

## Immobilienbrief

### Ein großer Markt für Private Equity

Angesichts hoher Wertberichtigungen der Banken für Immobilienkredite und auch im Vorgriff auf die zu erwartenden neuen Eigenkapitalrichtlinien für Banken gemäß den Kriterien nach "Basel II" werden zahlreiche strukturierte Finanzierungen vorbereitet - vor allem für die risikoreiche Projektentwicklung. Bei ihnen wird der Cash-flow des Investments in unterschiedliche Risikoeurwartungswerte aufgeteilt. In der Regel werden dazu umfangreiche Bewertungs- oder Feasibility-Studien durchgeführt. Aus einer solchen Einschätzung entsteht ein risikoadjustierter Bewertungsansatz. Der Risikoklasse entsprechend wird nun eine Palette von vorstellbaren Finanzierungsarten, beginnend mit der erstangigen Besicherung für den geringsten Risikoanteil, gefolgt von zweitrangiger Besicherung für den etwas höheren Risikoanteil. Danach folgen die eigenkapitalersetzenden, häufig als Gesellschafterdarlehen konzipierten, nichtkonsolidierungspflichtigen Finanzierungen aus dem Umfeld der finanzierenden Banken, aber auch von Private-Equity-Fonds. Schließlich als letztes folgt das tatsächliche Eigenkapital des Investors, das gemäß dem Risiko auch entsprechend hoch verzinst wird; allerdings in der Auszahlungs- und Risikoreihenfolge auf dem letzten Rang.

Die "subordinated" oder auch "mezzanine loans" machen in der Gesamtfinanzierung als Quasi-Eigenkapital einen Anteil von zwischen 20 und 35 Prozent aus. Gegenüber dem Entwickler sind sie in einer Darlehensgeber- oder Gesellschafterposition, gegenüber der Bank gelten sie als Eigenkapital. Häufig findet man auch Formen, daß die Fonds gegenüber dem Entwickler nicht nur als Darlehensgeber, sondern auch die Position als stiller Beteiligter mit Wandelrechten als "convertible loans" einnehmen.

Wegen des hohen künftigen Anteils von Quasi-Eigenkapital durch eigenkapitalersetzende Mittel gegenüber den Banken ergibt sich für den deutschen Markt eine neue große Nachfrage nach entsprechenden Finanzierungsmöglichkeiten in einer jährlichen Größenordnung von mehr als 20 Milliarden Euro. Diese Nachfrage wird momentan nur von sehr wenigen, fast ausschließlich ausländischen Immobilien-Opportunity-Fonds gedeckt. Diese Fonds werden in der Regel von großen ausländischen Investmentbanken gemanagt und von institutionellen Anlegern refinanziert. Sie konzentrieren sich auf Spitzenstandorte mit Großprojekten oder auf sehr große Portfolios von nicht betriebsnotwendigen Immobilien deutscher Großunternehmen. Typischerweise liegen die Renditeanforderungen des Eigenkapitals solcher Fonds entsprechend der Risikoeinschätzung meistens über 20 Prozent im Jahr.

Auch für Deutschland wird es Zeit, daß vergleichbare Finanzierungsangebote vor allem für kleinteiligere Investments auf den Markt kommen. Hierzu gibt es grundsätzlich vier unterschiedliche Varianten, die man aber miteinander kombinieren kann.

1. Die Finanzierung von Einzelinvestments, wie sie von Häusern wie Ellwanger & Geiger als institutionell gespeister Fonds oder auch von BVT als Publikumsfonds angeboten werden.
2. Die Finanzierung mehrerer Immobilien als Fondskonzept. Diesen Weg beschreiten ausländische Initiatoren und auch die in Köln ansässige, noch in der Fundingphase befindliche Real Estate Equity Partner AG (Reep AG) oder auch künftig die DGMG (Deutsche Bank Grundbesitz Management Gesellschaft).
3. Refinanzierung als Publikumsfonds wie BVT oder DGMG.
4. Refinanzierung als Spezialfonds mit institutionellen Investoren wie die Investmentbanken, Ellwanger & Geiger oder auch Reep.

Jede dieser Grundformen hat ihre Vor- und Nachteile. Grundsätzlich kann man feststellen, daß es ohne derartige Refinanzierungskonzepte künftig auf dem deutschen Markt nicht mehr gehen wird, und daß es sich deswegen für Initiatoren und Finanziers lohnt, sich dazu Gedanken über diese Märkte zu machen. Die neue Steuergesetzgebung bietet hinreichend Möglichkeiten, steuerbegünstigte Konzepte zu realisieren.

Ihr Caspar Freiherr von Weichs.

Der Autor ist Gesellschafter der Freiherr von Weichs & Partner Gesellschaft für strategische Unternehmens- und Investitionsberatung mbH, München/London.

Alle Rechte vorbehalten. (c) F.A.Z. GmbH, Frankfurt am Main