die Daten der Pegasus Capital Partners GmbH, wie sich diese Entwicklungen konkret auf die Nachfrage nach Mezzanine- und Whole-Loan-Finanzierungen auswirken. Analysiert werden dabei insbesondere das angefragte Finanzierungsvolumen, die Anzahl der Anfragen sowie weitere relevante Merkmale, etwa die Verteilung auf die wesentlichen Assetklassen.

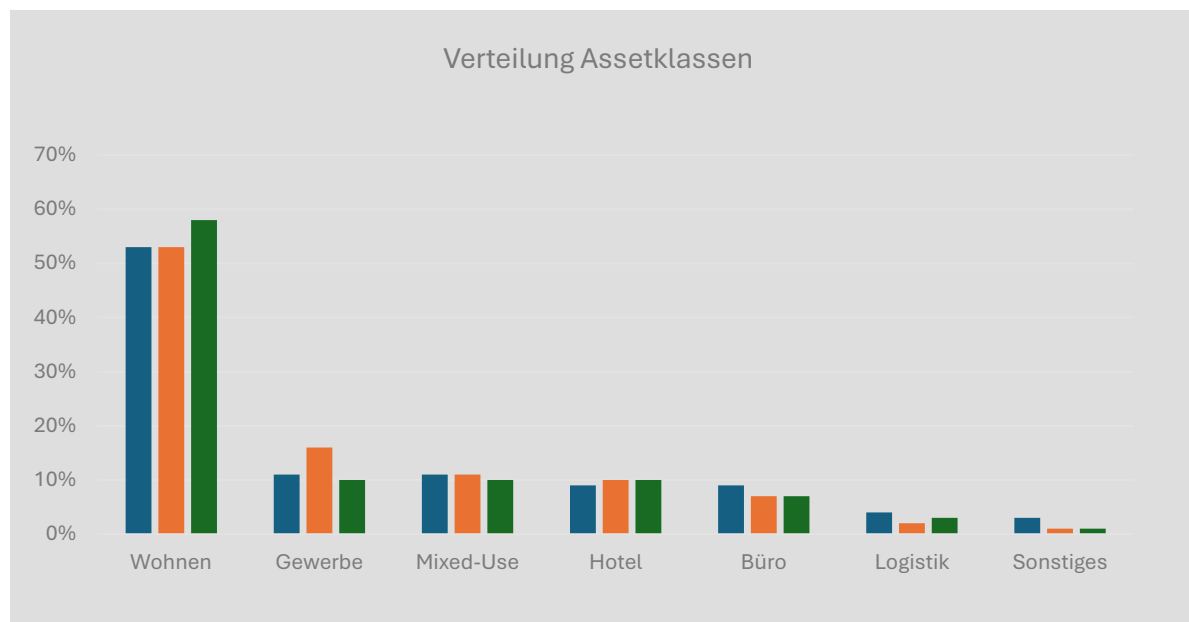


Auch im Whole-Loan-Segment war eine hohe Volatilität mit erheblichen Ausschlägen zu beobachten.

In den vergangenen Quartalen hat der deutsche Markt für Mezzanine- und Whole-Loan-Finanzierungen eine stark zyklische Entwicklung erfahren. Nach drei Jahren stetig steigender Nachfrage nach alternativem Kapital kam es im ersten Halbjahr 2025 zum bisherigen Rekordhoch an nachgefragtem Volumen. Im weiteren Verlauf des Jahres 2025 setzte eine spürbare Abschwächung ein, jedoch verharret das Anfragevolumen seitdem weiter auf dem sehr hohen Niveau der beiden Vorjahre. Die Auswertungen zum

ersten Quartal 2026 haben dies ebenfalls wieder bestätigt. Auch im Whole-Loan-Segment war eine hohe Volatilität mit erheblichen Ausschlägen zu beobachten, was die anhaltend unsicheren Rahmenbedingungen im Finanzmarkt widerspiegelt. Die hohe Nachfrage nach alternativen Finanzierungen deckt sich mit den zuvor beschriebenen restriktiveren Kreditvergabestandards der Banken und der zunehmenden Refinanzierungslücke. Sie unterstreicht die wachsende Bedeutung von Mezzanine- und Whole-Loan-Strukturen als Ergänzung klassischer Bankfinanzierungen.

Im Hinblick auf die Assetklassen zeigt sich weiterhin eine klare Dominanz des Wohnsegments, das kontinuierlich an Bedeutung gewonnen hat und zuletzt mehr als die Hälfte der Marktaktivität auf sich vereint. Gewerbliche Nutzungen konnten im Jahr 2025 zeitweise höhere Anteile erreichen, liegen aktuell jedoch wieder deutlich darunter. Büroimmobilien verzeichnen im längerfristigen Vergleich die stärksten Rückgänge und spiegeln die strukturellen Herausforderungen dieses Segments wider. Hotels hingegen zeigen eine leichte, aber stetige Aufwärtsbewegung, während Logistik weitgehend stabile, wenn auch untergeordnete Marktanteile aufweist. Mixed-Use-Projekte bewegen sich über den gesamten Zeitraum hinweg auf einem konstanten Niveau und zählen im ersten Quartal 2026 gemeinsam mit Gewerbe und Hotel zu den zweitstärksten Assetklassen.



Die Ausgestaltung des LTC zeigt, dass Investoren weiterhin selektiv agieren und eine ausgewogene Kapitalstruktur anstreben.

Die Analyse der durchschnittlich angefragten Ticketgrößen zeigt eine klare Segmentierung zwischen Mezzanine- und Whole-Loan-Finanzierungen. Während sich Mezzanine-Finanzierungen in einem vergleichsweise stabilen Band bewegen, ist das Whole-Loan-Segment deutlich stärker von Schwankungen geprägt. Mezzanine-Finanzierungen weisen typischerweise Ticketgrößen in einer Bandbreite von rund EUR 4,0 Mio. bis EUR 6,5 Mio. auf. Diese relative Stabilität deutet auf ein etabliertes Marktsegment mit klar definierten Anwendungsfällen hin und unterstreicht die Rolle

von Mezzanine-Kapital als standardisiertes Ergänzungsinstrument in der Kapitalstruktur. Demgegenüber zeigen Whole-Loan-Finanzierungen eine deutlich höhere Varianz bei den Ticketgrößen, die sich im Bereich von etwa EUR 5,5 Mio. bis EUR 36,5 Mio. bewegen. Diese Bandbreite reflektiert die größere Flexibilität des Instruments, zugleich aber auch dessen stärkere Abhängigkeit von individuellen Projektstrukturen und Marktdynamiken. In Summe ist zu beobachten, dass der Whole-Loan insbesondere bei kleineren Ticketgrößen zunehmend nachgefragt wird. Die Sponsoren sind in diesem Segment vermehrt bereit, zugunsten der höheren Flexibilität des Whole-Loan höhere Zinssätze im Vergleich zum Fremdkapital einzugehen.

Mit Blick auf die Kapitalstruktur lassen sich aus den beobachteten Parametern, insbesondere im Verhältnis von den Loan-to-Cost-Kennzahlen (LTC), Rückschlüsse auf den aktuellen Risikoappetit im Markt ziehen. Die Ausgestaltung des LTC zeigt, dass Investoren weiterhin selektiv agieren und eine ausgewogene Kapitalstruktur anstreben. Höhere Mezzanine-Anteile mit über 90% werden, wenn überhaupt, nur noch vereinzelt, meist mit gesichertem Exit finanziert. Dies deutet insgesamt auf ein vorsichtigeres Finanzierungsumfeld hin. Kreditgeber zeigen sich restriktiver, was sich in konservativeren Beleihungsausläufen niederschlägt. Insgesamt lassen sich daraus verschärfte Finanzierungsbedingungen und ein gestiegenes Risikobewusstsein ableiten.



Neben den etablierten Top-Standorten tragen insbesondere sekundäre Märkte zur Nachfrage bei.

Auch regional zeigt sich ein diversifiziertes Bild. Neben den etablierten Top-Standorten tragen insbesondere sekundäre Märkte zur Nachfrage bei. Diese Regionen stellen über den betrachteten Zeitraum durchgehend rd. 55% der Gesamtnachfrage dar. Die restlichen Anfragen verteilen sich auf die im Diagramm aufgezeigten Standorte. Hervorzuheben ist die Metropolregion Nürnberg, die im gesamten Beobachtungszeitraum eine konstant hohe Nachfrage verzeichnet. Insgesamt unterstreichen die aktuellen Entwicklungen ein Marktumfeld mit erhöhter Unsicherheit, das zugleich selektive Chancen für strukturierte Finanzierungsstrategien bietet. Insbesondere Mezzanine- und Whole-Loan-Finanzierungen bleiben zentrale Instrumente zur Schließung von Finanzierungslücken.

Die aktuellen Marktbeobachtungen deuten auf eine fortschreitende Marktbereinigung auf Seite der Sponsoren hin. Im jetzigen anspruchsvolleren Finanzierungsumfeld setzen sich zunehmend erfahrene und kapitalstarke Marktteilnehmer mit langjährigem Track Record durch, während weniger robuste Akteure unter Druck geraten. In diesem Zusammenhang ist bei Finanzierungsanfragen eine klare Verschiebung hin zu qualitativ hochwertige-

ren Projekten zu beobachten. Belastbare Businesspläne, konservative Annahmen sowie überzeugende Standorte und Nutzungskonzepte sind Grundvoraussetzungen für eine Projektprüfung seitens Investoren und Finanzierer. Zu eng bemessene Finanzierungsanfragen teils branchenfremder Sponsoren, wie in den vergangenen Boomjahren, werden seit Monaten nicht mehr gestellt. Eine Besonderheit zeigt sich insbesondere im Hotelsegment: Aufgrund der weiter zurückhaltenden Transaktionsdynamik werden die Projektlaufzeiten vermehrt um eine 3-jährige Haltephase verlängert, wodurch die Laufzeit für etwaige Mezzanine-Finanzierungen häufig zu lang wird. Insgesamt bestätigen die empirischen Ergebnisse die zuvor dargestellten Entwicklungen an den Finanzierungs- und Kapitalmärkten. Höhere Finanzierungskosten, restriktivere Kreditvergabestandards und eine zunehmende Differenzierung zwischen den Assetklassen prägen den Markt für Mezzanine- und Whole-Loan-Finanzierungen. Gleichzeitig eröffnen sich für alternative Kapitalgeber dort Chancen, wo klassische Banken ihre Kreditvergabe zurückfahren.

Nicht die Verfügbarkeit von Kapital entscheidet künftig über den Markterfolg, sondern der Zugang zu Kapital.

4. Perspektiven für Investoren

Die zentrale Konsequenz lautet daher: Nicht die Verfügbarkeit von Kapital entscheidet künftig über den Markterfolg, sondern der Zugang zu Kapital.

Investoren mit stabilen Eigenkapitalquellen, langjährigen Bankbeziehungen und Zugang zu alternativen Finanzierungsinstrumenten verfügen über einen strukturellen Wettbewerbsvorteil. Gleichzeitig entstehen gerade in Marktphasen eingeschränkter Liquidität häufig die attraktivsten Investitionsmöglichkeiten. Historisch betrachtet wurden die höchsten risikoadjustierten Renditen oftmals nicht in Phasen maximaler Liquidität erzielt, sondern dann, wenn Kapital selektiv und knapp war.

Für die kommenden Jahre dürfte die Entwicklung der Finanzierungsmärkte daher mindestens ebenso wichtig sein wie die Entwicklung der Immobilienmärkte selbst. Wer die Finanzierungslücke schließen kann, wird in vielen Fällen auch die attraktivsten Investitionsmöglichkeiten erschließen können.



Private Debt und Mezzanine Kapital aus Sicht eines Projektentwicklers

AUTOREN



Zum LinkedIn-Profil

Bianca Schulz | Vorstand
AVW Immobilien AG



Zum LinkedIn-Profil

Michael Mertmann | Geschäftsführer
BRAVO Real Estate Holding GmbH



Zum LinkedIn-Profil

Gregor Esenwein | Senior
Structuring Manager | BRAVO
Real Estate Management GmbH

Immobilienfinanzierung im Wandel:

Alternative Kapitalquellen als strategischer Erfolgsfaktor

Der deutsche Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierungen hat sich strukturell und dauerhaft verändert. Gründe hierfür liegen subsumierend vor allem in einem Zusammentreffen von negativer Marktentwicklung in Folge des abrupten Zinsanstiegs nach einem außergewöhnlichen Niedrigzins-Zyklus mit einer sich massiv verschärfenden Regulatorik für die klassischen Finanzierungspartner der deutschen Immobilienindustrie.

Angesichts einst niedriger Zinsen und hoher Liquidität im Markt waren Bankdarlehen lange Zeit preiswert und verfügbar. Erstrangige Beleihungsausläufe von 80 – 85% der Investitionskosten eines Projektes waren, gute Bonität vorausgesetzt, durchaus üblich. In diesem Umfeld dienten alternative Finanzierungsquellen im Wesentlichen als Hebel für den schonenden Einsatz von Eigenkapital. Da qualitativ gute Projekte häufig schon vor der Bauphase wieder verkauft werden konnten, ließen sich sowohl für den Projektentwickler als auch für den alternativen Kapitalgeber sehr gute Renditen erwirtschaften.

Klassische Bankfinanzierungen allein reichen heute allerdings für viele Projektentwicklungen nicht mehr aus. Alternative Kapitalquellen wie Private Debt und Mezzanine Kapital sind daher kein ergänzendes Element mehr, sondern ein zentraler Bestandteil moderner Finanzierungsstrategien.

Private Debt überzeugt aus Entwicklersicht insbesondere durch Geschwindigkeit und Strukturierungsflexibilität. Während Banken zunehmend stark durch regulatorische Anforderungen gehemmt sind und Entscheidungsprozesse häufig mehrere Monate dauern, können Debt Funds deutlich schneller und projektindividueller agieren. In einem Marktumfeld, in dem Transaktionssicherheit und Timing entscheidend sind, wird die gesicherte Finanzierungsstruktur zu einem klaren Wettbewerbsfaktor.

Gleichzeitig hat sich die Struktur der Finanzierungslandschaft deutlich weiterentwickelt. Integrierte Lösungen wie Whole Loans oder Senior-Stretched-Strukturen gewinnen zunehmend an Bedeutung, da sie klassische Finanzierungsstufen teilweise ersetzen und die Komplexität der Kapitalstruktur reduzieren. Der Markt bewegt sich damit weg von mehrschichtigen, fragmentierten Finanzierungen hin zu konsolidierten Lösungen aus einer Hand.



Der Markt bewegt sich damit weg von mehrschichtigen, fragmentierten Finanzierungen hin zu konsolidierten Lösungen aus einer Hand.

Innerhalb dieses Umfelds nimmt Mezzanine Kapital eine klar spezialisierte, aber weiterhin zentrale Rolle ein. Es ist nicht als universeller Finanzierungsbaustein zu verstehen, sondern als gezieltes Strukturierungsinstrument innerhalb der Kapitalstruktur. Mezzanine wird typischerweise in zeitlich begrenzten Finanzierungsphasen eingesetzt, insbesondere in der Projektentwicklung und bei Value-Add-Strategien. Die Laufzeiten liegen dabei in der Regel im mittleren Bereich von etwa 2 bis 5 Jahren und orientieren sich an klar definierten Exit-Ereignissen wie Verkauf oder Refinanzierung.

Die besondere Relevanz von Mezzanine Kapital ergibt sich aus seiner Funktion in der Kapitalstruktur: Es schließt Finanzierungslücken zwischen Senior Debt und Eigenkapital und ermöglicht damit höhere Fremdkapitalquoten. Gerade in einem Umfeld konservativer Bankfinanzierungen mit heute typischen LTCs von etwa 50 bis 60 Prozent bleibt Mezzanine ein entscheidender Hebel zur Realisierung und Skalierung von Projekten. Gleichzeitig ist der Einsatz aufgrund der höheren Kapitalkosten selektiver und stärker projektabhängig geworden.

Die Preisstruktur verdeutlicht die Differenz im Kapitalmarkt: Während klassische Bankfinanzierungen weiterhin im niedrigen bis mittleren einstelligen Zinsbereich liegen, bewegen sich Private-Debt-Strukturen typischerweise im Bereich von etwa 6 bis 10 Prozent, während Mezzanine Kapital – abhängig von Risiko und Struktur – häufig im Bereich von 10 bis 18 Prozent und darüber liegt. Diese Preisdifferenz ist kein Nebeneffekt, sondern im Kern der Preis für Risiko, Flexibilität und Strukturierungsfreiheit. Bei internationalen Geldgebern rückt dabei eine dynamische Betrachtung der Rentabilitäten in den Vordergrund. Die erzielbare IRR („internal rate of return“) ist hier wichtiger als der vereinbarte Zinssatz. Für die Projektentwicklung bedeutet dies eine stärkere Berücksichtigung der Faktoren Zeit und Risiko bei Strukturierung neuer Projekte und deren Finanzierung.

Wertkorrekturen und zunehmende Risikoaversion der klassischen Banken spiegeln sich dabei auch im Mezzanine-Markt wider. Aufgrund signifikanter Ausfälle haben vor allem deutsche institutionelle Investoren die direkte Vergabe von Mezzanine-Kapital deutlich reduziert und setzen dabei auf die Expertise der wenigen,

Nur die sichersten und qualitativ besten Projekte erhalten noch Nachrangkapital.

verbliebenen professionellen Manager. Nur die sichersten und qualitativ besten Projekte erhalten noch Nachrangkapital; reine Grundstücksfinanzierungen (ohne Cashflow) kommen so gut wie gar nicht mehr zustande. Gleichzeitig ist die Sicherheitenstruktur angeglichen worden, so dass das Mezzanine-Kapital zunehmend dem Fremdkapital nähersteht als dem Eigenkapital. Hier ein Alignment zwischen den Finanzierungspartnern zu finden, wird zur Herausforderung.

Parallel dazu hat sich der Private-Debt-Markt stark institutionalisiert. Wachsendes Fondsvolumen, neue Marktteilnehmer und internationaler Kapitalzufluss haben das Angebot erweitert und professionalisiert. Private Debt- und Mezzanine-Provider refinanzieren sich dabei nicht über klassische Bankeinlagen, sondern über institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen sowie spezialisierte Investmentfonds. Damit ist Private Debt ein direkter Kapitalmarktkanal zwischen institutionellem Kapital und Immobilienprojekten geworden.

In der Konsequenz wird Finanzierung zunehmend zu einem aktiven Steuerungsinstrument der Projektentwicklung. Erfolgreiche Projektentwickler denken Kapitalstrukturen von Beginn an integriert und kombinieren gezielt unterschiedliche Finanzierungsbausteine entlang von Risiko, Laufzeit und Exit-Fähigkeit. Die Auswahl der Kapitalstruktur ist damit nicht mehr rein finanzierungsgetrieben, sondern ein zentraler Bestandteil der Investmentstrategie.

Fazit: Private Debt und Mezzanine Kapital sind heute unverzichtbare Bausteine der Immobilienfinanzierung. Während sich der Markt zunehmend in Richtung integrierter Finanzierungslösungen entwickelt, bleibt Mezzanine Kapital ein spezialisiertes, aber entscheidendes Instrument zur gezielten Steuerung von Eigenkapital, Risiko und Skalierung. Der entscheidende Erfolgsfaktor liegt nicht im Zugang zu Kapital, sondern in dessen strategischer Strukturierung und konsequenten Anwendung im jeweiligen Projektkontext.



Projektentwicklungsfinanzierung im Spannungsfeld zwischen Nutzungsart, Darlehensgröße und Sponsorqualität

AUTOREN



Zum LinkedIn-Profil

Prof. Dr. Kerstin Hennig | Professor
of Management Practice in Real Estate
Frankfurt School of Finance



Philipp Adams MSc. | Co-Autor
Research Assistant
Frankfurt School of Finance

Seit 2022 prägt vor allem ein Thema das Marktgeschehen mit herausragender Bedeutung: mit dem deutlichen Zinsanstieg infolge der geldpolitischen Wende der Europäischen Zentralbank endete die langjährige Niedrigzinsphase. Gleichzeitig führten verschärfte regulatorische Anforderungen und eine vorsichtigere Risikobewertung dazu, dass Banken Finanzierungen restriktiver prüfen und Kreditvolumina selektiver vergeben.

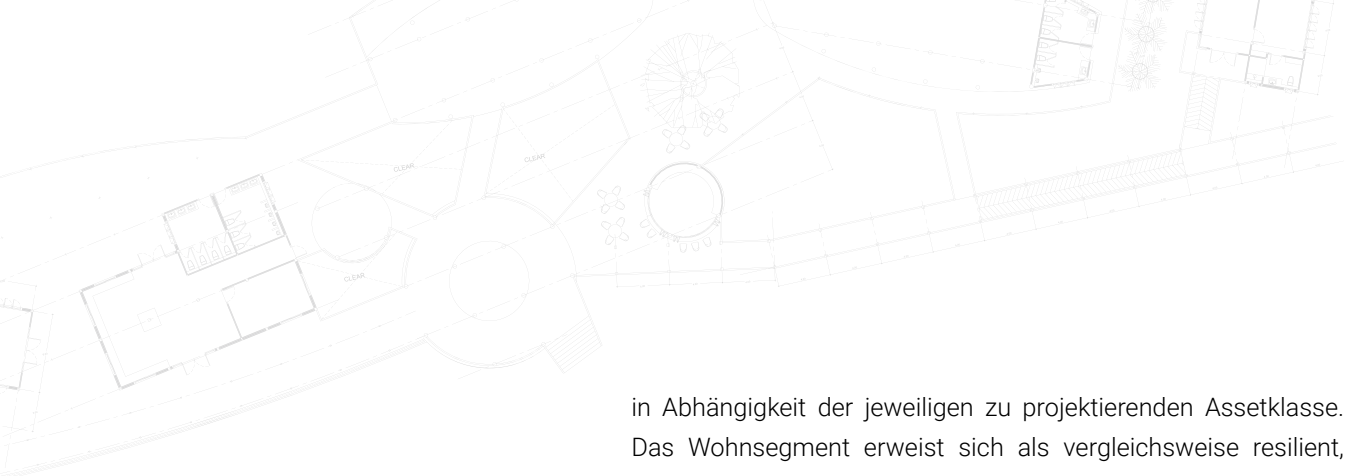
Der Immobilienfinanzierungsmarkt hat sich in der Folge in den vergangenen Jahren strukturell verändert. Die Kombination aus steigenden Zinsen, höheren Eigenkapitalanforderungen und einem hohen Refinanzierungsbedarf haben dazu geführt, dass alternative Kapitalgeber wie Debt Funds, Versicherungen und andere institutionelle Investoren zunehmend Marktanteile gewinnen. Sie ergänzen das traditionelle Bankensystem und schließen Finanzierungslücken, die insbesondere bei Projektentwicklungen, Transformationsobjekten und komplexeren Finanzierungsstrukturen entstanden sind.

Assetklassen übergreifend im privaten und institutionellen Umfeld tangiert das Thema Finanzierungstransformation entlang der Wertschöpfungskette in der Immobilienbranche jeden Akteur in mehr oder weniger starkem Ausmaß und wird nach wie vor

hoch frequentiert von sämtlichen Marktteilnehmern diskutiert. Neben der zinsgetriebenen Veränderung des Marktumfeldes sah sich ein Sektor der Immobilienbranche zudem mit multiplen Herausforderungen konfrontiert: die Projektentwicklung.

Vor diesem Hintergrund beleuchtet das Frankfurt School Real Estate Institute im Dialog mit Branchenexperten das aktuelle Spannungsfeld der Finanzierung im Projektentwicklungsbereich. Hierzu konnte das Institut den aktuellen Blick auf den Markt von den beiden unabhängigen Finanzierungsexperten Stefan Jung (Trias) und Dr. Christopher Oertel (Oreda) einfangen, sowie die Stimmen von einem führenden Projektentwickler im deutschsprachigen Raum Eren Kahraman (Art-Invest) und einer etablierten Größe im Finanzierungssegment Gerhard Metinger (Deutsche Pfandbriefbank). Neben dem grundsätzlichen Marktsentiment stehen die allumfassenden Fragen im Raum: Was ist im aktuellen Marktumfeld darstellbar? Welche Akteure sind aktiv? Gibt es Ausschlusskriterien und was sind eventuelle Bedingungen?

Stefan Jung, der im Markt seit Jahren aktiv ist, beobachtet ein generell erschwertes Marktumfeld für Finanzierungen im Projektentwicklungsbereich, sieht jedoch ein etwas differenzierteres Bild



Neben den kommerziellen Parametern ist auch von regulatorischer Seite nicht zuletzt durch z.B. Basel IV und der MaRisk der regulatorische Rahmen verschärft worden

in Abhängigkeit der jeweiligen zu projektierenden Assetklasse. Das Wohnsegment erweist sich als vergleichsweise resilient, auch wenn hier bei deutlich geringeren herausgereichten LTC's zugleich mit höheren Margen zu rechnen ist. Auf Basis des 3M-Euribors sind hier mittlerweile veranschlagte Margen von 250 bps aufwärts marktgängig. Sowohl die geringeren LTC-Quoten als auch die erhöhten Margen sind dabei auf die adjustierte Risikobewertung und den kritischeren Blick auf den Markt zurückzuführen. Dennoch ist im Wohnsegment unter genannten Bedingungen Marktaktivität zu erkennen, wenn auch auf deutlich geringerem Niveau als vor 2022. An die Assetklasse Office werden im aktuellen Marktumfeld grundsätzlich deutlich höhere Anforderungen gestellt. Entsprechende Vorvermietungsquoten, Mieterbonitäten und lange Mietvertragslaufzeiten spielen dabei eine wesentliche Rolle, um das jeweilige Projekt finanzierbar zu machen. Das Segment der Büroimmobilien sieht sich dabei innerhalb der gewerblichen Nutzungsarten besonders kritischen Anforderungen konfrontiert. Auch wenn die Gewerbeimmobilien im Projektentwicklungssegment auf deutlich erschwerte Marktbedingungen treffen, sind beispielsweise Hotels im innerstädtischen Bereich und Logistikimmobilien in entsprechenden Lagen weiterhin durchaus finanzierbar, wenn auch mit angepassten Konditionen. Neben den kommerziellen Parametern ist auch von regulatorischer Seite nicht zuletzt durch z.B. Basel IV und der MaRisk der regulatorische Rahmen verschärft worden, der die Finan-

zierung von Projektentwicklungen mit erhöhten Anforderungen belegt und somit die Finanzierung zwangsläufig verteuert. Auch der Sponsorenqualität, sowie entsprechenden Recourse-Strukturen kommen vor dem Hintergrund der im Markt vorhandenen Unsicherheit zunehmend hohe Bedeutungen zu.

Dr. Christopher Oertel weist ergänzend hierzu auf die nicht vorhandene Marktgängigkeit spekulativer Bauvorhaben hin und sieht die kritischere Betrachtung diverser Anforderungskriterien vor allem in den Bereichen Baukostensicherheit und Vermietungsanforderungen. Neben beiden relevanten Faktoren schauen Marktakteure zudem mit deutlich kritischerem Blick auf Baurecht und Genehmigungslage. Solche formalen Parameter haben neben den Kommerziellen im Zuge des neuen Marktumfeldes nochmal an Bedeutung zugelegt und werden deutlich kritischer beurteilt. Nur eine entsprechende positive Beurteilung aller Kriterien führt grundsätzlich zur Möglichkeit einer etwaigen Finanzierung.

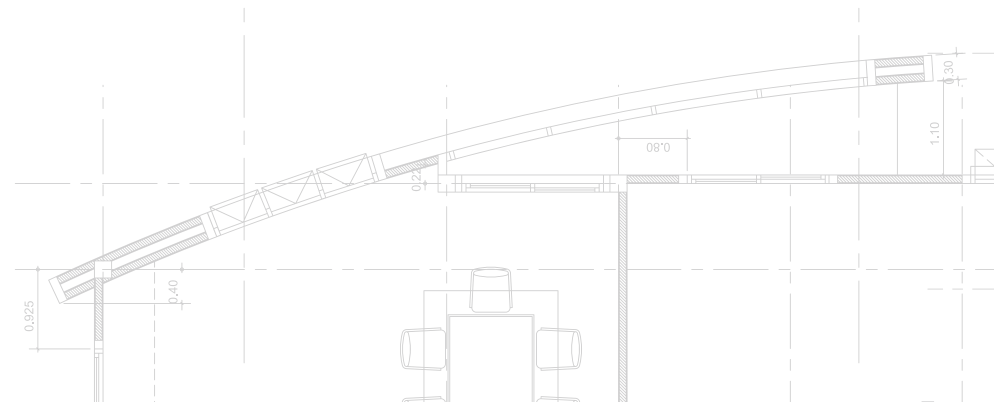
Auf Seiten der Projektentwickler macht sich der kritischere Anforderungskatalog auf diversen Wegen bemerkbar. Eren Kahraman von der Art-Invest weist neben den gestiegenen Anforderungen an Vorvermietung und Abbildung von Kostensicherheit auch auf die Eigenkapitalanforderungen hin. Hier schauen Banken zunehmend auf frühzeitige und erhöhte Eigenkapitalbeisteuerung. Trotz weniger Projekten im Markt und Wettbewerb unter den Banken sind erhöhte Margen im Markt allgegenwärtig. Hier ist

Marktakeure schauen mit deutlich kritischerem Blick auf Baurecht und Genehmigungslage.

kurzfristig nicht mit einer großen Veränderung der Marktgegebenheiten zu rechnen. Die rapide Veränderung multipler Marktfaktoren hat grundsätzlich zu einer Verschiebung der Rendite-Risiko Positionen geführt, die sich in großen Teilen noch in der Ausbalancierung befindet. Ergänzend zu den Beobachtungen aus der Projektentwicklung sieht Kahraman auch Lebenszeichen der Fremdkapitalgeber bei Erfüllung entsprechender Kriterien. Core-Objekte im Bürosegment werden unter Einhaltung der aktuellen Kriterien von Banken durchaus finanziert. Bei entsprechender Lage und Modernität des Objekts sind hier durchaus diverse Marktteilnehmer zu Aktivitäten auf der Finanzierungsseite bereit auch im großvolumigen Bereich.

Gerhard Meitinger von der Deutschen Pfandbriefbank sieht die kritischere Betrachtung von Vermietung und Verkaufbarkeit einer etwaigen Projektinitiierung über alle Assetklassen hinweg. Entlang der unterschiedlichen Finanzierungsquellen sind in der jüngeren Vergangenheit zudem einige Mezzanine-Investoren nicht mehr aktiv oder deutlich zurückhaltender und einigen Projektentwicklern fehlt es an dem nötigen Eigenkapital für neue Entwick-

lungen. Alternative Finanzierungsquellen sind im heutigen Marktumfeld zudem eher bei Großprojekten von Relevanz. Vor 2022 akquirierte Grundstücke sind unter heutigen Marktkonditionen ohne Weiteres nicht mehr marktgängig. Hier sieht Meitinger entweder die Notwendigkeit einen wirtschaftlichen Cut zu machen oder die Marktgängigkeit unter Berücksichtigung heutiger Parameter zu überprüfen. Auch wenn Meitinger die Meinung teilt, dass die Assetklasse Wohnen inklusive der verwandten Nutzungsarten wie Serviced Apartments noch die höchste Fungibilität aufweist, ist hier auf der Investorenseite aus unterschiedlichen Gründen Zurückhaltung zu erkennen. Internationale Investoren sehen kein ausreichendes Renditepotenzial, während einige nationale institutionelle Investoren zu hohe Immobilienquoten in ihren Portfolios aufweisen. Büroimmobilien werden nutzerseitig vor allem vor dem Hintergrund von Home-Office und auch Veränderungen durch den Einsatz von Künstlicher Intelligenz deutlich kritischer überprüft. Unter Einhaltung der selektiveren Kriterien, sind die Akteure im Markt aber durchaus bereit Finanzierungen zu tätigen.



Insgesamt entwickelt sich der Markt von einem überwiegend bankengetriebenen Modell hin zu einem breiter diversifizierten Finanzierungssystem

Zusammenfassend steht die Projektentwicklung in Deutschland vor multiplen Herausforderungen auf Kapital- und Nutzerseite und erhöhten regulatorischen Anforderungen. Die Koordination von unterschiedlichen Interessen und Berücksichtigung der erschwerten Marktbedingungen sorgen für die zu beobachtende reduzierte Marktaktivität in allen Segmenten. Kurzfristig ist hier keine signifikante Veränderung zu erwarten. Ein etwaiges Ausbalancieren der unterschiedlichen Interessen oder Verbesserung diverser Marktparameter könnten in Verbindung mit Nachfrage-

überhang auf der Nutzerseite jedoch mittelfristig zu Belebung führen. Insgesamt entwickelt sich der Markt von einem überwiegend bankengetriebenen Modell hin zu einem breiter diversifizierten Finanzierungssystem, in dem Flexibilität, Kapitalstruktur und der Zugang zu unterschiedlichen Finanzierungsquellen eine immer größere Rolle spielen.



Fachgespräch: Real Estate Debt im Wandel – Warum Governance und Plattformqualität heute wichtiger sind als der höchste Kupon

AUTOREN



Martin Führlein | Geschäftsführer
Pegasus Capital Partners GmbH



Zum LinkedIn-Profil

Markus Mayer | Geschäftsführer
KINGSTONE Debt Advisory



Zum LinkedIn-Profil

Alexander Mohaupt | Geschäftsführer
KINGSTONE Debt Advisory

Für den vorliegenden Debt Report sprechen wir mit Herrn Führlein, dem CEO der Pegasus Capital Partners GmbH, einem langjährigen Marktteilnehmer im Bereich Immobilieninvestments- und finanzierung und Initiator des Pegasus Debt Reports, sowie Herrn Mayer und Herrn Mohaupt, beide Geschäftsführer der auf Real Estate Debt spezialisierten Investment-Management-Gesellschaft KINGSTONE Debt Advisory GmbH (KDA). KDA fungiert als Anlageberater für regulierten Luxemburger Kreditfonds. Während Herr Mayer insbesondere die Perspektive institutioneller Investoren, des Fundraisings und der Fondsstrukturierung einbringt, verantwortet Herr Mohaupt die Bereiche Finance und Transaktionsmanagement.

Herr Führlein: Nach mehreren schwierigen Jahren wird zunehmend von einer Stabilisierung des Immobilienmarktes gesprochen. Teilen Sie diese Einschätzung?

Herr Mayer: In Teilbereichen ja. Wir beobachten wieder mehr Marktaktivität und eine zunehmende Preisfindung. Von einer echten Normalisierung sind wir allerdings noch entfernt. Vor allem institutionelle Investoren agieren weiterhin sehr zurückhaltend. Viele Portfolios mussten in den vergangenen Jahren Wertberichtigungen verkraften, gleichzeitig fehlt es aufgrund des schwachen

Transaktionsmarktes an neuer Liquidität. Das spüren wir unmittelbar im Fundraising. Kapital ist grundsätzlich vorhanden, wird aber deutlich selektiver allokiert.

Herr Mohaupt: Auf Projektebene sieht die Situation häufig noch anspruchsvoller aus. Viele Entwicklungen stammen aus einer Zeit völlig anderer Rahmenbedingungen. Höhere Finanzierungskosten, gestiegene Baukosten und zu hohe Grundstückseinstände führen dazu, dass die ursprünglichen Businesspläne nicht mehr aufgehen und angepasst werden müssen. Deshalb beschäftigen wir uns derzeit vor allem mit Prolongationen, Restrukturierungen oder der Anpassung bestehender Finanzierungen anstatt mit klassischen Neuinvestments.

Herr Führlein: Bedeutet das, dass Real Estate Debt für Investoren an Attraktivität verloren hat?

Herr Mayer: Nein – vielmehr hat sich der Blick auf die Assetklasse verändert. Viele Investoren haben schmerzhaft Erfahrungen gemacht. Dabei lag das Problem häufig nicht bei Real Estate Debt als Anlageklasse, sondern in einzelnen Strukturen. Gerade hoch ausgereizte Mezzanine-Finanzierungen oder sehr konzentrierte Direktinvestments haben sich in der Marktbereinigung als beson-



Ein Investment endet nicht mit der Auszahlung des Darlehens, sondern dort fängt die eigentliche Arbeit erst an.

ders anfällig erwiesen. Heute stellen Investoren andere Fragen. Sie interessieren sich weniger für den höchsten Kupon als für die Qualität des Kreditprozesses, die Governance eines Fonds und den Umgang mit Risiken über die gesamte Laufzeit.

Aus Diversifikationsgründen sollte Real Estate Debt darüber hinaus in jedem Anlageportfolio eine Rolle spielen.

Herr Führlein: Herr Mohaupt, Sie begleiten die Kreditportfolios operativ. Wie hat sich Ihre Arbeit verändert?

Herr Mohaupt: Deutlich. Früher lag der Schwerpunkt auf der Strukturierung und Auszahlung neuer Finanzierungen. Heute geht es im Wesentlichen darum, bestehende Engagements aktiv zu begleiten. Wir überwachen Projekt- und Baufortschritte, Kostenentwicklungen, Vermietungsstände und Covenants wesentlich intensiver als noch vor einigen Jahren. Wenn Projekte unter Druck geraten, arbeiten wir gemeinsam mit Kreditnehmern und Banken an tragfähigen Lösungen.

Genau hier zeigt sich der Unterschied zwischen einer reinen Kreditvergabe und aktivem Asset-Management. Ein Investment endet nicht mit der Auszahlung des Darlehens, sondern dort fängt die eigentliche Arbeit erst an.

Herr Führlein: Viele Anleger fragen sich derzeit, weshalb sie überhaupt über einen Kreditfonds investieren sollten und nicht direkt einzelne Finanzierungen zeichnen.

Herr Mayer: Der wichtigste Vorteil ist aus unserer Sicht die Diversifikation. Ein professioneller Kreditfonds verteilt Risiken über verschiedene Kreditnehmer, Nutzungsarten, Regionen und Laufzeiten. Dadurch hängt der Anlageerfolg nicht von einem einzelnen Projekt ab.

Darüber hinaus investiert der Anleger in eine professionelle Plattform. Dazu gehören strukturierte Kreditprozesse, unabhängige Risikoanalysen, laufendes Reporting und institutionelle Governance. Gerade in einem anspruchsvollen Marktumfeld gewinnen diese Faktoren erheblich an Bedeutung.

Herr Mohaupt: Ergänzend kommt die operative Expertise hinzu. Prolongationen, Restrukturierungen, Nachbesicherungen oder auch die Verwertung von Sicherheiten erfordern Erfahrung im Real Estate Segment und eingespielte Prozesse. Diese Infrastruktur und Know-How für wenige Direktinvestments selbst aufzubauen, ist für die meisten Investoren wirtschaftlich kaum sinnvoll.

Im Einzelfall kann natürlich auch ein Direktinvestment sinnvoll sein, insbesondere wenn man die nötige Expertise im Hause hat und man einen guten Zugang zu erfahrenen und bonitätsstarken Darlehensnehmern pflegt.



Der langfristige Erfolg eines Kreditfonds hängt wesentlich vom Zusammenspiel zwischen Anlageberater und AIFM ab.

Die wichtige Rolle des AIFM

Herr Führlein: In Gesprächen mit Investoren wird häufig intensiv über den Track Record des Anlageberaters gesprochen. Der AIFM steht dagegen oft weniger im Fokus. Ist das aus Ihrer Sicht gerechtfertigt?

Herr Mayer: Aus unserer Sicht eindeutig nicht. Der langfristige Erfolg eines Kreditfonds hängt wesentlich vom Zusammenspiel zwischen Anlageberater und AIFM ab. Beide müssen dieselbe Risikophilosophie verfolgen und dieselben Interessen vertreten. Gerade wenn Kredite in Schwierigkeiten geraten, müssen Entscheidungen schnell, abgestimmt und nachvollziehbar getroffen werden.

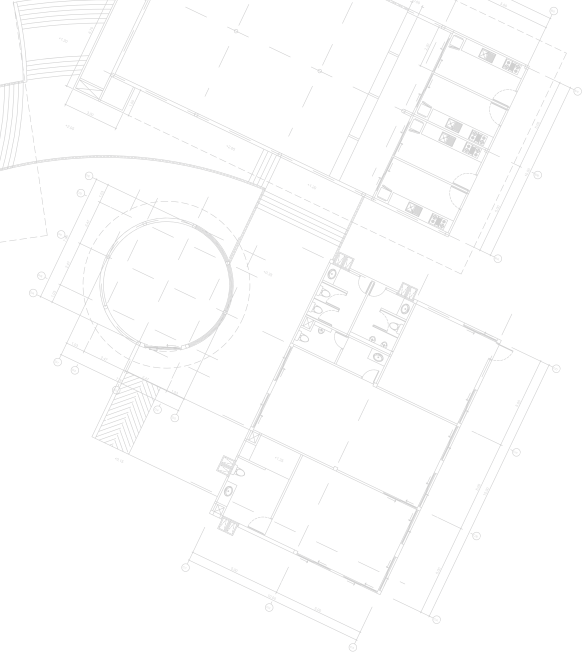
Wir haben in der Vergangenheit Konstellationen gesehen, in denen Anlageberater und AIFM unterschiedliche Auffassungen zu Bewertungen, Restrukturierungen oder Exitstrategien hatten. Solche Interessenkonflikte kosten Zeit – und Zeit ist bei Problemkrediten häufig ein kritischer Faktor.

Deshalb achten wir auf einen klaren Interessengleichlauf. Governance ist kein formaler Prozess, sondern ein wesentlicher Bestandteil des Risikomanagements.

Herr Führlein: Worauf sollte ein Investor bei der Auswahl eines AIFM besonders achten?

Herr Mayer: Natürlich sind regulatorische Kompetenz und ein funktionierendes Risikomanagement Grundvoraussetzungen. Mindestens ebenso wichtig ist aus unserer Sicht jedoch die praktische Erfahrung mit Real Estate Debt. Ein AIFM sollte nicht nur regulatorische Anforderungen erfüllen, sondern den Immobilienmarkt und Kreditstrukturen verstehen, Bewertungen kritisch hinterfragen und Restrukturierungen begleiten können. Nur ein AIFM, der das dem Kredit zugrundeliegende Asset, also die Immobilie, versteht, trifft die richtigen Entscheidungen im Krisenszenario. Gerade in schwierigen Marktphasen wird aus einem administrativen Dienstleister ein aktiver Sparringspartner.

Herr Mohaupt: Auch sollte der AIFM die Sprache der Investoren und Kunden sprechen und auf deren Bedürfnisse eingehen können. Unser zuletzt aufgelegter Kreditfonds zielte beispielsweise stark auf Bankinvestoren und diese haben ganz spezielle Reportinganforderungen, welche nicht alle AIFMs darstellen können oder wollen.



Der erfolgreichste Kreditfonds wird künftig nicht derjenige mit der höchsten Zielrendite sein, sondern derjenige mit der überzeugendsten Plattform.

Herr Führlein: Luxemburg ist heute für viele alternative Fonds der bevorzugte Standort. Welche Vorteile sehen Sie dort für Immobilienkreditfonds?

Herr Mayer: Luxemburg bietet eine etablierte Infrastruktur mit spezialisierten AIFMs, Verwahrstellen, Administratoren und Rechtsberatern. Für professionelle Investoren aus Deutschland, Österreich und der Schweiz schafft das einen verlässlichen regulatorischen Rahmen.

Gerade der RAIF verbindet eine vergleichsweise schnelle Auflage mit einem institutionellen Governance-Modell. Obwohl der Fonds selbst keiner vorherigen Produktgenehmigung bedarf, erfolgt die Verwaltung durch einen regulierten AIFM. Dadurch lassen sich effiziente Fondsstrukturen mit hohen Qualitätsstandards kombinieren.

Herr Führlein: Abschließend eine persönliche Frage an Sie beide: Worauf wird es in den kommenden Jahren im Markt für Real Estate Debt besonders ankommen?

Herr Mohaupt: Aus Portfoliosicht werden aktives Management und Restrukturierungskompetenz weiter an Bedeutung gewinnen.

Die Marktphase, in der Kreditportfolios weitgehend passiv verwaltet werden konnten, sehen wir auf absehbare Zeit nicht zurückkehren.

Herr Mayer: Aus Investorensicht wird Vertrauen der entscheidende Faktor sein. Investoren werden sehr genau prüfen, wer ihre Interessen vertritt, wie Governance gelebt wird und wie belastbar die Zusammenarbeit zwischen Anlageberater und AIFM tatsächlich ist. Der erfolgreichste Kreditfonds wird künftig nicht derjenige mit der höchsten Zielrendite sein, sondern derjenige mit der überzeugendsten Plattform.

Herr Führlein: Wenn man unser Gespräch in einem Satz zusammenfassen müsste?

Herr Mayer: Real Estate Debt bleibt eine attraktive Anlageklasse – vorausgesetzt, Selektion, Governance und aktives Management stehen dauerhaft vor kurzfristigen Renditeversprechen.

Herr Mohaupt: Und genau darin liegt heute der eigentliche Mehrwert einer professionellen Kreditplattform.

Eine Brücke über die Refinanzierungslücke

AUTOREN



Zum LinkedIn-Profil

Johannes Reis | Partner
PANDOO Management



Zum LinkedIn-Profil

Michael Gangolf | Senior Portfolio
Manager | PANDOO Management

Warum Luxemburger Immobilien-Kreditfonds, ein regulierter Service-AIFM (Alternativer Investmentfonds Manager) und ein klares Governance-Modell die alternative Immobilienfinanzierung tragen.

Refinanzierungswelle trifft zurückhaltende Banken

Die europäischen Immobilienmärkte bleiben auch 2026 in einem mehrjährigen Refinanzierungs- und Restrukturierungszyklus. Die BaFin stuft Gewerbeimmobilien in „Risiken im Fokus 2026“ weiterhin als zentrales Fokusrisiko ein – mit anhaltend niedrigen Transaktionsvolumina, Bewertungsdruck und einer NPL-Quote, die im dritten Quartal 2025 auf 4,4 Prozent bei den weniger bedeutenden und 6,4 Prozent bei den bedeutenden Instituten gestiegen ist.¹ Banken agieren angesichts gestiegener Eigenmittelanforderungen und anhaltender Zinsunsicherheit weiterhin vorsichtig; das BF.Quartalsbarometer Q1 2026 signalisiert mit einem Wert von -9,74 Punkten weiterhin eine zurückhaltende Kreditvergabebereitschaft, immerhin aber bei 27 Prozent der Bankenhäuser wachsende Neugeschäftsvolumina und bei 32 Prozent eine rückläufige NPL-Quote.² Die European Lender Intentions Survey von CBRE bestätigt zudem: alternative Kreditgeber erwarten in Europa stärkeres Wachstum bei der Neukreditvergabe als klassische Banken.³ Alternative Kreditgeber – allen voran Kreditfonds – rücken damit endgültig vom Lückenfüller zum strukturellen Marktteilnehmer auf.

Immobilien-Kreditfonds als pragmatische Antwort

Alternative Anbieter bauen ihre Aktivitäten gezielt aus. Im Fokus stehen weiterhin risikoarme Strukturen wie Senior Loans in bevorzugten Segmenten, z.B. Wohnen oder Logistik. Mit der schrittweisen Belegung der Märkte wächst zugleich die Nachfrage nach Whole Loans und Brückenfinanzierungen, etwa als „bridge to exit“ oder „bridge to transition“ während energetischer Sanierungen.

Luxemburger Immobilien-Kreditfonds können Kapitallücken überbrücken, Sanierungen im Bestand finanzieren und Immobilien-transaktionen wieder anstoßen – sie schaffen Liquidität im schwierigen Marktumfeld, in dem Bankkapital fehlt, und ermöglichen die wertsteigernde Weiterentwicklung von Bestandsobjekten von der Sanierung über eine ESG-Transformation bis hin zu einer notwendigen Nutzungsänderung.

Im täglichen Management von alternativen Immobilien-Kreditfonds ist dies für uns als Service-AIFM keine Theorie, sondern aktuelle Marktrealität. Zu den wesentlichen Themen zählen Liquiditätsengpässe auf Seiten des Kreditnehmers, Einhaltung der Kreditkonditionen und Probleme in der Anschlussfinanzierung aufgrund der geänderten Bewertung der zugrundeliegenden Sicherheiten. Frisches Eigenkapital und Umstrukturierung der Refinanzierungsstruktur können die Lösung für diese Ereignisse sein. Die Betreuung erfordert eine intensive Zusammenarbeit zwischen

1) BaFin (2026): Risiken im Fokus 2026 – Gewerbeimmobilienmärkte, www.bafin.de, (Veröffentlichung Februar 2026).
2) BFDirekt AG / Handelsblatt Research Institute (2026): BF.Quartalsbarometer Q1 2026 (Erhebung März 2026).
3) CBRE (2026): European Lender Intentions Survey 2026, <https://www.cbre.com/insights/reports/european-lender-intentions-survey-2026>, (Veröffentlichung Juni 2026).



64 Prozent der Luxemburger Private-Debt-Fonds sind als RAIF strukturiert.

dem Anlageberater, dem Sponsor und dem Service-AIFM. Für Investoren ist genau diese Betreuungstiefe entscheidend: Sie bestimmt, wie geordnet Stressszenarien bewältigt werden – und wie viel Wert im Workout erhalten bleibt.

Warum Luxemburg – der Standort als Wettbewerbsvorteil

Luxemburg ist mit rund 8,4 Billionen Euro verwaltetem Fondsvermögen der größte Fondsstandort der EU und – nach den USA – der zweitgrößte weltweit. Davon entfallen rund 3,2 Billionen Euro auf alternative Investmentfonds.⁴ Rund 48 Prozent des globalen grenzüberschreitenden Fondsvertriebs erfolgt über Luxemburger Fondsstrukturen, und im Segment Private Assets liegt das jährliche Wachstum in Luxemburger alternativen Fonds in den letzten Jahren bei rund 25 Prozent.⁵ Für Kreditfondsmanager ist das mehr als ein Standort-Argument: Es ist ein funktionierender Marktplatz mit hoher Dichte spezialisierter Dienstleister.

Drei Bausteine bilden das Fundament:

- **Regulatorische und rechtliche Stabilität und Flexibilität für jeden Anlagezweck:** Strukturen wie SICAV, RAIF und SIF bieten flexible Lösungen für unterschiedliche Anlagebedürfnisse.

- **Ein eingespieltes Ökosystem:** CSSF als Regulator, eine breite Auswahl an Depotbanken, Zentralverwaltern, Wirtschaftsprüfern, erfahrenen Rechtsanwalts- und Steuerkanzleien – alle in Reichweite eines Bürotags. Das verkürzt Wege und beschleunigt Entscheidungen.

- **EU-Passporting:** Fonds mit Sitz in Luxemburg lassen sich in der gesamten EU vertreiben – der entscheidende Hebel für internationale Investorenansprache.

Gerade beim Aufsetzen neuer Investmentfondsstrukturen zahlt sich dieses Umfeld aus: Insbesondere ermöglicht der Reserved Alternative Investment Fund (RAIF) institutionellen Investoren einen schnellen Marktzugang ohne produktbezogenes Genehmigungsverfahren (time-to-market). Der RAIF unterliegt dabei keiner direkten Produktaufsicht, wird jedoch indirekt reguliert: Er muss zwingend von einem voll lizenzierten AIFM verwaltet werden, der unter der direkten Aufsicht der CSSF steht. Der RAIF ist damit längst Marktstandard – 64 Prozent der Luxemburger Private-Debt-Fonds sind als RAIF strukturiert und institutionelle Investoren haben einen Marktanteil von 82%.⁶

4) ALFI (2026): Luxembourg Fund Industry Statistics, www.alfi.lu/en-gb/pages/industry-statistics/luxembourg, Stand März 2026. (Abgerufen am 30.06.2026)

5) ALFI (2026): Luxembourg Fund Industry Statistics, www.alfi.lu/en-gb/news/alfi-kpmg-private-debt-fund-survey-2025, (Veröffentlichung Oktober 2025).

6) ALFI (2026): Luxembourg Fund Industry Statistics, www.alfi.lu/en-gb/news/alfi-kpmg-private-debt-fund-survey-2025, (Veröffentlichung Oktober 2025).



Die Verwaltung eines Immobilien-Kreditfonds verlangt mehr als reines Asset Management.

Governance als entscheidender Erfolgsfaktor

So attraktiv die Strukturen, so klar ist: Die Verwaltung eines Immobilien-Kreditfonds verlangt mehr als reines Asset Management. Der Service-AIFM ist das regulierte Rückgrat der Fondsstruktur. Seine drei Kernfunktionen – Portfolio Management, Risikomanagement und Bewertung – stellen die notwendige Corporate Governance sicher:

- Investmentgenehmigungen erfolgen über ein AIFM Investment Committee;
- formalisierte Produkt- und Risikorichtlinien (u.a. Risikomatrix, Anlagegrenzen, laufende Risikoindikatoren);
- unabhängige externe Bewertungen der Sicherheiten samt Überwachung der Bewerter;
- Geldwäscheprüfungen im Rahmen jedes Anlageprozesses.

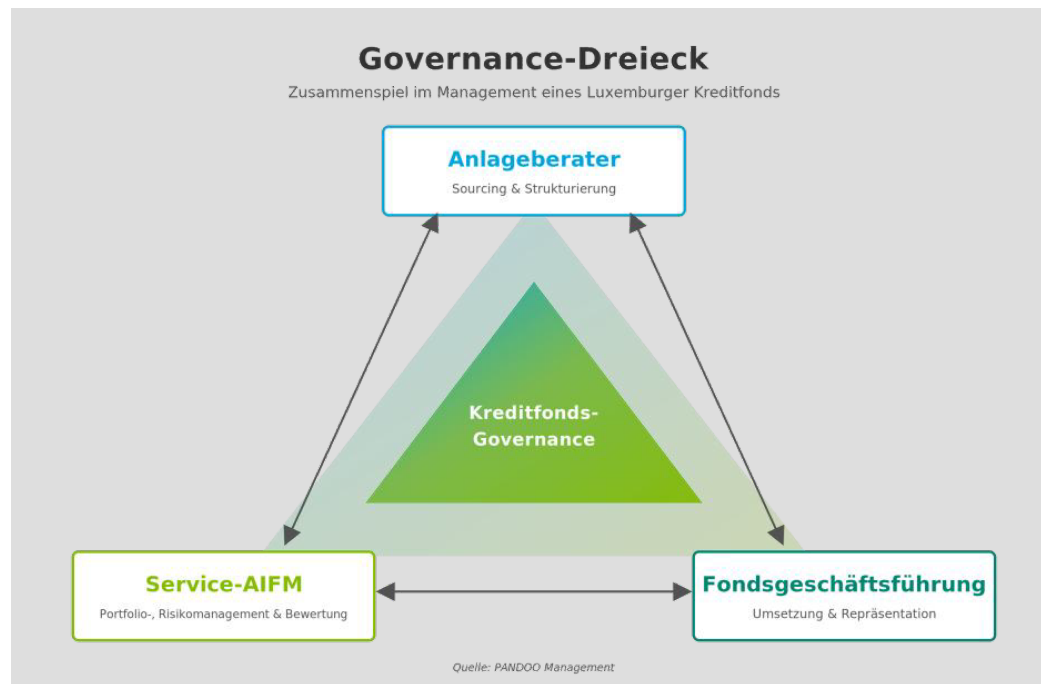
Für Investoren bedeutet dieses Modell konkret: keine Investitionsentscheidung ohne unabhängige Prüfung, keine Bewertung der Sicherheiten ohne externe Validierung – und ein regulierter Ansprechpartner unter direkter Aufsicht der CSSF.

Mit dem Luxemburger Umsetzungsgesetz vom 3. März 2026 gelten seit dem 16. April 2026 verschärfte Anforderungen für kreditvergebende Fonds: harmonisierte Vorgaben zur Kreditvergabe durch AIFs – darunter Leverage-Obergrenzen von 175 Prozent des Nettoinventarwerts für offene und 300 Prozent für geschlossene kreditvergebende Fonds, Risikoselbstbehalts- und Konzentrationsvorgaben, neue Liquiditätsmanagement-Tools sowie erweiterte Transparenzpflichten (erweiterte Berichtspflichten ab 16. April 2027; Übergangsregelungen für Bestandsfonds bis 2029). Das Ergebnis ist mehr Vergleichbarkeit und höheres Investorenvertrauen – beides ist in Phasen hoher Restrukturierungsintensität bares Kapital.

Die neue Richtlinie geht davon aus, dass die Kreditvergabe grundsätzlich illiquide ist und daher sollten Immobilien-Kreditfonds bevorzugt geschlossener Art sein. Nur in Ausnahmefällen sind offene Immobilien-Kreditfonds „zulässig“. In diesem Fall müsste der AIFM der CSSF nachweisen können, dass das Liquiditäts- und Risikomanagementkonzept mit der Investmentstrategie und den Rücknahmeregelungen des Fonds kompatibel ist. Ausreichende und passende Liquiditätssteuerungsmechanismen „Liquidity Management Tools“ müssen existieren.

Die AIFMD II verlangt praktisch ein institutionelles Liquiditätsmanagement ähnlich wie bei offenen Immobilienfonds oder bestimmten UCITS-Strukturen.

In der Praxis hat sich für Kreditfondsmanager das Governance-Dreieck zwischen Anlageberater, Service-AIFM und der Fondsgeschäftsführung bewährt:



1. Der Anlageberater identifiziert und strukturiert Transaktionen und spricht Anlageempfehlungen gegenüber dem AIFM aus.
2. Der AIFM prüft die Eignung, Risiken, Compliance und Anlagegrenzen, trifft die Investitionsentscheidung im AIFM Investment Committee und übernimmt die laufende Überwachung.
3. Die Geschäftsführung des Kreditfonds setzt die finale Entscheidung um. Optional wird ein Anlageausschuss über die Fondsentwicklung und Investments informiert.

Warum ein spezialisierter Service-AIFM den Unterschied macht

Externe Service-AIFMs in Luxemburg bündeln spezialisiertes Personal, standardisierte Prozesse und erprobtes Reporting. Wer als Initiator einen Immobilien-Kreditfonds auflegt, kann sich auf das Investment-Sourcing konzentrieren und die regulatorische Tiefe an einen darauf spezialisierten Partner delegieren. In einem konsolidierenden Markt zählen dabei drei Eigenschaften besonders:



*Die Refinanzierungslücke
schließt sich auch 2026 nicht
von selbst – und nicht allein
über Banken.*

- Fokus statt Universalismus: Boutique-AIFMs, die ausschließlich auf alternative Anlageklassen – Real Estate, Private Equity, Infrastruktur und Private Debt – ausgerichtet sind, kennen die Spezifika von Immobilien-Kreditfonds aus eigener Tagesarbeit.
- Partnerschaftlicher Service-Ansatz: Regulierung wird bei uns nicht verwaltet, sondern vorausschauend gestaltet: Bereits im Vorfeld der AIFMD II haben wir für alle von uns verwalteten Immobilien-Kreditfonds proaktiv Gap-Analysen durchgeführt, die Ergebnisse den Verwaltungsräten der Fonds vorgestellt und die notwendigen Anpassungen der Fondsdokumentation gemeinsam mit den Fondsanwälten koordiniert – ohne dass die Initiatoren oder Investoren selbst aktiv werden mussten.
- AIFMD II-ready by design: Wer seine Strukturen, Tools und Prozesse – wie oben beschrieben – frühzeitig auf die neuen regulatorischen Anforderungen ausrichtet, geht in den verschärften Regulierungs-Modus mit klarem Vorlauf statt mit Nachbesserung.

Fazit

Die Refinanzierungslücke schließt sich auch 2026 nicht von selbst – und nicht allein über Banken. Luxemburger Immobilien-Kreditfonds stellen die regulatorische Fondsstruktur bereit, während ein regulierter Service-AIFM für die organisatorische Steuerung sorgt. Wer die Standortvorteile mit einem regulatorischen Rahmen verbindet, vereint die Agilität alternativer Finanzierer mit solider Corporate Governance – und schafft die Grundlage, Übergangsphasen in der Immobilienwirtschaft geordnet zu finanzieren.

Wichtiger Hinweis

Dieses Dokument ist eine Marketingmitteilung und dient ausschließlich Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Zeichnung von Fondsanteilen, noch eine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Eine Anlage in Immobilien-Kreditfonds richtet sich ausschließlich an professionelle bzw. sachkundige Anleger im Sinne der anwendbaren Vorschriften und ist mit erheblichen Risiken verbunden, insbesondere Kredit- und Ausfallrisiken, Bewertungs- und Immobilienmarktrisiken, Zins- und Liquiditätsrisiken (eingeschränkte oder keine Rückgabemöglichkeit). Der Wert der Anlage kann steigen oder fallen; ein vollständiger Verlust des eingesetzten Kapitals ist möglich. Frühere Wertentwicklungen, Prognosen und Marktdaten sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Maßgeblich für eine Anlageentscheidung sind ausschließlich die jeweiligen Fondsdokumente (insbesondere Emissionsdokument/Prospekt und ggf. PRIIPs-KID). Alle Marktdaten mit Stand der jeweils genannten Quelle; Änderungen vorbehalten.

Mezzanine im Family Office

AUTOR

Thorben Frederik Sievers | Prokurist
JP Beteiligungs-Gesellschaft mbH



Zum LinkedIn-Profil

Der Finanzierungsmarkt, insbesondere der Bankenmarkt, hat sich in Folge des Zinsanstieges im Jahr 2022 fortwährend in ein phlegmatisch-nervöses Tierchen gewandelt.

Die letzten Jahren sahen eine Vielzahl von unterschiedlichen Geschäftsmodellen und Strategien kommen und gehen. Auch das Mezzanine Geschäft aus Sicht eines Family Offices hat sich stark verändert. Nur eine Konstante scheint bei aller Veränderung unverrückbar. Stets geht es um das Schließen von Lücken und Schlagen von Brücken.

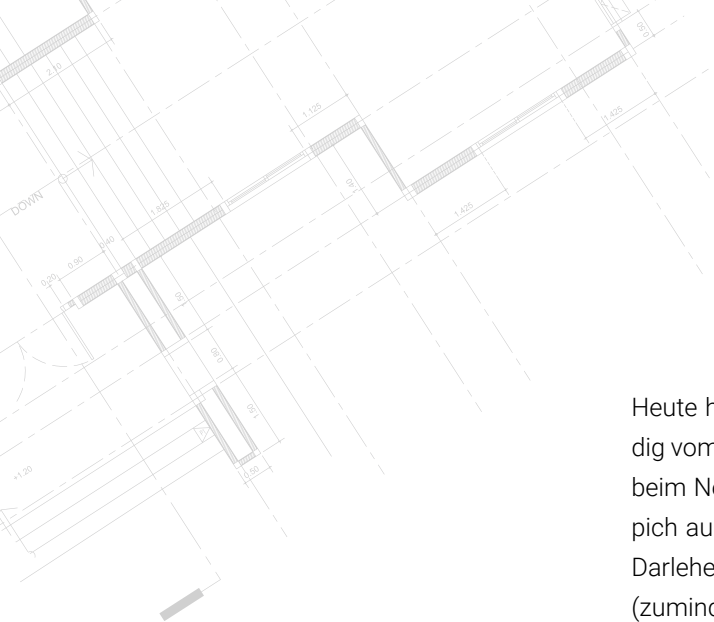
Anfang der 2010er Jahre waren Mezzanine-Darlehen oftmals noch im engeren Wortsinne zu verstehen – ein Zwischenbaustein irgendwo zwischen (messbarem) Eigenkapital und Bankfinanzierung. Mit dem Auftreten großer Kapitalgeber, die, getrieben von einem Niedrigzinsumfeld, das Ausstatten von Projektentwicklungen als Geschäftsfeld für sich entdeckten, änderte sich der Markt grundlegend. Durch den hohen Anlagedruck zeigten sich zwei ungesunde Entwicklungen: Zum einen sanken die Zinsmargen, zum anderen wurden die Kreditausläufe so strapaziert, dass „echtes“ Eigenkapital teilweise nur noch mit der Lupe zu finden war. Werthaltige Sponsorenbürgschaften suchte man meist ebenso vergebens.

In dieser Ausprägung ging dem Mezzanine-Geschäft im Umkehrschluss eine wesentliche Komponente verloren; eine attraktive Bepreisung von asymmetrischen Risiko / Rendite Verhältnissen in einem teilweise intransparenten Markt. Im Gegenteil: Ein solches Investment war – die Risiken betreffend – de facto nicht

mehr unterscheidbar von einer waschechten Eigenkapitalanlage. Die oftmals einstellige Verzinsung stellte hierfür keinen angemessenen Preis dar. Die Chancen verblieben beim Projektinitiator.

Bereits in dieser Zeit konnte und musste sich das Mezzanine-Geschäft aus Sicht eines Family Offices neue Wege und Märkte suchen. Attraktive Zinsvergütungen fanden sich nur noch in Nischen, bei besonderen Darlehenskonstellationen (Finanzierungsbegleitung aus der Insolvenz etc.) oder schlicht über konkurrenzlose Geschwindigkeit bei der Darlehensgewährung.

Der Finanzierungsmarkt, insbesondere der Bankenmarkt, hat sich in Folge des Zinsanstieges im Jahr 2022 fortwährend in ein phlegmatisch-nervöses Tierchen gewandelt. Die schockartige Steigerung der Baupreise gepaart mit Kaufzurückhaltung durch teure Endfinanzierungen waren dabei ein schlecht bekömmlicher Cocktail. Dies traf insbesondere dort zu, wo es von vornherein an ausreichend Eigenkapital fehlte. Der beherzte Griff zum Workout (und damit zur (Teil-)abschreibung) auf Finanziererseite bleibt hier bis heute bei einer Vielzahl havarierter Projekte jedoch aus. So taumeln in geübter Regelmäßigkeit unfinanzierbare Anfragen und Projekte durch den Markt. Nicht richtig tot, aber lebendig schon lange nicht mehr.



Eine Brücke lebt davon, dass Sie früher oder später ans Ziel führt. Ansonsten ist es ein Steg.

Heute haben sich viele der institutionellen Kapitalgeber vollständig vom Mezzanine-Markt zurückgezogen. Wer in diesem Umfeld beim Neugeschäft noch reüssieren kann, dem wird der rote Teppich ausgerollt. Nicht selten werden dabei erstrangig besicherte Darlehen zu Mezzanine-Konditionen vergeben, schlicht, weil sich (zumindest mit zeitlich angemessenem Vorlauf) immer seltener Banken für die Finanzierung finden. Mit den Fundamentaldaten vieler Kreditanfragen ist dies nicht zu erklären. Wenn nur noch Finanzierungsgesuche vom Bankenmarkt bedient werden, denen das Prädikat „Premium“ zugeschrieben wird, schickt sich die pessimistische Prognose vom Totalzusammenbruch an irgendwann zur selbsterfüllenden Prophezeiung zu werden.

Für Family Offices und andere alternative Finanzierer ist dies nur auf den ersten Blick eine attraktive Konstellation. Kurzfristig lassen sich so gute Opportunitäten umsetzen. Langfristig braucht es im Biotop der Finanzierer aber verlässliche und starke Partner auf allen Risikoebenen. Eine Brücke lebt davon, dass Sie früher oder später ans Ziel führt. Ansonsten ist es ein Steg. Eine Stegfinanzierung fragt aber keiner an.

Erschwerend kommt hinzu, dass sich die Fronten bzgl. gangbarer Strukturvorstellungen teilweise verhärtet haben. Im Dreiecksverhältnis zwischen Senior, Junior und Unternehmer entstehen dabei mitunter unvereinbare Interessenskonflikte. Ganz legitim fordern Banken regelmäßig wieder höhere Eigenkapitalquoten. Da

das Eigenkapital hierfür nicht an Bäumen wächst, braucht es dringend Marktstandards und ggf. auch Änderungen in der Regulaturik, um eine erfolgreiche Finanzierungslandschaft zu erschaffen. Die Anzahl an Whole-Loan Angeboten ist dabei nicht ansatzweise groß genug, um hier dauerhaft eine alternative Lösung für den Gesamtmarkt zu schaffen. Es braucht Mezzanine- und Bankdarlehen.

Für Mezzanine-Finanzierer und Banken wäre es opportun, die jeweiligen Interessen des Gegenübers zu akzeptieren und von vornherein mitzudenken. So ist es in der Theorie aus Bankensicht sicher bequem, Mezzanine-Darlehen durch Rangrücktritts-erklärungen hin zum Papiertiger einzuhegen. Gleichzeitig haben Mezzanine-Finanzierer gelernt: Erster Rang, schön aber selten; Zweiter Rang, wünschenswert; Gar kein Rang, unbezahlbar.

Mezzanine-Finanzierer waren im Gegenzug schon immer bereit, für die entsprechend höheren Renditen kaufmännisch größere Risiken einzugehen. Dies dürfte auch so bleiben. Strukturrisiken hingegen, die etwa die juristische Durchsetzbarkeit eigener Forderungen schmälern oder unlautere Geschäftspraktiken Tür und Tor öffnen, sind inakzeptabel.

Hier ein Gleichgewicht zu finden, wäre der Königsweg.

Die Entwicklung der Absicherung in der Immobilienfinanzierung in den vergangenen fünf Jahren

AUTOR



Maximilian Hirth | Rechtsanwalt
THEOPARK Rechtsanwälte
und Steuerberater



Zum LinkedIn-Profil

Mezzanine-Kapital, Whole Loan und Senior Stretched im Kontext steigender Zinsen und zunehmender Bauträgerinsolvenzen

Die vergangenen fünf Jahre haben den deutschen gewerblichen Immobilienfinanzierungsmarkt grundlegend verändert. Besonders der deutsche Mittelstand mit seinen im internationalen Vergleich traditionell eher niedrigen Eigenkapitalquoten ist nach wie vor zur Finanzierung von laufendem Geschäft, Aufträgen und Investitionen in hohem Maße von Fremdmitteln abhängig, die im Rahmen der Unternehmensfinanzierung erfolgreich eingeworben werden müssen.

Gerade im Hinblick auf die Versäumnisse in der Vergangenheit wird von den Kreditinstituten größere Sorgfalt an den Tag gelegt. Kehrseite ist die zu beobachtende restriktive Kreditvergabepolitik der Banken.

I. Finanzierungsformen im Überblick

Private Equity ist der Oberbegriff für eine Anlageklasse, zu der Beteiligungsformen wie Venture Capital, Leveraged Buy-Outs, aber auch die Mezzanine-Finanzierungen wie stille Beteiligungen gehören. Das Beteiligungskapital bzw. Mezzanine-Kapital wird dem Unternehmen ohne bankübliche erstrangige Sicherheiten (Senior

Debt) auf Zeit zur Verfügung gestellt. Der Private Equity-Investor trägt entsprechend des Umfangs seines Engagements das volle unternehmerische Risiko.

Bei Whole Loan-Strukturen übernimmt ein einzelner Kreditgeber die gesamte Finanzierung – sowohl den Senior- als auch den Junior-Anteil. Dies vereinfacht die Vertragsstruktur, konzentriert aber das Risiko beim Kreditgeber.

Senior Stretched-Finanzierungen dehnen den erstrangig besicherten Anteil über das übliche Maß hinaus aus. Der Kreditgeber akzeptiert ein höheres Beleihungsauslaufverhältnis (Loan-to-Value) gegen entsprechend höhere Zinsen und strengere Covenants.

II. Besondere Risiken bei Nachrangdarlehen und Mezzanine-Strukturen

Die Verwendung einer derart qualifizierten Nachrangabrede in einem Darlehensvertrag verleiht dem darlehenshalber überlassenen Betrag den Charakter von Risikokapital. Sie kann dazu führen, dass sämtliche Ansprüche des Darlehensgebers aus dem Darlehen dauerhaft nicht durchsetzbar und als nachrangige Forderung in einem Insolvenzverfahren wertlos sind.



Eigenkapitalgeber werden – mangels erstrangiger Sicherheiten – dafür sorgen, dass sie in ausreichendem Maße Einfluss auf die Entscheidungen des Unternehmens haben

Zugleich bewirkt sie jedoch eine Wesensänderung der Geldhingabe vom bankgeschäftstypischen Darlehen mit unbedingter Rückzahlungsverpflichtung hin zur unternehmerischen Beteiligung mit einer eigenkapitalähnlichen Haftungsfunktion. Das darlehenshalber überlassene Geld wird zu wirtschaftlichem Eigenkapital und dient den nicht im Rang zurückgetretenen Gläubigern als Haftungsgegenstand.

III. Strukturelle Absicherungsmechanismen

Eigenkapitalgeber werden – mangels erstrangiger Sicherheiten – dafür sorgen, dass sie in ausreichendem Maße Einfluss auf die Entscheidungen des Unternehmens haben, indem sie sich Mitsprache- und Kontrollrechte in mehr oder weniger stark ausgeprägter Form sichern. Auf diese Weise können sie die Verwendung der von ihnen eingebrachten Finanzierungsmittel selbst mitsteuern und haben damit selbst Anteil an der Risikobeherrschung.

Die Finanzierungsgeber lassen sich darüber hinaus Zustimmungsvorbehalte für solche Fragen einräumen, die nach ihrer Auffassung für das von ihnen eingebrachte Fremdkapital von besonderer Bedeutung sind. Ferner ist es zunehmender üblich geworden, dem Unternehmen bestimmte Verhaltenspflichten, einschließlich der Einhaltung von bestimmten Unternehmenskennzahlen (Financial Covenants) aufzuerlegen, bei deren Nichteinhaltung bestimmte Sanktionen bis hin zur Kündigung und Fälligkeitstellung des Kredites drohen.

IV. Die Rolle der Bonität im Zusammenhang mit Sicherheiten

Ob und in welchem Maße von den verschiedenen Möglichkeiten zur Kreditsicherung Gebrauch gemacht wird, hängt maßgeblich von der Bonität des zu finanzierenden Unternehmens bzw. dem Finanzierungsnehmer ab.

Kann ein Unternehmen für das abzusichernde Kreditrisiko nur wenig belastbare Sicherheiten bieten, so wird der Kapitalgeber in der Regel einen Zinsaufschlag zur Kompensation des damit verbundenen und von ihm zu tragenden erhöhten Risikos verlangen. Stehen umgekehrt ausreichend attraktive Sicherheiten zur Verfügung, wird das Unternehmen hingegen in der Lage sein, günstige Konditionen auszuhandeln.

V. Wie Anbieter auf die veränderte Marktlage reagiert haben

1. Strengere Bonitätsprüfung / Due Diligence

Die vergangenen Jahre zeigen, dass Anbieter im Vorfeld einer entsprechenden gewerblichen Finanzierung mit verschärften Prüfungsanforderungen reagieren, um das eigene -gestiegene - Risikopotenzial zu minimieren.

Folglich findet bereits vorab im Rahmen einer intensivierten Due Diligence eine nunmehr noch umfassendere Prüfung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers statt, bei welcher eine vollständige Risikoidentifikation erfolgt.

Die Kombination aus steigenden Zinsen und zunehmenden Bauträgerinsolvenzen hat alle Marktteilnehmer zu einem Umdenken gezwungen.

Je nach Ergebnis dieser Due Diligence ist zu beobachten, dass Kreditgeber die Sicherheitsstrukturen anpassen, indem höhere Eigenkapitalanforderungen oder strengere Covenant-Strukturen an das finanzierte Unternehmen gestellt werden sowie die Finanzierungskosten entsprechend nach oben hin angepasst werden.

Im Rahmen eines Vergleiches der letzten fünf Jahre lässt sich die Entwicklung der Sicherheitsstrukturen wie folgt skizzieren:

2. Verstärkte strukturelle Absicherung

Die Kreditgeber setzen dabei auch verstärkt auf Cash-Sweep-Mechanismen (Überschüssige Liquidität wird zur Tilgung verwendet), Pflichten zur Bildung von Liquiditätsreserven und entsprechenden Step-in-Rechten zur Übernahme der Projektsteuerung bei Covenant-Brüchen.

VI. Fazit und Ausblick

Die Entwicklung der vergangenen fünf Jahre zeigt eine deutliche Verschiebung hin zu konservativeren Finanzierungsstrukturen und umfassenderen Absicherungsmechanismen. Die Kombination aus steigenden Zinsen und zunehmenden Bauträgerinsolvenzen hat alle Marktteilnehmer zu einem Umdenken gezwungen.

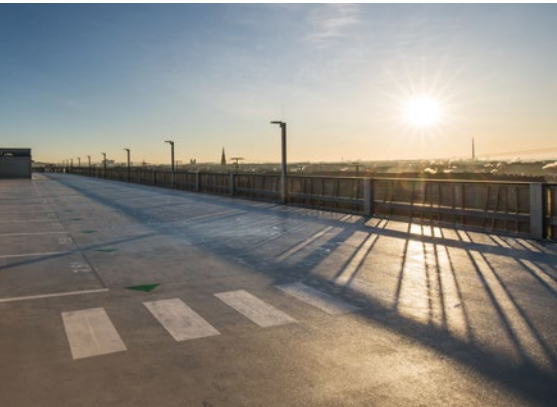
Für die Praxis bedeutet dies, dass höhere Eigenkapitalanforderungen zur Norm geworden sind. Mezzanine-Kapital wird kritischer bewertet und erfordert eine (noch) umfassendere Absicherung. Whole Loan- und Senior Stretched-Strukturen werden nur noch bei erstklassigen Objekten und Kreditnehmern angeboten. Ferner werden Financial Covenants noch enger gefasst und intensiver überwacht.

Insgesamt zeigt sich somit der Trend, dass strukturelle Absicherungsmechanismen gegenüber rein dinglichen Sicherheiten zunehmend an Bedeutung gewinnen.

Im Ergebnis bleibt jedoch auch festzuhalten, dass die sorgfältige Prüfung der Finanzierungsstruktur, der Sicherheiten und der vertraglichen Regelungen für alle Beteiligten (noch) unverzichtbarer geworden ist.



Danksagung und Ausblick



Zunächst einmal ganz herzlichen Dank Ihnen, liebe Lesende, dass Sie sich die Zeit für den Pegasus Private Debt Report 2026 genommen haben und sich für ein Thema interessieren, das uns bei Pegasus täglich bewegt: Private Debt. Ein ganz großes Dankeschön geht auch an die vielen Beteiligten in unserem Pegasus Team, die abteilungsübergreifend an unserm ersten Private Debt Report mitgewirkt haben. So konnten wir unterschiedliche Erkenntnisse aus der Praxis des privaten Finanzierungsmarkts zusammentragen und diese durch passende wissenschaftliche sowie interdisziplinäre Expertise ergänzen. Wir sind überzeugt, mit diesem Report einen umfassenden Blick auf das Thema Private Debt zu bieten und möchten den Pegasus Private Debt Report künftig als jährliches Format etablieren.

Fasst man unsere eigenen Befragungen und die Beiträge der Experten zusammen, macht uns das Mut. Denn die Nachfrage nach Finanzierungslösungen ist ungebrochen. Marktseitig finden neue Finanzierungsangebote eine breite Nachfrage bei attraktiven Margen. Dazu haben die Immobilienmärkte, ohne deren Funktionalisieren auch die verbundenen Finanzierungsmärkte nicht prosperieren können, mit großer Wahrscheinlichkeit ihre Basis gefunden. Neue Projekte lassen sich auch mit niedrigen Exitfaktoren rech-

nen und zeigen eine langvermisste, positive Normalität. Genau das könnte der Moment der Trendumkehr und der Beginn neuen Wachstums sein.

Herausfordernd bleiben Altprojekte, die auf Entwicklerseite viel Eigenkapital binden und damit neue Aktivitäten verhindern. Zudem sind viele dieser Projekte nur zu hohen Exitfaktoren wirtschaftlich. Das erschwert den Verkauf oder führt dazu, dass sie erst verspätet veräußert werden können. Die längere Kapitalbindung verteuert die Projekte zusätzlich. Auf Investorenseite sorgen dagegen Verluste aus früheren Projekten für eine starke Zurückhaltung bei neuen Investitionen. Aktuell trifft ein sehr aufnahmefähiger Markt auf ein äußerst kleines Finanzierungsangebot. Dieses umfasst sowohl Mezzanine-Finanzierungen als auch – wenn auch nur eingeschränkt – Bankenfinanzierungen. Bei letztgenannten wirkt sich neben den Erfahrungen der vergangenen vier Jahre insbesondere die fortschreitende Regulierung limitierend aus.

Es gibt jedoch auch auf Investorenseite positive Entwicklungen zu verzeichnen. Insbesondere angelsächsische Finanzierungsplattformen drängen mit dem Kapital internationaler Finanz-



investoren in den deutschen Immobilien-Finanzierungsmarkt. Deutschland ist zwar keine europäische Wachstumslokomotive mehr, aber nach wie vor ein Land mit funktionierendem Rechtsstaat, einem stabilen wirtschaftlichen Umfeld, hohen Löhnen und einer ausgeprägten Mietermentalität. Vor allem Wohnungsbestände sind daher als Investment direkt, aber auch als zu finanzierendes Asset von Angelsachsen stark nachgefragt – auch wenn geführte Vergesellschaftungsdebatten bereits als potenzieller „schwarzer Schwan“ ausgemacht sind. Im Vereinigten Königreich besteht sowohl Interesse an „deutschen“ Whole Loans als auch an Mezzanine-Finanzierungen. Dabei gilt: Das UK-Kapital ist nicht ohne Gegenleistung verfügbar. Risikoadjustierte Zinsmargen und vertragliche Durchgriffsrechte, die im deutschen Markt bislang weniger verbreitet sind, gehören häufig zu den Erwartungen internationaler Kapitalgeber. Dazu wird ein hochfrequentes, intensives Reporting erwartet, das den Darlehensgeber stets auf dem aktuellen Stand hält. Die Zeiten des Verleihens und Wartens bis zur Rückzahlung gehören definitiv der Vergangenheit an. Aber internationales Kapital kann ein Ausweg sein, den privaten Finanzierungsmarkt in Deutschland wieder zu beleben und Schritt für Schritt auch für einheimische Investoren attraktiv zu machen.

Die Beiträge dieses Reports machen deutlich: Die Immobilienfinanzierung wird vielfältiger. Private Debt, Mezzanine-Kapital und Whole Loans ersetzen die klassische Bankfinanzierung nicht, sondern ergänzen sie dort, wo flexible und individuelle Finanzierungslösungen gefragt sind. Entscheidend bleiben dabei die Qualität von Projekten und Kapitalstrukturen.

Der Weg in den nächsten Wochen und Monaten wird im Finanzierungsmarkt kein leichter sein, aber das Licht am Ende des Tunnels ist klar zu erkennen. Wir bei Pegasus Capital Partners freuen uns darauf, diesen Weg gemeinsam mit Ihnen zu gehen und die Entwicklungen des Private-Debt-Marktes auch künftig zu begleiten. Über unsere Erfahrungen und neuen Erkenntnisse berichten wir in einem Jahr im nächsten Pegasus Private Debt Report.

Bleiben Sie uns gewogen

Ihr



Martin Führlein

Geschäftsführer | Pegasus Capital Partners GmbH



Pegasus Capital Partners GmbH
Nägelsbachstraße 33 | 91052 Erlangen | Telefon: +49 9131 / 6237-0
E-Mail: info@pegasus-cp.de | www.pegasus-cp.de

