

## List of Blogs

# Die Finanzierung von Immobilien-Entwicklungsprojekten

### Die Finanzierung von Immobilien-Entwicklungsprojekten vor dem Hintergrund gravierender Umbrüche in der Finanzwelt

Bereits in der Vergangenheit war es für Immobilienentwickler oftmals relativ schwierig, wirtschaftlich akzeptable und tragfähige Finanzierungen zu erhalten. Dies wird sich angesichts der anhaltenden Auswirkungen der Finanzkrise („Altlasten“), der Umstrukturierung des deutschen Bankensektors (Stichwort: Landesbanken), der sich gegenwärtig noch partiell verstärkenden und ungelösten Staatsschuldenkrise, der zu erwartenden Änderungen nach Basel III und Solvency II sowie des befürchteten Konjunkturrückgangs für den gesamten Gewerbeimmobilienkreditbereich und insbesondere für Entwickler noch verschärfen.

Verstärkt trifft das naturgemäß auf kleine und mittlere „reine“ Projektentwickler ohne besicherungstechnisch relevanten (Immobilien-) Bestand und Eigenmittel zu, deren Fremdmittelaufnahme ausschließlich durch den (zukünftigen) Cashflow aus den Projekten determiniert wird. Im Gegensatz zu diesen weisen kombinierte Entwicklungs- und Betreibergesellschaften idR. Bestände auf, die als Sicherheiten für Realkredite, als Cashgeneratoren (aus dem lfd. Betrieb) und ggfls. als Quelle für benötigte Mittel (durch Verkauf) dienen können.

Die Akteure auf den Finanzmärkten werden sichtlich zurückhaltender, selektiver und risikoaverser. Das gilt sowohl für potentielle Fremdkapitalgeber, die einerseits durch vielfältige neue Aufsichtsregularien/erhöhte Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen, mittelfristig verschärfte Geldpolitik wg. Inflationsgefahr und weitere Ansprüche an die Finanzmärkte (Stichwort: Bankenabgabe/Transaktionssteuer) belastet werden, andererseits durch differenzierte Risikobewertungen und Sicherheitengewichtungen, konservative/vorsichtige Beurteilungs-/Ratingansätze sowie zeitnahe Berichtspflichten/erhöhte Transparenzanforderungen an die Kreditnehmer ihre Ansprüche an eine Kreditvergabe verschärfen (was sich insgesamt restriktiv auf die Kreditvergabe auswirken dürfte). Das gilt grundsätzlich aber auch für potentielle Risikokapitalgeber, welche neben nachhaltiger Rentabilität ebenfalls verstärkt Sicherheitsaspekte in ihr Kalkül einbeziehen, die sich in erhöhten Risikoaufschlägen in ihren Ertrags-Erwartungen/Ansprüchen (Cap.-Rate) niederschlagen.

Grundvoraussetzung für jede erfolgreiche Fremdkapitaleinwerbung ist ein überzeugendes Standort- und Vermietungs-/Nutzungskonzept und nachgewiesene Erfahrungen des Projektentwicklers. Wesentlich ist hierbei auch ein akzeptabler Vorvermietungsstand oder eine (Vorab-) Exitstrategie – wobei die konkreten Anforderungen je nach Projektart (wie Büro, Handel, Betten), Projektgröße (Volumina unter 10 Mio. Euro oder deutlich darüber) und auch zwischen den Banken (lokale, regionale, bundesweite Universalbanken, überregionale Spezialfinanzierer) variieren; (spekulativer) Vorratsbau wird – insbes. bei größeren Projekten und in Randlagen – im Gewerbe-/Handelsimmobilienbereich kaum noch finanziert.

Dreh- und Angelpunkt jeder Projektfinanzierung ist der (zukünftig) zu erzielende Cashflow aus dem Projekt. Er dient der Ermittlung der Kapitaldienstfähigkeit wie auch der Rentabilitätsberechnung des (Investitions-) Projekts und determiniert damit die Höhe (und Laufzeit bzw. Struktur) des erhältlichen Fremdkapitals wie auch des (Ver-) Kaufpreises des Projekts. Ergänzt wird er hierbei durch das Eigenkapital der Projektgesellschaft, den vorhandenen oder zu stellende Sicherheiten und den

geplanten/abgeschlossenen Versicherungen gegen die zahlreichen Projektrisiken. Der Cashflow unterliegt zahlreichen in- und externen Einflussfaktoren (Projektmanagement, Markt/Branche/Standortentwicklung, Mieterstruktur, Konjunktur, Zinsen, notwendige Zulassungen/Genehmigungen uam.), seine Berechnung beruht in weiten Teilen auf unsicheren Prognosen und Schätzungen.

Vor diesem Hintergrund werden von den potentiellen Kapitalgebern (im Rahmen ihrer Verifikation) spezielle Analyseverfahren eingesetzt, die diesem Umstand Rechnung tragen (z.B. Simulationen und Sensitivitätsanalysen); darüber hinaus wird von Fremdkapitalgebern eine Überdeckung des beantragten Kredits (durch den Barwert des Cashflows) bzw. der Annuitäten (durch den Periodencashflow während der Betriebsphase) verlangt, von Eigenkapitalgebern wird ein angemessener Unsicherheits-/Risikoaufschlag in die Rendite-Kalkulation eingerechnet.

Durch explizite Berücksichtigung aller (bekannten) relevanten Einflussfaktoren in den Planungen und Prognosen der Projektentwicklung, die Betrachtung von Alternativszenarien und best-/realistic-/ worst-case Schätzungen der verwendeten Inputgrößen sowie deren professionelle Dokumentation und nicht zuletzt einem kompetenten und erfolgreichen ‚Track record‘ des Projektentwicklers, kann auf die zuletzt genannten Überdeckungen/Zuschläge durch die Projektgesellschaft Einfluss genommen werden.

Auch wenn der Fremdkapitalanteil an der Projektfinanzierung idR. weiterhin dominiert, ist eine vollständige Fremdkapitalfinanzierung aus den o.a. Gründen so gut wie ausgeschlossen. Auch die reine Eigenkapitalfinanzierung ist – abgesehen von Projekten, die der Projektinitiator vollständig trägt/finanziert (z.B. Immobilienfondsprojekt) – insbesondere bei größeren Projekten kaum anzutreffen. Dazwischen existiert weiterhin eine große Spannweite möglicher Finanzmittelquellen, wobei auch deren (partielle) Kombination wie Non Recourse- und Joint-Venture Finanzierungen, alternative Finanzierungsinstrumente und mehr oder weniger komplexe Finanzierungsstrukturen in Frage kommen.

Nahe an der ‚ungedeckten‘ Fremdkapitalfinanzierung durch eine oder mehrere Banken und – wg. Solvency II - zunehmend Versicherungen (die allerdings idR. durch hohe Risikozuschläge belegt ist) liegen reine Kreditfinanzierungen, die jedoch (teilweise) durch Dritte garantiert, verbürgt oder mit Sicherheiten unterlegt sind. Hierbei ist u.a. an Förderbanken (z.B. Kfw), Bürgschaftsbanken, Kreditgarantiegemeinschaften, ggfls. die Projektinitiatoren (z.B. kommunale Wirtschaftsförderung, Fördereinrichtungen des Bundes/Landes, Gemeinden/Städte und/oder private Investoren/Bauträger) zu denken. Die Ausgabe von Unternehmensanleihen (vornehmlich über das Börsensegment Mittelstandsanleihen) dürfte wg. dem notwendigen Standing und Rating v.a. für große Projektgesellschaften (insb. mit Immobilienbeständen und damit verbunden erhöhtem Eigenkapital) in Frage kommen.

Eine benötigte Fremdfinanzierung kann durch eine hinreichende und gesicherte Cashflow-Prognose, die Stellung von Sicherheiten und auch durch einen angemessen großen Eigenkapitalanteil der Projektgesellschaft (= Risikokapital) erreicht werden. Hierbei sind vielfältige privatwirtschaftliche und öffentliche Beteiligungen denkbar, es können Zuschüsse (der öffentlichen Hand) und Aktiva (von Projektbeteiligten) als Eigenkapital eingebracht werden, zukünftige Investoren/Erwerber/Betreiber und sonstige Nutzer können sich durch (Miet-) Vorschüsse beteiligen, Beteiligungs- und Fondsgesellschaften können Mittel einbringen, potentielle Lieferanten können sich durch Beteiligungen ebenfalls in Stellung bringen uam.

Die Höhe des von Projektentwicklern eingebrachten Eigenkapitals beeinflusst in beträchtlichem Ausmaß das erzielbare Fremdkapitalvolumen (und damit die gesamten Projektmittel) sowie dessen Konditionen und weitere Sicherheitenanforderungen (z.B. Grundschuld). Gegenwärtig werden von Banken mindestens 25%, bisweilen sogar bis zu 40% gefordert. Daraus ist abzuleiten, dass die Disposition der Projektfinanzierung zeitgleich mit der Planung der Projektentwicklung/Projektinitiierung erfolgen muss. Zu den Konditionen zählen neben Zinsbindung und ggfls. Beleihungsauslauf auch die Auszahlungsbedingungen (z.B. ratierlich, nach Projektfortschritt/Projektphase) und Tilgungsmodalitäten (Kreditlaufzeit, Rückzahlungsplan). In diesem Zusammenhang ist ein Anteilsverkauf bereits während der

Entwicklungs- und Bauzeit oder ein möglichst frühzeitiger Verkauf des fertiggestellten Projekts als partielle Finanzierungsquelle oder Kreditsicherheit zu sehen.

Eine weitgehende Eigenmittelfinanzierung wird (abgesehen von der begrenzten Möglichkeit der Innenfinanzierung) naturgemäß erreicht, wenn die Anteile der Projektgesellschaft und eventuell Eigenkapitalsurrogate (größtenteils) am Kapitalmarkt platziert werden können. Zu den möglichen Abnehmern zählen Beteiligungsgesellschaften bzw. Private-Equity-Gesellschaften und Versicherungen, an die Anteile der Projektgesellschaft oder ggfls. der Projektentwicklungsgesellschaft verkauft werden, (offene und geschlossene) Immobilienfonds und andere institutionelle Finanzinvestoren (z.B. REITs), die hier Mittel investieren, stille Teilhaber und andere private Investoren, die möglichst langfristig an den Projektentwickler zu binden sind und nicht zuletzt die späteren Käufer/Mieter.

Zusätzlich kann die Eigenmittelfinanzierung durch die Ausgabe von Genussscheinen u.ä. Nachrangkapital („Mezzaninkapital“) oder – bei Aktiengesellschaften – mittels einer Grundkapitalerhöhung (evtl. mit Einstieg eines finanzpotenten Anteilserwerbers) ergänzt werden.

Der große Vorteil der Eigenkapitalfinanzierung ist die weitgehende Unabhängigkeit von Kreditgebereinflüssen wie Kreditkostenerhöhungen/Sicherheitenanforderungen, Kreditkündigungen (verbunden mit Notverkäufen) uam. Dies könnte in der gegenwärtigen Marktsituation mit steigender Nachfrage nach Top-Einzelhandelsflächen zu einem verstärkten Engagement von eigenkapitalstarken Investoren in Entwicklungsprojekte beitragen.

In Richtung reine Eigenkapitalfinanzierung gehen auch Ansätze, bei denen möglichst viele Projektbeteiligte ihre Leistungen (Forderungen) in Anteile am Projekt umswitchen und damit eine Aufteilung der Projektrisiken vornehmen und die Fertigstellung des Projektes vorantreiben bzw. sicherstellen ohne dass Barmittel fließen (debt-to-equity-swap). Nach Fertigstellung wird das Projekt an die Abnehmer veräußert und die Beteiligten - wie vertraglich fixiert - entsprechend ihrer Anteile/Leistungen ausbezahlt.

Auch bei dieser Finanzierungsvariante werden idR. externe Risikokapitalgeber benötigt um Vorfinanzierungen zu übernehmen (z.B. Grundstückserwerb) oder im Bedarfsfall (z.B. bei Störungen im Projektablauf) einzuspringen.

Bei allen externen Kapitalgebern gilt, diese frühzeitig anzusprechen (bereits während der Projektinitiierungsphase) um deren Anforderungen (z.B. Standort und Vermietungs-/Nutzungskonzept, Cashflow-Projektionen aus erwarteten Marktmieten und Projekt-/Nutzungskosten, Eigenmittelausstattung, Sicherheitenstellung/ggfls. mit cross default Klausel, Zuliefer- und Fertigstellungs- sowie Abnahme-/Mietverträge, Versicherung von Projektrisiken) möglichst zeitnah erfüllen bzw. umsetzen zu können.

In diesem Zusammenhang sind – ggfls. mit Unterstützung externer Berater - die internen Planungs- und Kennzahlensysteme der Projektentwicklungsgesellschaft zu überprüfen bzw. zu aktualisieren, das Geschäftsumfeld (inkl. Kapitalgeber/Banken, Lieferanten, Abnehmer/Mieter) auf Risiken abzuklopfen und evtl. notwendige Maßnahmen einzuleiten sowie nicht zuletzt die eigenen Stärken und Schwächen herauszuarbeiten und in entsprechende Handlungsstrategien umzusetzen. Nur wer adäquat vorbereitet, d.h. mit auf den Gesprächspartner zugeschnittenen sachdienlichen und zielführenden Argumenten und Dokumenten/Unterlagen versehen in die Verhandlungen mit potentiellen Kapital-/Kreditgebern geht, beweist hinreichende Kompetenz und Expertise und schafft damit Vertrauen und Anerkennung bei den Geschäftspartnern – was unverändert eine notwendige Voraussetzung zur Einwerbung von Finanzmitteln ist. Erleichtert wird diese schließlich durch stetige Marktpräsenz (Ansehen/Image) sowie langjährige Geschäftsbeziehungen/Zusammenarbeit zu den Finanzpartnern und deren laufende (unaufgeforderte!) Information über wesentliche Geschäftsvorfälle (z.B. Projektfortschrittsberichte/Zwischenberichte, Immobilienmarkt-Entwicklungen/ Immobilienreporting).

Wollen Sie noch mehr zu diesem interessanten Thema wissen? Setzen sie sich unverbindlich mit uns in Verbindung:

