

1. August 2022
73. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

WEGE AUS DER ZINSFALLE

STEPHAN KOCK

2022



INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

WEGE AUS DER ZINSFALLE

Es gibt sie, die juristischen Antworten auf den Zinsanstieg. Institutionelle Investoren sind gut beraten, bei ihren Immobilienprojekten möglichst schon zum Zeitpunkt des Erwerbs gesellschaftsrechtliche Strukturen aufzusetzen, die ihnen bei Veränderungen des wirtschaftlichen Umfeldes, wie zum Beispiel einem starken Zinsanstieg oder der Verteuerung von Baumaterial, größtmögliche Anpassungsfähigkeit geben. Das sichert nicht nur die Fortführung der Projekte, sondern dient auch dem weitgehenden Erhalt der erwarteten Rendite.

Red.

„Bedenke den zweiten Schritt, wenn Du den ersten tust“, lautet eine alte philosophische Maxime, die ihre Gültigkeit auch im Bereich der Finanzierungen von großen Immobilientransaktionen insbesondere von Projektentwicklungen findet. Mehr denn je gilt, der dem Erwerb einer Liegenschaft oder eines Grundstücks vorgelagerten Strukturierungsphase einer solchen Transaktion, größtes Augenmerk. Denn hier wird die Grundlage für eventuelle, später notwendig werdende Reaktionsmöglichkeiten auf sich verändernde Parameter gelegt.

Die beste aller Welten endet

Die Immobilienbranche hat in den vergangenen Jahren in der besten aller denkbaren Welten gelebt. Eine permanent steigende Nachfrage traf auf ein begrenztes Angebot. Und die zentralbankeninduzierte Niedrigzinsphase ließ viele Projekte realisierbar erscheinen, die bei historisch durchschnittlichen Zinsen für Immobilienkredite wohl eher nicht zum Zuge gekommen wären. Die sich verändernden Rahmenbedingungen werden heutige und sicherlich zukünftige Projekte in einem anderen Licht erscheinen lassen.

Derzeit ist das Thema ESG insbesondere in der Immobilienbranche ein Megathema. Können Immobilienprojekte durch CAPEX-

Leistungen auf höhere ESG-Levels gebracht werden, sind sie möglicherweise überhaupt erst erneut vermietbar oder sind Mieter bereit, über Mieterhöhungen mit sich reden zu lassen. Grüne Investitionen – dieses Thema ist positiv belegt.

„Das Zinsniveau hat sich bereits dramatisch erhöht und wird weiter steigen.“

Besonders betroffen vom Zinsanstieg sind zum einen Liegenschaften, die bereits vor Jahren angekauft wurden und deren Refinanzierung nun ansteht, zum anderen Projektentwicklungen, die noch nicht weitestgehend fertig gestellt sind. Die Refinanzierung ist ein Problem wegen eines historisch niedrigen Zinsniveaus beim Beginn der Zinsfestschreibung, der in der Regel zum Zeitpunkt des Ankaufs der Liegenschaft stattfindet. Dieses Zinsniveau hat sich aktuell bereits dramatisch erhöht und wird aller Voraussicht nach weiter ansteigen.

Refinanzierung als Belastungsprobe für Projektentwicklungen

Laufende Projektentwicklungen stehen dann vor großen Herausforderungen, wenn die ursprüngliche Kalkulation der Baukosten „aus dem Ruder läuft“, weil Projektkosten aufgrund des jungen Bautenstandes und einer nur teilweisen Vergabe der Gewerke, der allgemeine Anstieg der Preise für Baumaterialien und/oder die Kosten der Bauhandwerker nicht festgeschrieben worden sind.

Bei der Entwicklung neuer Projekte darf davon ausgegangen werden, dass die Projektplanung alle dem Stand der Technik

entsprechenden ESG-Kriterien und Kosten in der Projektplanung berücksichtigt hat, aber es sollte bedacht werden, dass im Fall der Modernisierung im Bestand zu den Baukosten auch in steigendem Umfang grüne Zusatzkosten anfallen werden. In beiden Fällen entstehen Finanzierungslücken.

Verminderte Cashflows

Zins und, sofern vereinbart, Kapitaldienst eines erworbenen Objekts werden durch die Mieteinnahmen für diese Objekte erwirtschaftet. Im Bereich der gewerblich genutzten Immobilien mögen diese im besten Falle indexiert und mit der Hoffnung verbunden sein, den gestiegenen Zinsdienst auszugleichen. Es gilt aber zu bedenken, dass die Indexierung erst mit einer gewissen Zeitverzögerung greift; also der Erhöhung des Zinsniveaus nachläuft. Ob die Mieterhöhung auf Basis einer Indexierung die höheren Anschlusskosten einer Refinanzierung ausgleicht, ist deshalb nicht gewiss.

„ESG: Durch grüne Zusatzkosten drohen Finanzierungslücken.“

Die freien Cashflows vieler vorher rentabel finanzierter Liegenschaften werden sich unter erhöhten Refinanzierungskosten stark vermindern. Das bedeutet, dass vor allem in den Fällen, in denen Investoren auf unveränderte Ausschüttungen angewiesen waren oder ihnen diese zum Zeitpunkt des Erwerbs der Liegenschaft versprochen wurden, neue Wege beschritten werden müssen, um diese Ausschüttungen zu finanzieren.

Höhere Mieten in Rezessionsphasen kaum durchsetzbar

Wie können Immobilienunternehmen dieser Situation begegnen? Die klassischen Alternativen für den Bestand wären den Cashflow zu erhöhen, beispielsweise durch eine Neuvermietung der Immobilie, oder zu-

DER AUTOR

DR. STEPHAN KOCK

Partner und Chair,
Goodwin Procter LLP,
Frankfurt am Main



Foto: Goodwin



mindest den Cashflow konstant zu halten durch das Aushandeln von Zinsstreckungen oder Zinsstundungen. Das ist entweder ein Glücksfall oder eine eher defensive Variante, die alle Beteiligten sehr wahrscheinlich unbefriedigt zurücklassen wird.

Mietsteigerungen können möglich sein, wenn sie durch zusätzliche Investitionen in das Objekt begründet sind. Derzeit ist das Thema ESG auch in der Immobilienbranche ein Megathema. Können Immobilienprojekte durch CAPEX-Leistungen auf höhere ESG-Levels gebracht werden, sind viele Mieter bereit, über Mieterhöhungen mit sich reden zu lassen.

Steigende Bedeutung von Brückenfinanzierung

Die durch den Zinsanstieg, zusätzliche Baukosten oder ESG-Aufwand erhöhten Zinskosten brauchen aber idealer Weise eine andere Antwort – eine Flexibilität der

„Mit Zwischengesellschaften lässt sich dem ansteigenden Zinsniveau flexibel und elegant begegnen.“

Akquisitionsstruktur, um durch Brücken- oder Nachrangfinanzierungen die Liquiditätslücke der vorgenannt beschriebenen Situationen darzustellen.

Am Beginn einer jeden Immobilientransaktion steht das juristische Aufgleisen, eine Familie von Dokumenten wird erstellt. Naturgemäß konzentrieren sich die Beteiligten in dieser Phase auf den Ankauf der Liegenschaft und/oder die Vergabe der

Bauleistungen. In der Eingangsbesten aller Welten der jüngeren Vergangenheit wurde sich möglicherweise noch mit der Vorbereitung eines kurzfristigen Verkaufs des Objekts befasst, aber eine holistische Betrachtung geht in der rechtlichen Beratung darüber hinaus. In dieser Phase findet die eigentliche Denkleistung guter juristischer Beratung statt.

Immobilientransaktion – ein geschlossenes System

Eine institutionelle Immobilientransaktion ist zumindest wirtschaftlich, oft jedoch auch juristisch ein geschlossenes System. Der Kapitalbedarf ist für die gesamte Investitions- und Finanzierungslaufzeit kalkuliert und lässt sich nicht ohne Weiteres aufstocken. Es gilt bereits bei dem Erwerb der fertigen Immobilie oder bei Beginn der Projektentwicklung Elemente einzufügen, die sich in der Zukunft als Antwort auf sich ändernde Umstände genutzt werden können.

Eine Struktur, die den teilweisen Verkauf von im Baufortschritt fertiggestellten Bauteilen ermöglicht, indem bereits für den Ankauf

verschiedene Käufergesellschaften für die geplanten Bauteile vorgesehen sind, kann dazu verwendet werden, die durch die Projektentwicklung geschaffenen Werte vor der Fertigstellung des Gesamtobjekts zu realisieren. Diese Mittel können zum Beispiel dazu dienen, notwendige Liquidität für Kostenüberschreitungen zu generieren. Viel wichtiger ist jedoch das Vorhandensein von Gesellschaften zwischen der Objektgesellschaft und den Investoren. Solche

Zwischengesellschaften ermöglichen es, Darlehen aufzunehmen, Schuldscheine oder Schuldverschreibungen zu begeben, ohne dass es notwendigerweise zu einer direkten Konkurrenz zur bestehenden Hypothekenfinanzierung kommt.

Bei in Deutschland gelegenen Grundstücken ist eine nachträgliche Änderung der gesellschaftsrechtlichen Struktur einer Objektgesellschaft nicht einfach, da sie in der Regel erneut Grunderwerbsteuer auslöst. Ein Investor, der in der Vergangenheit gut beraten, solche Zwischengesellschaften in der Gesellschaftsstruktur hat, wird froh sein, wenn dem Investment die notwendige Liquidität zugeführt werden kann, um auf die geänderten Umstände zu reagieren.

Mehr Flexibilität durch Zwischengesellschaften

Im Gegensatz zum klassischen Hypothekenkredit können nachrangige Finanzierungsbausteine Cashflow-schonend ausgestattet werden, indem vereinbart wird, die Zinsen dieser Finanzierungsbausteine – ganz oder teilweise – der Finanzierung zuzuschlagen, also deren Zahlung bis zur Veräußerung des Objekts hinauszuschieben. Für dieses Verfahren hat sich inzwischen die Bezeichnung PIK – pay in kind – etabliert.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass jene Investoren sich glücklich schätzen dürfen, die im ersten Schritt alles richtig gemacht haben und beim Aufgleisen der Verträge bereits an alle Eventualitäten gedacht haben. Mit Zwischengesellschaften lässt sich nun im zweiten Schritt dem ansteigenden Zinsniveau flexibel und elegant begegnen. ■