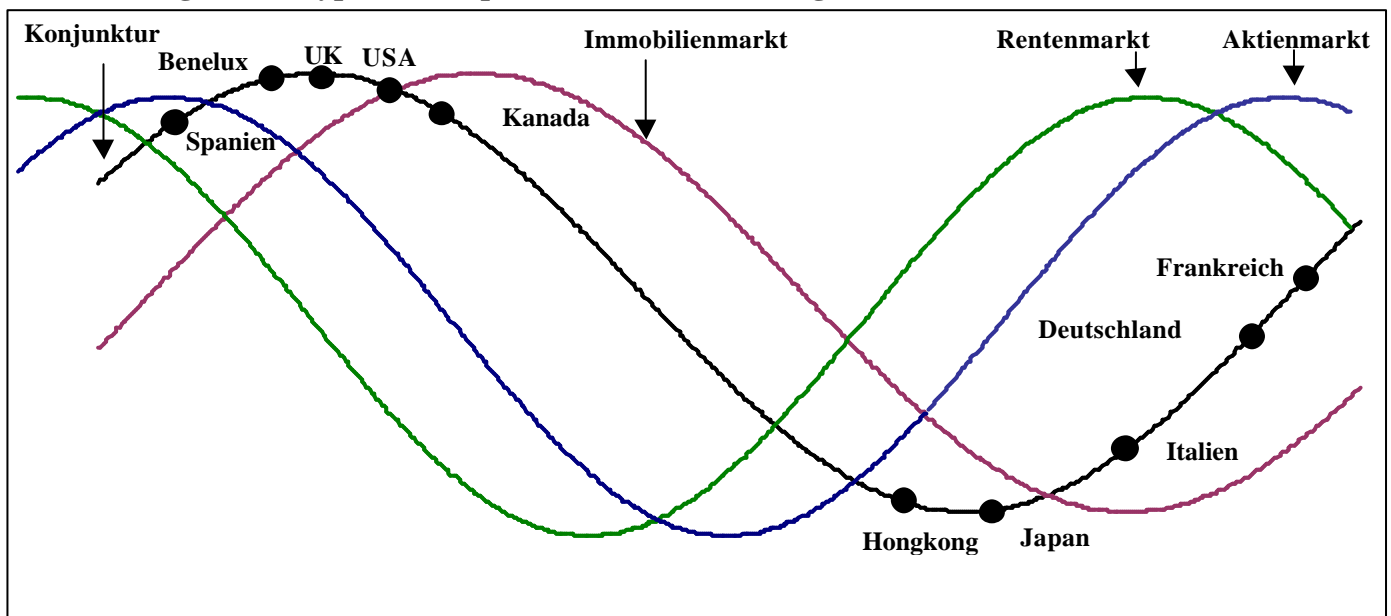


## Strukturierte Immobilienfinanzierung

### Neue Chancen für den Investor, neue Herausforderungen an den Finanzier von Caspar Freiherr von Weichs

Der Immobilienmarkt wird von den mittleren und großen internationalen Investoren und Finanziers zunehmend als globaler Markt betrachtet, der auf der Anlagenseite in Wettbewerb mit anderen Kapitalanlagen steht. Dem entsprechend können bzw. müssen sich die internationalen Investoren der globalen Kapitalmärkte auch zur Finanzierung bedienen. Dies bietet erheblich zusätzliche Chancen und Herausforderungen für Investor und Finanzier. Die Abhängigkeit der internationalen Märkte, die durch die Wahrnehmung von Arbitragen geprägt sind, veranschaulicht die nachfolgende Prinzipdarstellung in Abbildung 1

Abbildung 1: Idealtypisches Kapitalmarktmodell wichtiger Industrienationen Sommer 2000



Quelle: Modell-Kalkulation und Darstellung Weichs & Partner

In diesem Szenario ist es die Aufgabe des Finanziers, dem Kapitalanleger/ Investor als Financial Advisor und Engineer auf der Suche nach Opportunitäten auf der Investitions- wie auf der Finanzierungsseite behilflich zu sein. In diesem Zusammenhang streben die globalen Investoren Eigenkapitalrenditen in Größenordnung 20% und mehr an, ohne dabei übermäßige Risiken einzugehen. Zur Risikoreduzierung bedienen sie sich neben klassischen Absicherungen im Objekt und bei der Auswahl ihrer Kooperationspartner, vor allen Dingen aber auch des sog. Financial Engineerings, bei dem die Finanzierung in unterschiedliche Risikocluster aufgeteilt wird. Diese Aufteilung eines Finanzierungsvolumens von 100% in unterschiedliche Schichtungen wird dann „Strukturierte Finanzierung“ genannt.

Dabei wird üblicherweise so vorgegangen, daß der Cash-Flow des Investments in unterschiedliche Risikoerwartungswerte aufgeteilt wird in Abhängigkeit der

Nutzungsarten, der Mieterqualität, der Bonität des Developers, der Miet-, Leerstands- und Vervielfacherprognose für den konkreten Standort, der Wettbewerbsposition und Wettbewerbsentwicklung am Standort, der Wiederveräußerbarkeit und den damit verbundenen Kosten, der Alternativnutzungsmöglichkeit, der klassischen Developer- und Genehmigungsrisiken etc. In der Regel ist dazu eine verhältnismäßig umfangreiche Feasibility-Study notwendige Voraussetzung.

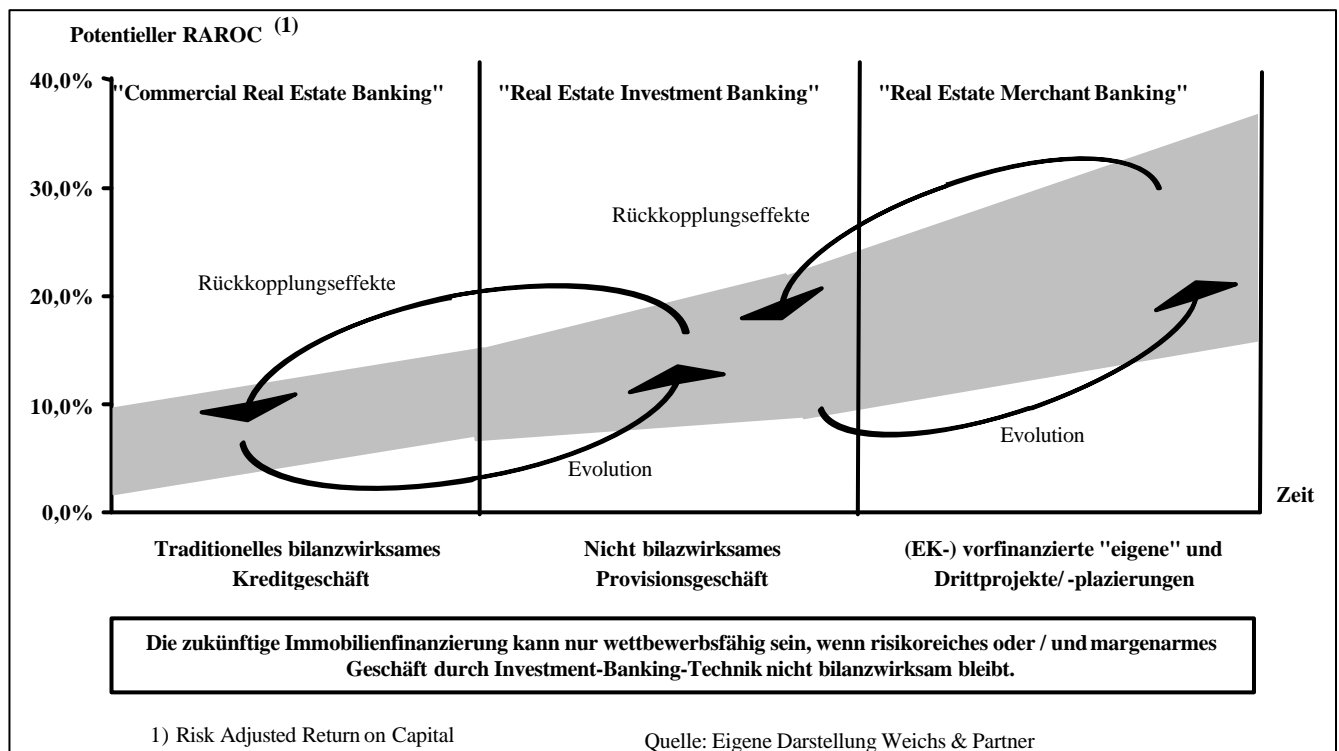
Auf Basis einer solchen Studie entsteht sodann ein sog. „risikoadjustierter Bewertungsansatz“. Jeder Risikoklasse entsprechend wird nun eine Palette von vorstellbaren Finanzierungsarten zugeordnet, d.h. klassische Langfristfinanzierung mit erstrangiger Besicherung (sog. Senior Debt) für den geringsten Risikoanteil. Danach sog. Junior Debt Financing mit zweitrangiger Besicherung für einen etwas höheren Risikoanteil. Darauf folgend sog. Subordinated Loans als sog. Gesellschafterdarlehen von nicht notwendigerweise konsolidierungspflichtigen Fonds aus dem Umfeld der finanzierenden Bank, die sich ihrerseits durch Private Equity oder institutionelles Equity refinanzieren. Diese Fonds geben nicht nur Darlehen, sondern nehmen gerne auch atypische stille Beteiligungspositionen ein mit Wandelrechten als Convertible Loan. Schließlich erfolgt das reinen Eigenkapital des Investors bzw. einer hierfür speziell gebildeten Investorengemeinschaft aus Developer, opportunistischem Private Equity Fund und/ oder Venture Capital Fund.

Die Möglichkeit, überhaupt solche strukturierten Finanzierungen anbieten zu können, erfordern vom Investor zum einen die Bereitschaft, das Investment entsprechend analysieren und strukturieren zu lassen, und von dem finanzierenden Institut ein erhebliches Know-how bei den Mitarbeitern sowie eine bedeutende Plazierungskraft, um die Refinanzierung über die genannten institutionellen und Private-Equity-Fonds sicher zu stellen. Zusätzlich ist maßgebliches steuerliches Know-how notwendig, um die hohen Gewinnerwartungen steuerschonend über Offshore-Konstruktionen dem Kreis der Finanzinvestoren zugänglich zu machen.

Diese Anforderungskriterien erfordern vor allen Dingen von klassischen deutschen Immobilienbanken eine sehr starke Kapitalmarktorientierung sowie den Aufbau von Plazierungskraft und Know-how im Financial Engineering und nicht zuletzt den Zugriff auf klassisches Investmentbanking. Diese Voraussetzungen sind speziell in Hypothekenbanken durch die engen Grenzen des Hypothekenbankgesetzes nicht gegeben. Diese sind momentan nur dann wettbewerbsfähig, wenn sie auf das möglicherweise vorhandene Know-how ihrer großen, nicht an das Hypothekenbankgesetz gebundenen Muttergesellschaften zurückgreifen können. Institutionell, d.h. mit definierten Produkten, Abläufen, Beratungsmethoden etc sind dazu leider die wenigsten deutschen Immobilienfinanziers in der Lage, maximal drei der vier Großbanken plus die DePfa. Um den zukünftigen Markterfordernissen gerecht zu werden, ist es notwendig, daß noch mehr Banken das Immobilienfinanzierungsgeschäft als

Beratungs- und Investmentbankinggeschäft auffassen. Dazu ist eine Evolution notwendig, die sich vom bisherigen klassischen Commercial Real Estate Banking über das Real Estate Investment Banking zum Real Estate Merchant Banking entwickelt. In einem solchen Prozeß entstehen Rückkopplungseffekte, vom traditionellen bilanzwirksamen Kreditgeschäft über nicht bilanzwirksames Provisionsgeschäft zum Geschäft der Plazierung von Beteiligungen und Fonds für vorfinanzierte, eigene und Drittprojekte. Die Banken selber müssen den Anspruch haben, wettbewerbsfähig zu bleiben unter Berücksichtigung ihrer eigenen Risiko- und Renditevorgaben entsprechend den Baseler Solvabilitätsvorgaben. Einen solchen evolutionären Prozeß beschreibt Abbildung 2.

**Abbildung 2: Die Evolution des Immobilien-Bankgeschäfts läuft infolge Globalisierung der Kapitalmärkte und infolge hoher Anforderungen an EK-Renditen /RaRoC) mit 15% v. St. in Richtung Investment- und Merchant-Banking**



Strukturierte Finanzierung hört sich nicht nur kompliziert an, sie ist auch kompliziert. Dabei kommt es darauf an, daß die Kompliziertheit sich nicht nachteilig auf den Investor auswirkt, sondern daß es ausschließliche Sache des Finanziers ist, die damit zusammenhängenden Fragen zügig zu lösen. Auf der anderen Seite macht strukturierte Finanzierung künftig in zunehmendem Maße die Finanzierung von großen Projekten (das gilt im übrigen auch für öffentliche Investitionen) überhaupt erst möglich, weil die Banken aufgrund der globalen Kapitalmärkte jederzeit auch andere Möglichkeiten haben, das Geld ihrer Aktionäre zu investieren und deswegen gezwungen sind, die Kreditvergabe unter Risikogesichtspunkten beherrschbar und unter Eigenkapital-Rendite-Aspekten effizient zu gestalten. Der Investor wird also gezwungen sein, seinerseits diesen Markttrend zu akzeptieren und für sich zu nutzen.