

Messeausgabe 2007

Developer-Finanzierung beherrschen und verbessern

Claus-Jürgen Cohausz

Bekamen Projektentwickler vor gut einem Jahrzehnt sogar gewagte Vorhaben großzügig finanziert, so brachten diverse Pleiten, die allgemeine Rezession und die Bankenkrise das Geschäft fast völlig zum Erliegen. Erst mit dem Aufschwung und dem wachsenden Interesse am Immobilienstandort Deutschland werden Projekte verstärkt finanziert. Aus Erfahrung klug geworden, verlassen sich die Kreditinstitute aber nicht auf die Kompetenz des Entwicklers. Als Mezzanin-Kapitalgeber oder Joint-Venture-Partner, glaubt der Autor, könne die Bank Risiken besser steuern und überdies auch am Projekterfolg teilhaben. (Red.)

Projektentwickler haben angesichts des vielfältigen Wandels der Immobilienmärkte eine sehr interessante Aufgabe. Ihre Tätigkeit prägt nicht nur das Bild einer Stadt, sie schaffen auch Raum für Arbeit, Wohnen und Freizeit, indem sie ihre Ideen und Visionen realisieren. Bürokomplexe, Hotelanlagen, Handels- oder Logistikimmobilien – diese und andere Immobilien entstehen auf Flächen, deren Potenzial durch Errichtung standortadäquater Objekte mit Blick auf entsprechende Renditechancen gesteigert und optimiert wird. Hier sind Projektentwickler gefragt, die diese Flächen einer nachhaltigen Nutzung zuführen.

Effizientes Risikomanagement zur Steigerung der Rendite

Die Finanzierung von Projektentwicklungen ist im Vergleich zu Bestandsfinanzierungen wesentlich dynamischer. So müssen Prämissen im Verlauf des Projektes mehrfach überprüft und an die jeweiligen Gegebenheiten angepasst werden. Hinzu kommt, dass eine Immobilie während der Errichtungsphase keine Einnahmen generiert. Es vergehen mehrere Jahre, in denen sämtliche Projektkosten einschließlich Neben- und Vorlaufkosten finanziert und Fertigstellungs- und Vermarktungsrisiken gesteuert werden müssen. Ein Zeitraum, in dem ein konsequentes und effizientes Risikomanagement unabdingbar ist.

Projektentwicklungen, die vor Beginn keinen Endinvestor oder Mieter haben und deren Marktattraktivität schwer einschätzbar ist, treffen nicht zuletzt durch die neuen Eigenkapitalvorschriften (Basel II) auf eine restriktivere Kreditvergabepraxis, da sie als besonders risikobehaftet angesehen werden.

Risiken im Vorfeld soweit wie möglich zu identifizieren und durch aktive Steuerung zu begrenzen, liegt im Verantwortungsbereich des Projektentwicklers, seiner Partner (Bauträger, Generalübernehmer, Bestandshalter) und der finanzierenden Bank. Der Qualifikation, Erfahrung und Kompetenz der Geschäftsführung einer Objektgesellschaft kommt ein besonderer Stellenwert zu, denn sie muss in der Lage sein, eine effiziente und aktive Projektsteuerung aufzubauen und zu betreiben.

Es gibt verschiedene Risiken, die einen großen Einfluss auf den Projektverlauf und die zu erwartende Rendite ausüben. Marktconforme Standort- und Nutzungsbedingungen (Wertänderungsrisiko) sind neben der Art und der Qualität der Immobilie zentral für die Erst- und Anschlussvermietung (Ertragsausfallrisiko) und schließlich für die spätere Veräußerung der Immobilie. Für den Finanzier sind darüber hinaus auch das Entwicklungs- und Fertigstellungsrisiko sowie das Kostenüberschreitungsrisiko ausschlaggebend. Auch Erfahrung und Bonität der mit den Bauarbeiten beauftragten Unternehmen werden von den Banken in ihre Rating- und Kreditentscheidungsprozesse einbezogen. Hier liefern neben Bilanzen auch Referenzen entscheidende Hinweise.

Der Projektentwickler stellt bereits mit der Wahl seiner Dienstleister die Weichen

für den Projektverlauf und kann dadurch mögliche Risiken entscheidend verringern. Letztendlich sind sämtliche Kostenüberschreitungen, worauf vor allem zeitliche Verzögerungen einen erheblichen Einfluss haben, renditeschmälernd für das Projekt. Das Zeitrisko ist grundsätzlich ein entscheidender Faktor im Verlauf der gesamten Projektentwicklung.

Nachdem in der Frühphase einer Projektentwicklung die möglichen Risiken identifiziert und kategorisiert wurden, kommt der Bewertung dieser Risiken ein sehr hoher Stellenwert zu. Im Mittelpunkt steht die Frage, inwieweit ein Risiko, wenn es eintreffen sollte, Einfluss auf die Rückführung der Finanzierung und die erwartete Rendite hat und inwieweit es sich steuern lässt. Systematische Risiken, wie die Gesamtmarktentwicklung oder volkswirtschaftliche Einflussfaktoren, lassen sich nicht beeinflussen. Unsystematische Risiken, wie das Fertigstellungs-, das Kostenüberschreitungs- oder das Bonitätsrisiko, sind dagegen steuerbar.

Unsystematische Risiken sind steuerbar

Zu ihrer Begrenzung gibt es eine Vielzahl von Möglichkeiten. Technische, wirtschaftliche, Qualitäts- beziehungsweise Baurisiken können zum Beispiel auf Partner oder Dienstleister (Architekt, Versicherung, Generalübernehmer) verteilt werden (Risikoverlagerung). Eine Risikoreduktion kann auch durch Bürgschaften erfolgen, wie beispielsweise für die termin- oder kostengerechte Übergabe des Projektes. Es empfiehlt sich, den Beginn des Projektes von der Erfüllung bestimmter Vorbedingungen abhängig zu machen, wie eine Prüfung von Budget und Zeitplan durch einen bankmandatierten Projektsteuerer und den Abschluss der Verträge mit den wesentlichen Partnern. Im Voraus vertraglich festgelegte Preisvereinbarungen und Termine sind in der Regel die Voraussetzung für die Auszahlung des Darlehens.

Ein professionelles Projekt-/Risikomanagement inklusive Risikoanalyse, -organisation, -steuerung und -kontrolle, ist unverzichtbar. Die zukunftsgerichtete Betrachtungsweise des Projektes ist ausschlaggebend für die Verteilung der Chancen und Risiken zwischen Bank und Entwickler. Bei Projektfinanzierungen wird eine Projektgesellschaft (SPV) als eigenständiges Wirtschaftsobjekt gegründet. Der Projektinitiator und die sich an dem Projekt beteiligenden Drit-

Der Autor

Claus-Jürgen Cohausz ist Mitglied des Vorstandes der Westdeutsche ImmobilienBank AG, Mainz.

ten (Sponsoren) stellen dieser Gesellschaft Eigenkapital – oder zur Steueroptimierung Gesellschafterdarlehen – zur Verfügung und partizipieren somit in jeweils unterschiedlicher Höhe an den Chancen und Risiken des Projektes. Zum Zeitpunkt der Projektidee lassen sich zuerst nur grobe Schätzungen über die Gesamtkosten, Renditen oder den genauen Entstehungszeitraum machen. Durch Szenariotechniken, wie Cash-Flow-Modellierungen oder Projektionen, werden Annahmen über die zukünftige Höhe der Einnahmen sowie mögliche Risiken und ihre Auswirkungen auf den Kapitaldienst und die Rendite getroffen.

Annahmen des Projektentwicklers werden von der Bank plausibilisiert, indem auch zukünftige Marktentwicklungen berücksichtigt werden. Die Ergebnisse sind die Grundlage für die Gestaltung der Finanzierungsstruktur. Da die Immobilie erst zukünftig Einnahmen generiert, sind Kapitaldienst und die Rückzahlung des Darlehens mit höherer Unsicherheit behaftet. Für die Bank ist deshalb nicht nur die Höhe der Fremdfinanzierung in Relation zu den kalkulierten Gesamtkosten entscheidend, sondern auch die Absicherung des Kostenüberschreitungs- und Vermarktungsrisikos.

Zur Berechnung werden dem Fremdkapitalanteil zunächst die kalkulierten Gesamtkosten des Projektes gegenübergestellt. Die Berechnung mündet in der Kennzahl (Covenant): Loan-to-Cost (LTC). Je nach Kreditstrategie der Bank liegt der LTC für Projektentwicklungen bei 75 bis 85 Prozent zuzüglich projektspezifischer Auflagen hinsichtlich der Vorvermietung.

Höhere Fremdfinanzierungsanteile durch Non-Recourse-Strukturen

Das Eigenkapital muss in einem entsprechenden Verhältnis zu den prognostizierten Chancen und Risiken stehen. International liegt der Eigenkapitalanteil bei 15 bis 25 Prozent. In Deutschland wurden von den Projektentwicklern in der Vergangenheit höhere Fremdfinanzierungsanteile angestrebt, was die Finanzierung erheblich erschwert, da sie regelmäßig Non-Recourse, das heißt objektbezogen abgesichert ist. Aufgrund der erst in der Zukunft generierten Erträge kann verlangt werden, dass bestehende oder zukünftige Miet- und Pachtansprüche, Rechte aus Realisierungsverträgen (GU- und Werkverträge) und Rechte aus dem Verkaufsvertrag abgetreten werden. Darüber hinaus kann je nach Risikostruktur verlangt werden, dass der

Kreditnehmer respektive die Objektgesellschaft bestimmte Garantien übernimmt, wie eine Cost Overrun, Zins- und Erstvermietungsgarantie.

Die Forderung nach höheren Eigenkapitalanteilen als Risikopuffer war aufgrund der eher geringen Eigenkapitalquoten der Projektentwickler in Deutschland bisher schwer darstellbar. Das Einbinden weiterer Partner ist deshalb bei vielen Projekten unabdingbar. Wie bei internationalen Finanzierungen üblich, begrenzen die Sponsoren dabei ihre Haftung meist auf ihre Einlage.

Diese Non-Recourse-Struktur kann erweitert werden, indem sie auch für den Kapitaldienst oder gegebenenfalls erforderliche Kapitalaufstockungen begrenzt haftenden beziehungsweise die oben genannten Garantien übernehmen (Limited Recourse). Meist werden die Haftungsbestandteile der Limited-Recourse-Struktur auf bestimmte Summen und einen entsprechenden Zeitraum begrenzt.

Es kann von vornherein vereinbart werden, dass die Finanzierungshöhe an Veränderungen während der Darlehenslaufzeit angepasst werden. Dies sind in der Regel Cash-Flow-Stabilisierungen durch Mieteinnahmen beziehungsweise in diesem Fall Vorvermietungen oder Veränderungen in der Wertentwicklung. Da die Investoren daran interessiert sind, ihr Eigenkapital möglichst schnell aus dem Projekt herausziehen zu können, haben sich vor allem Step-up-Klauseln zur sukzessiven Reduktion der Eigenkapitalanteile bewährt. Hierbei werden sowohl die Höhe als auch der Zeitpunkt der Rückführung risikoabhängig verhandelt.

Fehlt beispielsweise eine adäquate Vorvermietung, geht die Bank von höheren Eigenkapitalanteilen aus, die vor Auszahlung des Darlehens eingebracht werden. Je nach Risikostruktur werden diese stufenweise reduziert, jeweils abhängig von dem Projektverlauf und von den erreichten Kennzahlen (Baufortschritt, Vorvermietung, Vermarktung). Ebenso können gestellte Fertigstellungs- und Kostenüberschreitungsgarantien sukzessive reduziert werden.

Durch Hinzunahme weiterer Finanzierungsbausteine im Rahmen der strukturierten Finanzierung ergeben sich zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten. Die erforderliche Kapitalausstattung kann durch ein nachrangiges Darlehen (Junior Loan), zum Beispiel durch dritte Fremdkapitalgeber oder durch Gesellschafter-

darlehen, voll oder teilweise substituiert, aber auch durch Mezzanin-Finanzierungen ergänzt werden.

Dies ermöglicht eine Risikoteilung, wenn für die Tranchen weitere Partnerbanken eingeschaltet werden. Mezzanin-Kapital ist als Risikokapital gegenüber dem klassischen Fremdkapital nachrangig. Es schließt eventuelle Lücken zwischen Eigen- und Fremdkapital. Für diese Risikoübernahme werden – wie bei partiarischen Darlehen – bei Projektentwicklungen neben der Verzinsung oft erfolgsabhängige Renditeelemente vereinbart (Kicker). Bei Projektentwicklungen bietet sich ein Anteil am Verkaufserlös nach dem Verkauf der Immobilie an.

Eine nach internationalen Finanzierungsstandards strukturierte Projektentwicklung unter Hinzunahme eines Mezzanin-Teils könnte zum Beispiel wie in der Tabelle dargestellt aussehen. Grundsätzlich ist dabei zu berücksichtigen, dass jedes Projekt je nach Art der Immobilie, Partner und Struktur individuell arrangiert werden muss, das heißt die Finanzierungsstruktur wird auf die entsprechende Konstellation maßgeschneidert. Nach dem erfolgreichen Projektabschluss wird das fertig gestellte Objekt je nach steuerlichen Gegebenheiten an einen Endinvestor veräußert (Asset Deal) oder die Anteile an der Projektgesellschaft verkauft (Share Deal) und damit die Projektfinanzierung zurückgeführt.

Es ist aber darauf hinzuweisen, dass Mezzanin- und sonstige Nachrangfinanzierungen relativ hohe Margen ausweisen und vor allem aus Sicht der Projektgesellschaft Fremdkapital darstellen, mit allen Konsequenzen im Krisenfall. Deshalb sollte ein Projektentwickler stattdessen die Joint-Venture-Finanzierung als interessante Alternative in Erwägung ziehen. Diese Finanzierungsmöglichkeit eröffnet ein weiteres Spektrum zur Risikobegrenzung und damit zum Projekterfolg.

Bei einem Immobilien-Joint-Venture gründen Partner und Bank eine gemeinsame Objekt- beziehungsweise Projektgesellschaft, deren Gesellschaftszweck nur dieses eine Projekt ist. Die Objektgesellschaft ist wirtschaftlich eigenständig und die Finanzierung erfolgt außerhalb der Bilanz der Partner. Die bevorzugte Rechtsform ist die GmbH oder GmbH & Co. KG. Die Projektgesellschaft wird in der Regel mit einem geringen Stammkapital ausgestattet. Der Gesellschaftsanteil der Bank liegt aus Konsolidierungsgründen unter 50 Prozent.

In diesem Modell wird eine übliche Fremdfinanzierung durch Drittbanken aufgenommen. Die Lücke zum eher geringen Eigenkapital der Gesellschaft schließt der Joint-Venture-Partner durch eine Nachrangfinanzierung, die im Krisenfall eigenkapitalersetzenden Charakter hat.

Joint-Venture-Finanzierung als Alternative

Die Bank begleitet das Projekt deshalb wesentlich intensiver als bei der klassischen Projektfinanzierung, da sie als Mitgesellschafter an den Chancen und Risiken partizipiert. Diese aktive Beteiligung des Finanziers an der Geschäftsführung der Gesellschaft sowie die vertragliche Mitbestimmung bei Entscheidungen während der Laufzeit haben einen erheblichen Einfluss auf die Begrenzung der Projektrisiken, denn die Bank bringt ihr Know-how in das Projekt ein und beteiligt sich bereits in der Vorlaufphase an den unternehmerischen Risiken der Projektentwicklung.

An die Mitarbeiter, die die Joint-Venture-Projekte begleiten, werden deshalb hohe fachliche Anforderungen gestellt. Die aktive Begleitung einer Projektgesellschaft verlangt eine Kombination aus Kenntnissen der Projektentwicklung und denen des Bankers. Das Spektrum reicht vom Planungs- und Baurecht, kommunalen Verordnungen, Besonderheiten bei Mietvertragsverhandlungen, Umgang mit Generalbauunternehmen, Vertrieboptimierung bis hin zur Vermarktung der Immobilie.

Entsprechend gehen bei einem Joint Venture die Erwartungen des Projektentwicklers an die Bank auch über die Bereitstellung der erforderlichen Finanzierungsmittel hinaus. Es lassen sich die folgenden möglichen Partnerkonstellationen unterscheiden:

- Ein Marktteilnehmer besitzt ein Grundstück mit gutem Entwicklungspotenzial oder hat Zugriff darauf. Ihm fehlen aber die finanziellen Mittel oder die Entwicklungskompetenz, um dieses Projekt alleine zu realisieren.
- Ein Entwickler besitzt oder hat Zugriff auf ein Grundstück mit gutem Entwicklungspotenzial, sein Eigenkapital ist jedoch in laufenden Projekten gebunden oder alternativ ist seine Entwick-

Finanzierungsstruktur einer Projektentwicklung nach Stand der Vorvermietung (Angaben in Prozent)

Vorvermietung	Senior Loan	Mezzanine Loan	Eigenkapital
0	70	25	5
30	75	20	5
50	80	15	5
70	85	15	0

lerkapazität in bestehenden Projekten gebunden.

Die Einbeziehung einer Bank erhöht die Akzeptanz der Projektentwicklungsgesellschaft bei den Auftraggebern.

Vorbereitung des Joint Ventures

Je nach Anforderung wird mit dem Partner ein Kooperationsvertrag geschlossen, der das gemeinsame Projektziel definiert und die Rechte und Pflichten der Beteiligten regelt. Die Bank stellt ein Budget zur Verfügung und beteiligt sich in Höhe ihrer späteren Beteiligungsquote an den Kosten, die bereits in der Vorphase des Projektes anfallen. Der Entscheidung der Bank geht bereits eine detaillierte Chancen-Risiko-Analyse voraus. Nach Ablauf der sogenannten Vorlaufphase entscheiden die Projektpartner, ob die wirtschaftlichen und baurechtlichen Voraussetzungen für eine Projektrealisierung gegeben sind. Fällt die Entscheidung für das Projekt positiv aus, schaffen sie gemeinsam die Voraussetzungen für die Errichtung und spätere Vermarktung der Immobilie. Dazu gehören: Kauf des Grundstücks, Schaffung von Planungssicherheit, Bau des Projektes sowie Vermietung und spätere Vermarktung. Alle wesentlichen Projektbesprechungen (insbesondere Verhandlungen hinsichtlich Grundstückssicherung und -ankauf, Vergabe von Bauaufträgen, Vermietungs- und Verkaufsverhandlungen) erfolgen gemeinsam. Das Risiko der rechtzeitigen Informationsweitergabe wird dadurch ebenfalls minimiert.

Ein guter Standort, eine ansprechende, flexible und dabei zweckmäßige Architektur sowie ein guter Mietermix bei bestmöglichen Mietkonditionen sind eine hervorragende Basis, den Endinvestor zu finden, der bereit ist, einen entsprechenden Kaufpreis zu zahlen. Auch hier kann eine im Markt gut etablierte Immobilienbank einen Zugang zu potenziellen Investoren im In-

und Ausland eröffnen. Mit Erreichen eines angemessenen Vermietungsstandes werden gemeinsam mit dem Partner die Verkaufsaktivitäten aufgenommen.

Vorteile aus Sicht des Projektentwicklers

Die Zusammenarbeit mit einer auf diesem Gebiet erfahrenen Bank als Joint-Venture-Partner bietet für den Projektentwickler wesentliche Vorteile, die sich risikominimierend und renditesteigernd auswirken:

- Das Projektrisiko ist geteilt.
- Die Umsetzungschancen erhöhen sich bereits in der frühen Projektphase, da sich die Partner schon an den Kosten beteiligen.
- Die Projektpartner bringen zusätzliches Know-how ein.
- Das Immobilienprojekt ist wirtschaftlich eigenständig und wird außerhalb der Bilanz des Projektentwicklers finanziert.
- Die Ressourcen des Projektentwicklers, im Wesentlichen das Kapital und die Mitarbeiterkapazitäten, werden deutlich entlastet.
- Der Entwickler kann das umfangreiche Netzwerk des Partners mitnutzen, was die erfolgreiche Realisierung des Projekts begünstigt.

Wichtige Voraussetzungen für den Projekterfolg sind, dass die Chancen und Risiken aus einer Projektentwicklung angemessen unter den Partnern verteilt werden und die Projektentwicklungsgesellschaft den gesamten Projektverlauf konsequent und zielorientiert steuert und die möglichen Risiken im Griff hat. Die individuell arrangierte und strukturierte Finanzierung trägt dabei einen wesentlichen Teil zum Erfolg des Projektes bei.