

25 JAHRE

BAI

Diversifikation zählt.



Schwerpunktthema Private Debt

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

YIELCO
Investments

PIMCO

PEMBERTON

nuveen
A TIAA Company

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

M.M. WARBURG & CO

MEAG
A Munich Re company

1852

Invesco

Helaba Invest

GOLDING

crosslend

CapitalDynamics

BlackRock

BF capital
Real Estate Debt

Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Montag, 5. September 2022

BAI Webinar European Leveraged Loans:
"An allocation that's here to stay"

Mittwoch, 7. September 2022

BAI Webinar: Long Volatilität:
Value-Trade und Absicherung zugleich"

Montag, 12. September 2022, Frankfurt

BAI InnovationsDay

Dienstag, 20. September 2022

BAI Praxis-Webinar zur Umsetzung der SFDR RTS

Mittwoch, 21. September 2022

BAI Webinar: European ESG Template (EET) Reporting für alternative Investments

Mittwoch, 2. November 2022, Frankfurt

BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

- 3** **Leitartikel**
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 6** **Mitgliederneuvorstellungen**
- 10** **Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen**
Dr. Daniel Maier, YIELCO Investments AG
- 17** **Aktuelle Chancen an den öffentlichen und privaten Kreditmärkten**
Dan Ivascyn, PIMCO
- 19** **Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios**
Dr. Olivier Renault, Pemberton Capital Advisors LLP
- 25** **Alternative Credit im Portfoliokontext**
Nuveen
- 27** **Senior Loans Investoren sind gut gewappnet**
Rafael Calvo, MV Credit
- 30** **Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren**
Charlotte Höntsche, M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA
- 35** **Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld**
Thomas Bayerl, MEAG
- 39** **Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market**
Alexander Stern, David Hansen, Sven Gralla, Kapital 1852 Beratungs GmbH
- 45** **Direct Lending – alternative Anlageklasse mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil**
Thomas Adler, Invesco Asset Management
- 48** **Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren**
Rebecca Kunz und Susanne Skujat, Helaba Invest
- 51** **Beschleunigte Aufholjagd in der Krise**
Jakob Schramm und Lucas Pech, Golding Capital Partners
- 54** **Digitale Kreditvergabe als spannendes Teilsegment im Bereich Private Debt**
Marco Hinz und Jochen Weiss, Crosslend
- 59** **The Evolution of ESG in Lower Middle-Market Direct Lending**
Bryan Gostin and Jens Ernberg, Capital Dynamics
- 64** **Thema**
Vorname Nachname, BlackRock
- 65** **Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende**
Manuel Köppel, BF.capital GmbH
- 69** **Veranstaltungshinweise**
- 74** **Buchvorstellungen**

Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren

Einleitung

Der Real Estate Private Debt Markt hat sich in den letzten Jahren in Europa zu einer etablierten institutionellen Assetklasse mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten entwickelt. Die Veränderungen der Rahmenbedingungen auf dem europäischen Immobilienmarkt im ersten Halbjahr 2022 wirken sich auch auf die Assetklasse Real Estate Private Debt aus. Die Assetklasse profitiert von strukturellen Vorteilen und einer geringeren Volatilität gegenüber Eigenkapitalinvestments auf dem Immobilienmarkt. In Zeiten gestiegener Marktunsicherheit und in einem durch Heterogenität geprägten Marktumfeld steigt die Bedeutung der Managerselektion und Diversifikation weiter.

Entwicklung zu einer etablierten institutionellen Assetklasse

Real Estate Private Debt hat sich in den vergangenen Jahren als ein Segment des Immobilienmarkts mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten entwickelt. Die Gründe hierfür sind vielfältig und finden sich auf der Kreditnehmer- und Investoreenseite.

Veränderungen des regulatorischen Umfelds (insb. Basel II/III sowie perspektivisch Basel IV) führen zu einer Neubewertung von Kreditrisiken bzw. deren Eigenkapitalhinterlegung. In der Folge ziehen sich Banken aus Teilbereichen des Marktes zunehmend zurück. Hierdurch steigt die Nachfrage nach Alternativen Kreditgebern, diese Lücke zu füllen. Gleichzeitig zeichnen sich diese durch eine höhere Flexibilität und Geschwindigkeit aus. Im Vereinigten Königreich stieg der Anteil Alternativer Kreditgeber an den ausstehenden Immobilienkrediten von 2% im Jahr 2012 auf 12% im Jahr 2020. Auch Versicherungen bauten ihren Anteil am Markt in diesem Zeitraum deutlich von 8% auf 16% aus, während Banken ihr Engagement von 90% auf 72% reduzierten. Insbesondere im kleinteiligen Marktsegment mit Finanzierungen unter 20 Mio. GBP stellen Alternative Kreditgeber bereits heute über 40% der Marktteilnehmer.¹ Die Umschichtung von Banken in Richtung Alternativer Finanzierer wird auch in den kommenden Jahren weiter anhalten, wenn die Kredite der letzten Jahre auslaufen und neue Finanzierungen abgeschlossen werden.

Die Assetklasse bildet neben Eigenkapitalinvestments in Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkte eine sinnvolle Ergänzung für Investorenportfolios. Anleger profitieren grundsätzlich von einer geringen Bewertungsvolatilität bei regelmäßigen Ausschüttungen und vergleichsweise schnellen Kapitalabrufen. Getrieben durch die



Natur der Assetklasse sorgen u.a. Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien für attraktive Risiko-Rendite-Verhältnisse. Der INREV Capital Raising Survey 2022 kommt zu dem Ergebnis, dass mit rd. 19% des im Jahr 2021 für europäische Immobilieninvestments eingesammelten Kapitals schon im zweiten Jahr in Folge fast 20% auf Real Estate Private Debt-Strategien entfielen (im Vorjahr 22%). Im Jahr 2019 betrug der Anteil noch lediglich 5%. Bislang sind Versicherungen (40%) und Pensionsfonds (37%) die dominierenden Investoren in Real Estate Private Debt Fonds.² In einer weiteren INREV Befragung in 2022 gaben 19% der befragten Investoren mit Investitionsplänen in Europa an, ihre Allokation zu Real Estate Private Debt in den kommenden zwei Jahren ausbauen zu wollen, 30% wollen die aktuelle Allokation beibehalten und nur 3% reduzieren. 48% der Befragten investieren bislang nicht in solche Strategien.³

Dies unterstreicht, dass es sich bei Real Estate Private Debt um eine Assetklasse handelt, die in Europa trotz hoher Zuwächse in den letzten Jahren weiterhin am Beginn ihres Lebenszyklus steht. Ausgehend von dieser Entwicklung und dem geschätzten heutigen Marktvolumen des europäischen Immobilienfinanzierungsmarktes von rund 1,8 Billionen EUR ergeben sich mittel- bis langfristig erhebliche weitere Wachstumsperspektiven. Derzeit liegt der Anteil der „non-bank lenders“ am Finanzierungsmarkt in Europa bei rd. 10%. Bei einem unterstellten Anstieg dieses Marktanteils auf das aktuelle Niveau im Vereinigten Königreich (25%) ergäbe sich rechnerisch ein Marktvolumen von 450 Mrd. EUR, das in den nächsten Jahren zu erschließen ist. Setzt man den US-Markt als Maßstab für einen institutionell sehr weit entwickelten Debt Markt hierzu ins Verhältnis, steigt das potentielle Marktvolumen auf 720 Mrd. EUR.⁴

¹ Cass Business School Commercial Real Estate (CRE) Lending Report – YE 2020

² INREV Capital Raising Survey 2022

³ INREV Investment Intentions Survey 2022

⁴ PGIM – European Real Estate Debt: Where Next? (September 2021)

Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren

Die Assetklasse im aktuellen Marktumfeld

Seit Jahresbeginn 2022 haben sich die Rahmenbedingungen für den europäischen Immobilienmarkt spürbar verändert. Starke und schnelle Zinsanstiege, steigende Materialkosten sowie eine gestiegene wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit in Folge des Kriegs in der Ukraine setzen den Immobilienmarkt unter Druck. Von dieser Entwicklung sind sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalinvestoren betroffen. Aufgrund des Risikopuffers sind Fremdkapitalgeber gegenüber den Eigenkapitalgebern im Vorteil und können somit insgesamt mit einer geringeren Volatilität in unsicheren Marktphasen rechnen. Weiterhin ergeben sich auf der Fremdkapitalseite durch das höhere Zinsniveau positive Effekte auf die Renditeerwartungen. Variabel verzinsten Darlehen und Neukredite profitieren direkt von den Zinsanstiegen seit Jahresbeginn.

Bereits während der Covid19-Pandemie hat sich gezeigt, dass eine gestiegene Marktunsicherheit zu einem stärkeren und schnelleren Rückzug der Banken geführt und weitere Potentiale für Alternative Kreditgeber eröffnet hat. Diese Entwicklung zeichnet sich auch im aktuellen Marktumfeld ab. Alternative Financier erhalten Zugangsmöglichkeiten zu vergleichsweise konservativeren Finanzierungsprofilen aus denen sich Banken bereits zurückziehen. Außerdem führt das geringere Finanzierungsangebot zu einer Stärkung der Verhandlungsposition Alternativer Kreditgeber, was sich direkt auf die Finanzierungsstrukturen beispielsweise durch höhere Margen, geringere LTV-Level, striktere Covenants oder umfangreichere Sicherheitenpakete auswirkt. Folglich können Investoren in der Regel von einer gestiegenen Attraktivität der Risiko-Rendite-Profile profitieren.

Die aktuellen Entwicklungen setzen jedoch auch viele Kreditnehmer unter Druck, sodass sich die Refinanzierung von Krediten aufgrund von Verzögerungen im Verkauf oder bei der Projektentwicklung sowie durch hohe Refinanzierungskosten als Herausforderung darstellen kann. Auch bei der Budgetierung von Baumaßnahmen oder den Annahmen im Underwriting können sich Veränderungen ergeben, welche die Bedienung der Verbindlichkeiten gefährden könnten. Einzelne Darlehen können abhängig von Sektoren und Risikoprofilen somit im aktuellen Marktumfeld höheren Ausfallrisiken ausgesetzt sein, sodass die Bedeutung der Risikoanalyse insbesondere nach Sektoren, Risikoprofilen und Kreditnehmern vor einer Investmententscheidung steigt.

Manager- und Fondslandschaft in Europa

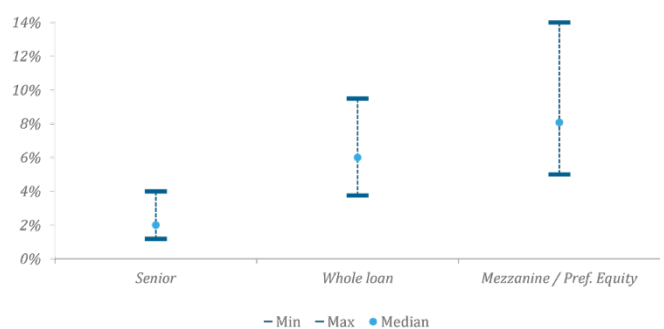
Die Manager- und Fondslandschaft in der Assetklasse Real Estate Private Debt ist durch eine hohe Heterogenität charakterisiert. Die starke Marktdynamik, die hohe Investorennachfrage in den letzten Jahren sowie die mittel- bis langfristige Wachstumsperspektive für Real Estate Private Debt in Europa haben zu einem starken Anstieg der Anzahl

von Real Estate Private Debt Managern geführt, deren Plattformen und Ansätze sich deutlich voneinander differenzieren. Wesentliche Unterschiede finden sich insbesondere in den Institutionalisierungsgraden, der Aufstellung der Investmentteams, dem Investmentprozess und Asset Management sowie dem In- und Outsourcing von Prozessschritten. Der Investmentansatz variiert von einem eher bankennahen Ansatz bis hin zu einem stark unternehmerisch geprägten Ansatz. Eine einheitliche Entwicklung lässt sich jedoch über nahezu alle Zielfondsmanager beobachten: einen verstärkten ESG-Fokus insbesondere im Hinblick auf die EU-Offenlegungsverordnung. ESG-Themen werden inzwischen von nahezu jedem Zielfondsmanager im Investmentprozess berücksichtigt, wenngleich der Umfang und die Umsetzung zum Teil deutlich divergieren.

Die derzeit investierbaren Produkte der Manager umfassen eine weite Bandbreite an Investmentmöglichkeiten von hochspezialisierten, geographisch und/oder sektoral fokussierten Strategien bis hin zu generischen, sektor- und länderübergreifenden Strategien. Die Longlist der Helaba Invest umfasst auswertbare Daten für 81 derzeit investierbare Strategien von 62 Zielfondsmanagern mit einem angestrebten Zielvolumen von insgesamt EUR 41,6 Mrd. in den Segmenten Senior (17%), Whole Loan (38%) und Mezzanine (45%) und verdeutlicht das Spektrum an Investmentopportunitäten.

Die Heterogenität der investierbaren Strategien zeigt sich dabei bereits deutlich in der Bandbreite der angestrebten Netto-Zielrenditen in der Longlist der Helaba Invest.

Netto-Zielrenditen nach Fondsstrategie



Quelle: Longlist der Helaba Invest

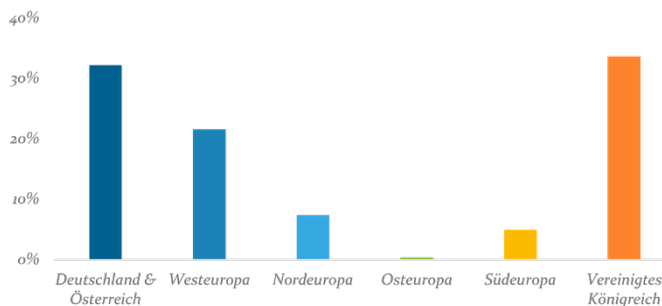
Hier gilt es, die angestrebten zu finanzierenden Objekte und die Finanzierungsstrukturen in der jeweiligen Strategie genau zu verstehen, um das Rendite-Risiko-Profil zu beurteilen und adäquat in den Gesamtmarkt einzuordnen. Insbesondere im Bereich von Mezzanine-Finanzierungen finden sich zum Teil große Unterschiede hinsichtlich der vertraglichen Regelungen und den Besicherungsstrukturen. Zusätzlich sollte die Gebührenstruktur nicht nur in der absoluten Höhe, sondern auch in der Ausgestaltung und unter Berücksichtigung der Interessen der Investoren geprüft und bewertet werden.

Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren

Die Gebührenbandbreite ist je nach Strategie häufig sehr weit und setzt sich aus verschiedensten Gebührenkomponenten zusammen, die je nach Ausgestaltung einen hohen Einfluss auf die Gesamtgebühr haben können.

Hinsichtlich der geographischen Zielallokation überwiegen Fonds mit einem länderübergreifenden Ansatz (62%) verglichen zu Fonds mit einem länderspezifischen Fokus (38%). Fonds mit einem spezifischen Länderfokus investieren überwiegend entweder ausschließlich im Vereinigten Königreich oder in Deutschland. In den geplanten Investmentvolumina nach Region zeigen sich deutliche Unterschiede in den Allokationen in Primär- und Sekundärmärkte. Insgesamt verteilt sich die angestrebte geographische Allokation aller Strategien zu einem Großteil auf die Primärmärkte Deutschland und Österreich mit 32%, sowie das Vereinigte Königreich mit 34% und Westeuropa mit 22% (insbesondere Frankreich, Niederlande und Irland).

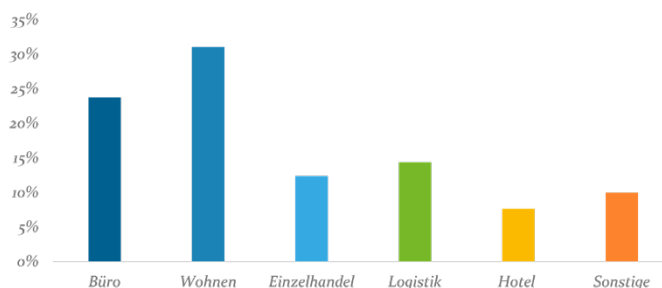
Geographische Allokation
(nach geplantem Investitionsvolumen)



Quelle: Longlist der Helaba Invest

In der sektoralen Allokationsbetrachtung zeigt sich, dass die meisten Fonds sektorübergreifend investieren (92%). Fonds, die sich ausschließlich auf einen Sektor fokussieren, finden sich nahezu ausschließlich im Bereich wohnwirtschaftlich genutzter Immobilien. Die dominierenden Nutzungsarten sind Büro (24%) und Wohnen (31%), gefolgt von Logistik (14%) und Einzelhandel (12%).

Sektorallokation
(nach geplantem Investmentvolumen)



Quelle: Longlist der Helaba Invest

In einem volatilen Marktumfeld zeigt sich die Heterogenität der Manager- und Fondslandschaft noch deutlicher. Folglich ist ein detaillierter Managerprüf- und Auswahlprozess entscheidend, um die Aufstellung und Expertise der Manager nicht nur einzuordnen, sondern insbesondere in Bezug auf die angestrebte Strategie im aktuellen Marktumfeld auch zu bewerten.

Real Estate Private Debt im Portfoliokontext

Neben der gestiegenen Bedeutung der Investmentselektion ist eine multidimensionale Diversifikation über Manager, Kreditnehmer, Regionen und Nutzungsarten im aktuellen Marktumfeld vorteilhaft. Hierbei können Multi-Manager Ansätze durch eine breite Streuung von Investments zu einer (signifikanten) Reduktion unsystematischer Risiken führen. Gleichzeitig sorgt ein ausgeglichenes Auslaufprofil von Einzelinvestments für eine Vermeidung von Klumpenrisiken in Investment-Exits.

Je nach Risikoneigung des Investors sowie in Abstimmung mit dem Gesamtportfolio kann die Strategie von Real Estate Private Debt Investments festgelegt bzw. auch zusammengesetzt werden. Der Portfolioansatz ermöglicht außerdem Investitionen in unterschiedliche Marktsegmente und Strategien (u.a. Einzelländer, Sektoren) mit spezialisierten Managern in den jeweiligen Bereichen, während die Kombination komplementärer Strategien spezialisierter Manager zu positiven Diversifikationseffekten führt.

Kontakt und Autoren:

Helaba Invest
Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstr. 24
60311 Frankfurt am Main
www.helaba-invest.de

Rebecca Kunz
Investment Manager
Transactions & Strategy – Real Assets
Phone (+49) 069 29970-150
Mobile (+49) 0160 9823 9288
E-Mail: rebecca.kunz@helaba-invest.de

Susanne Skujat
Portfoliomanager
Fund Management – Real Assets
Tel. (+49) 69/29970-573
Handy (+49) 171-2781055
E-Mail: Susanne.Skujat@helaba-invest.de