



Eine Finanzierungskluft lässt sich überbrücken, aber der Weg kann schwierig sein.

Dann eben Bestandshalter werden

Wenn Projektentwickler keine Käufer mehr für ihre Wohnungen finden, stehen sie vor einem Finanzierungsdilemma. Vier Szenarien zeigen mögliche Auswege.

Roswitha Loibl

Die Finanzierungssituation von Projektentwicklern ist zurzeit schwierig. Wer Grundstücke gekauft hat, aber nicht sicher ist, ob er die geplanten Gebäude dann auch weiterverkaufen kann, steht vor einer schwierigen Entscheidung. Ob bauen oder liegenlassen, beides enthält teure Risiken.

Um Auswege zu finden, entwerfen Finanzierungsberater mit ihrem Kunden mögliche Szenarien. Eines davon schildert Timo Wagner, verantwortlich für Debt Advisory bei JLL in Deutschland, bei dem sich Anfragen von Projektentwicklern zurzeit häufen. Ein Entwickler besitzt in einer B-Stadt, die Wagner unter anderem wegen ihres „starkes Mietwachstums“ und ihrer Bevölkerungsstruktur als Hidden Champion bezeichnet, ein Grundstück für Wohnbebauung. Sein ursprünglicher Plan für das 40-Millionen-Euro-Projekt lautete: als Forward Deal verkaufen.

Allerdings wollte der institutionelle Investor, mit dem der Deal vereinbart worden war, nur den Faktor 20 bezahlen. Um seine gestiegenen Kosten zu decken und eine Marge von 15 bis 20 Prozent zu erzielen, bräuchte der Entwickler allerdings 23 bis 24 Jahresmieten als Kaufpreis. Dazu war der Investor nicht bereit, und die Transaktion kam nicht zustande.

Fall 1: Eine Wohnimmobilie in einer B-Stadt

Wie es besser laufen kann, zeigen die folgenden Szenarien. Der Entwickler baut trotzdem und wird – zumindest für zwei bis drei Jahre – zum Bestandshalter, obwohl er bisher nur als Trader Developer tätig war. Timo Wagner skizziert, wie die Finanzierung nun aussehen könnte: „Die Projektfinanzierung ist so zu strukturieren, dass die Anschlussfinanzierung bedient werden kann. Entsprechend werden die Finanzierungskennzahlen der Banken ab Tag eins der Projektfinanzierung berücksichtigt, was in einem höheren Eigenkapitaleinsatz für den Entwickler zum Ausdruck kommt.“

Bei einer reinen Projektfinanzierung mit gesichertem Exit sei früher ein Verhältnis Loan-to-Cost von bis zu 90 Prozent durchaus üblich gewesen, so Wagner. Bei der neuen Konstruktion läge der LTC nur noch bei 60 bis 65 Prozent. Zudem werde das Fremdkapital nicht mehr auf einen Schlag, sondern in Annuitäten zurückgeführt.

Unklar ist, ob die Banken die prognostizierten Mieteinnahmen akzeptieren. Der Entwickler erwartet in Wagners Beispiel 15 Euro Kaltmiete pro Quadratmeter, was sich aus der aktuellen Preisentwicklung ableiten lässt. „Die Bewerter der Banken gehen aber in der Regel nicht mit bei den Prognosen und legen aktuell 20 bis 30 Prozent weniger zugrunde, als am Markt erzielbar ist.“

Aufwendig für den Entwickler wäre es zudem, das Vermietungsrisiko, das Asset-Management und alles, was sonst noch mit der Vermietung zusammenhängt, selbst zu übernehmen. Dafür fehlt ihm das Fachpersonal.

Warum also soll ein Projektentwickler dann diesen steinigen Weg wählen? „In dieser konkreten Stadt kann es nach unseren Berechnungen funktionieren“, sagt Wagner. In C-Städten dagegen seien die Mieterträge zu niedrig, in A-Städten seien die Ankaufspreise für Grundstücke zu hoch. Wenn ein Entwickler nicht baut, „dann verdient er auch nichts“, schildert Wagner das Dilemma. Dazu kommt: Je länger ein Grundstück liegenbleibt, desto höher summieren sich die Zinsen für die Prolongationen der Kredite, die für die Ankaufskosten aufgenommen wurden.

Zeit kaufen durch eine Refinanzierung. Darum geht es momentan vor allem. Die Strategien dafür heißen „bridge-to-exit“ und „hold-to-exit“, um den Verkaufsdruck herauszunehmen und die Zeit zu überbrücken, bis wieder Transaktionen stattfinden. Aber eines stellt Curth-C. Flatow, Managing Partner der FAP Group, klar: „Eine Refinanzierung ist erst möglich, wenn ein Projekt praktisch fertig ist und die Mieter in den nächsten drei bis sechs Monaten einziehen.“ Zudem müsse genug Eigenkapital vorhanden sein, denn solche Brückenfinanzierungen sind bei etwa 65 bis 75 Prozent des aktuellen Marktwerts gedeckelt. Drei Szenarien kann er aus der Praxis von FAP schildern, denen eines gemeinsam ist: Es waren alles reine Senior Loans oder Whole Loans ohne Mezzanine-Anteil. Flatow nennt einen weiteren wichtigen Aspekt: „Es kommt auf den ursprünglichen Leverage an.“

Fall 2: Ein Büro- und Geschäftshaus in einer Metropolregion

Im diesem Beispiel ging es um eine Immobilie mit Büros und Läden in einer Metropolregion. Von den Gesamtinvestitionskosten, die bei 33,5 Millionen Euro lagen, wurden 65 Prozent durch ein Senior Loan finanziert. Der Exit-Faktor war mit 22 kalkuliert worden. Die Brückenfinanzierung übernahm eine lokale Sparkasse und akzeptierte dabei einen LTV von rund 61 Prozent des aktuellen Marktwerts von 36 Millionen Euro. Das entsprach zwar einem um zwei Faktoren gesunkenen Marktwert, aber konnte die ausstehende Finanzierung ablösen. Die kalkulatorische Fremdkapitalrendite (Debt Yield) wurde mit sieben Prozent angesetzt.

Fall 3: Ein Bürogebäude in einer Top-7-Stadt

Ein Bürogebäude in einer Top-7-Stadt lag bei 82 Millionen Euro Gesamtinvestitionskosten (GIK) und einem Exit-Faktor von 24 für den geplanten Verkauf. 67 Prozent der GIK deckte ein Senior Loan ab. Eine Standardfinanzierung über eine Bank konnte aufgrund der Debt-Yield-Anforderung von sieben Prozent nicht gefunden werden, da sich ansonsten eine Finanzierungslücke ergeben hätte. Ein Kreditfonds übernahm die Brückenfinanzierung zu einem Zinssatz von sechs Prozent. Sämtlicher Cashflow wurde auf den Konten gepoolt, die auf den Kreditgeber verpfändet waren (Cash Trap). Der neue LTV betrug rund 63 Prozent bei einem aktuellen Marktwert von rund 87 Millionen Euro (ursprünglich waren es rund 95 Millionen Euro). Der Exit-Faktor lag nun bei 22 und nicht wie anfangs bei 24 Jahresnettokaltmieten. Ein Eigenkapitaleinschuss konnte damit vermieden werden.

Eine Refinanzierung ist erst möglich, wenn ein Projekt praktisch fertig ist.

Curth-C. Flatow, FAP Group



Fall 4: Ein Wohnprojekt in einer Metropolregion

Ein weiteres Beispiel von Curth-C. Flatow ist ein Wohnprojekt in einer Metropolregion mit 52 Millionen Euro GIK. Die Senior Finanzierung der GIK

lag bei 70 Prozent, der Exit-Faktor bei 25. Hier blieb der Entwickler bei der bestehenden Bank. Sie reduzierte ihr Senior Loan. Die Finanzierungslücke wurde durch ein endfälliges Mezzanine Loan inklusive Zinsreservekonto auf drei Jahre gefüllt. Der Mezzanine-Zins betrug zwölf Prozent pro Jahr. Der Debt Yield der Bank lag bei acht Prozent, der neue LTV bei knapp 69 Prozent inklusive des Mezzanine-Kredits. Der aktuelle Marktwert wurde auf 52,9 Millionen Euro beziffert, der Exit-Faktor auf 23.

„Wichtig ist es, die verschiedenen Finanzierungsoptionen zu beleuchten, da nur ein Weg – wie sich anhand der Beispiele erkennen lässt – oft nicht die Lösung ist. Neue Geldgeber wollen sehen, „dass echtes Eigenkapital im Deal steckt“, sagt Flatow. Bei Junior Loans ist aktuell ein LTV von 65 bis 75 Prozent realistisch möglich, bei Senior beziehungsweise Whole Loans 60 bis 75 Prozent. Wenn der Kapitalbedarf darüber hinausgeht, dann wird es teils bitter: „Dann muss abgeschrieben werden, oder es erfolgt ein Debt-to-Equity-Swap“, so Flatow, was bedeutet, dass die Forderung in Anteile am Projekt umgewandelt wird. Alternativ kann die Aufnahme eines Eigenkapitalpartners in Form eines Joint Ventures oder einer Preferred-Equity-Struktur eine Lösung sein. ○