

# 1. Einführung

*Patrick Walch*

Mit der vorliegenden Neuauflage soll eine Aktualisierung dahingehend vorgenommen werden, die Bedingungen, Kreditvereinbarungen und Prozesse immobilienfinanzierender Banken im Zuge der Strukturierung von Immobilienfinanzierungen gesamtheitlich und detailliert darzustellen. Des Weiteren soll auf die Bedeutung der Feststellung eines nachhaltigen Marktwertes der zu finanzierenden Immobilie, welche verschärfte Eigenkapitalvorschriften für Banken durch nationale und internationale gesetzliche Rahmenbedingungen (Capital Requirements Regulation, kurz „CRR“ etc.) vorgeben, spezielles Augenmerk gerichtet werden. Der Fokus der darin beschriebenen Immobilienfinanzierungen wurde im Wesentlichen auf gewerbliche Immobilienarten (Büro-, Geschäftsobjekte/-projekte) gelegt, welche sich im Inland und in CEE-/SEE-Ländern befinden. Die Finanzierungsparameter für Wohn-, Hotel- und Sonderimmobilien werden in einem kurzen Exkurs dargestellt. Die Finanzierungsparameter gelten in diesem Fachbuch ausschließlich für frei finanzierte Immobilienobjekte/-projekte; die geförderte Immobilienfinanzierung und die Immobilien-Leasingfinanzierung werden also ausdrücklich nicht behandelt.

Nach einer detaillierten Erläuterung der Grundlagen für die Strukturierung von Immobilienfinanzierungen sowie einzelne Finanzierungsarten für gewerbliche Immobilienobjekte/-projekte in den Kapiteln 2. und 3. wird im Kapitel 4. auf die unterschiedlichen Gegebenheiten zur Bestimmung der Kreditparameter bei bestimmten Immobiliensegmenten und -typen eingegangen. In diesem Zusammenhang werden die in der Kreditangebotsphase zu verhandelnden bzw. schließlich in den Kreditverträgen vereinbarten Finanzierungsbedingungen und -klauseln in Bezug auf Grundstücke, Entwicklungsprojekte, vermietete Bestandsobjekte dargestellt, welche allesamt unter unterschiedlichen Voraussetzungen Kreditfinanzierungen benötigen. Im Fokus der Behandlung stehen neben Geschäfts-/Handelsobjekten auch Wohnimmobilien, Sonderobjekte wie Logistikimmobilien und ganze Immobilienportfolios.

Die sich laufend verändernden Marktbedingungen – sowohl auf den realen Immobilienmärkten als auch auf den Kapital-/Zinsmärkten – haben entscheidenden Einfluss auf die Festlegung und die entsprechenden Anpassungen der Finanzierungsparameter. Kapitel 5. nimmt sich dieser Thematik auch im Rahmen eines beispielhaften Stresstestes an.

Der Immobilienprojektrechnung, den einzelnen Säulen der Immobilien-Due-Diligence sowie den gängigsten Kennzahlen in der Immobilienfinanzierung widmet sich Kapitel 6. Zur Bestimmung der Finanzierungsparameter wurden von den immobilienfinanzierenden Banken eigene Immobilien-Ratingverfahren entwickelt, welche sowohl bei der Krediterstentscheidung als auch bei laufender Kreditgestion zum Einsatz kommen und in Kapitel 7. beschrieben werden. In einem aktuellen Exkurs wird basierend auf der aktuellen Gesetzeslage auf die wesentlichen Bestimmungen der CRR zur Bewertung von Immobilien zwecks Kreditbesicherung eingegangen.

Ebenso kommt der Bewertung von Immobilien eine wesentliche Bedeutung für die Bestimmung der Finanzierungsparameter zu; die entsprechenden Bewertungsverfahren bei verschiedenen Immobilientypen werden im Kapitel 8. erläutert. Die Feststellung eines nachhaltigen Marktwertes ist innerhalb des Kreditentscheidungsprozesses unerlässlich, welcher sowohl die Basis für die Entscheidung der finalen Kredithöhe, der Kreditmarge und der Tilgungsquote als auch die Basis für die jährliche laufende Bestimmung des Sicherheitenwertes darstellt.

Im anschließenden Kapitel 9. werden alternative Finanzierungsmethoden abweichend von der klassischen Immobilienkreditvergabe dargestellt. Für die Immobilienkunden ist es von zentraler Bedeutung zu erfahren, wie der Ablauf ihrer Objekt-/Projektfinanzierung innerhalb der immobilienfinanzierenden Bank erfolgt und in welcher quantitativen und qualitativen Ausprägung ihre Projektunterlagen an den Financier zu übergeben sind. Im Kapitel 10. wird diesem Erfordernis mit der Darstellung des Kreditentscheidungsprozesses innerhalb der Bank und mit der Erläuterung der Immobilien-Checkliste ausreichend Rechnung getragen. Im Kapitel 11. werden die Prinzipien und Entscheidungskriterien aus Immobilieninvestorensicht neben den verschiedenen Arten der Immobilienveranlagungen – auch im Hinblick auf das Immobilien-Investmentfondsgesetz – dargestellt.

# 2. Strukturierung von Immobilienfinanzierung bei gewerblichen Immobilien: Grundlagen

Klaus Weichselbaum

In diesem Kapitel werden die wichtigsten Begriffe definiert und die Risiken der Immobilienfinanzierung dargestellt.

## 2.1. Immobilienprojektentwicklung

Die Immobilienprojektentwicklung wird laut *Dietrichs* wie folgt definiert:

„Durch Immobilienprojektentwicklung sind die Faktoren Standort, Projektidee und Kapital so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und -sichernde sowie gesamtwirtschaftlich, sozial- und umweltverträgliche Immobilienobjekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können.“<sup>1</sup>

Diesen Faktorenkatalog hat *Pitschke* um den Faktor Zeit erweitert und die Feststellung getroffen, dass kein Faktor isoliert betrachtet werden kann, was anhand der folgenden Abbildung dargestellt werden kann.

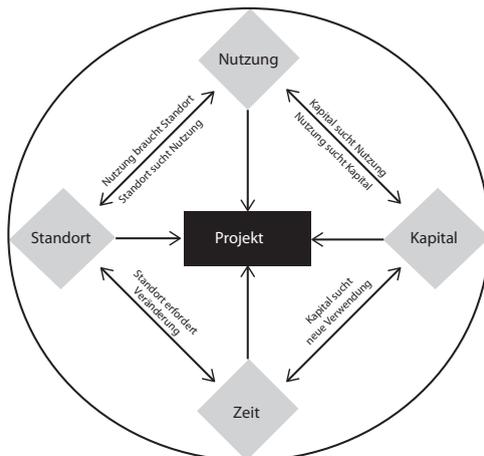


Abb. 1: Ausgangssituationen der Projektentwicklung (*Pitschke*, S. 41)

1 Vgl. *Geberth* (2005) S. 34.

## 2. Strukturierung von Immobilienfinanzierung bei gewerblichen Immobilien

Die Projektentwicklung von Immobilien zählt zu den risikoreichsten unternehmerischen Aktivitäten und wird von *Bienert* auch als „Königdisziplin“ der Immobilienwirtschaft bezeichnet.<sup>2</sup>

Die Phasen der Projektentwicklung lassen sich wie folgt darstellen:

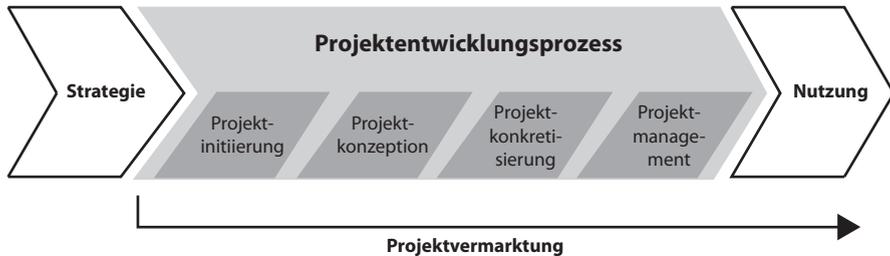


Abb. 2: Phasenmodell der Projektentwicklung (*Pitschke*, S. 42)

Der Projektentwickler hat die Aufgabe, den dargestellten Prozess optimal zu steuern und den durch Verwertung erzielbaren Gewinn zu maximieren.<sup>3</sup>

Die wesentlichen Schritte einer Projektentwicklung im engeren Sinn sind die Folgenden:<sup>4</sup>

- Die Standortprüfung: hier wird die Eignung des Mikrostandortes (unmittelbares Umfeld) und des Makrostandortes (Großraum samt Einzugsbereich) geprüft.
- Baurechtliche Prüfung: dabei wird das geplante Vorhaben anhand des Bebauungsplanes auf baurechtliche Realisierungsmöglichkeit geprüft.
- Entwicklung des Nutzungskonzepts: Eckdaten der Flächennutzung, Optimierung der vermietbaren Fläche, Zuordnung der Erschließungs- und Allgemeinflächen.
- Kalkulation der Gesamtkosten: diese finden dann Eingang in die Projektrechnung; wesentliche Elemente sind: Grundstückskosten, Baukosten, Baunebenkosten, Finanzierungskosten, Marketingkosten, Bauträgergewinn und Reserve.
- Abschätzung der erzielbaren Mieterträge: hier wird die Aufnahmefähigkeit des Marktes zum Zeitpunkt der Fertigstellung eingeschätzt, dieser Wert wird in der Projektrechnung den Aufwendungen gegenübergestellt und zur Deckung der Kreditbedienung herangezogen.
- Erarbeitung eines Finanzierungskonzepts: Festlegung der wesentlichen Finanzierungsparameter wie Betrag, Eigenmittel, Laufzeit, Tilgungsstruktur und Besicherung.
- Projektrechnung: Gegenüberstellung der Aufwendungen und Erträge zur Ermittlung der Rentabilität.

2 *Bienert* (2005) S. 12.

3 *Pitschke* (2004) S. 42.

4 *Lummerstorfer* (2007) S. 22 ff.

Daran schließt die Projektrealisierungsphase an, die aus folgenden Elementen besteht:<sup>5</sup>

- Sicherung des Grundstückes
- Erstellung der Planung
- Ausschreibung der Bauleistungen
- Abschluss von Mietverträgen (Verwertung)
- Erlangung der Finanzierungszusage
- Baubeginn

Bei der Projektentwicklung ist der Projektentwickler (= Developer) mit einer Vielzahl von Risiken konfrontiert:

- Entwicklungsrisiko (Kostenüberschreitungen, Terminrisiko, Qualitätsrisiken),
- Ertragsausfallrisiko (abhängig von der Mieterbonität),
- Verwertungsrisiko (Leerstandsrisiko) und
- Wertänderungsrisiko (im Wesentlichen abhängig von der Standortqualität).<sup>6</sup>

Es sind mehrere Arten von Developern zu unterscheiden. Zunächst gibt es die Trader Developer, sie versuchen die Immobilien möglichst schnell gewinnbringend zu verkaufen. Der beste Zeitpunkt dafür ist meist nach Bau und Vollvermietung gegeben. Dann gibt es die Investor Developer, die ein langfristiges Engagement anstreben. Fallweise nutzen Entwickler die von ihnen entwickelten Immobilien auch selber. Ein Service Developer tritt als reiner Dienstleister gegen Honorar auf und hat kein finanzielles Engagement im zu entwickelnden Projekt.<sup>7</sup>

Jeder Developer strebt eine Nutzenmaximierung und eine Risikominimierung an, das muss der immobilienfinanzierenden Bank klar sein. Sie wird dem Finanzierungsansuchen des Immobilienkunden nur nähertreten, wenn die Risiken aus dem gegenständlichen Immobilienobjekt/-projekt für sie als reinen Fremdkapitalgeber tragbar sind.

## 2.2. Immobilien

Bei Immobilien sind als Besonderheiten, die einen Einfluss auf die Immobilienfinanzierung haben, folgende Faktoren anzusehen.<sup>8</sup>

- Langlebigkeit führt zu langen Kapitalbindungs- und Amortisationsdauern und damit zu einer stark zukunftsbezogenen Betrachtung.
- Hoher Kapitalbedarf aufgrund begrenzter Teilbarkeit macht Fremdfinanzierung nötig. Die fixierte Lage macht die Liegenschaft stark von nicht beeinflussbaren, exogenen Faktoren der regionalen Entwicklung abhängig.

<sup>5</sup> Lummerstorfer (2007) S. 25 ff.

<sup>6</sup> Lummerstorfer (2007) S. 27.

<sup>7</sup> Bienert (2005) S. 28.

<sup>8</sup> Bienert (2005) S. 9.

## 2. Strukturierung von Immobilienfinanzierung bei gewerblichen Immobilien

- Heterogenität
- hohe Transaktionskosten
- geringe Transparenz der Immobilienmärkte
- unvollkommener Markt, da spezifische Einzeltransaktionen
- Zyklen auf Teilmarktebene
- oft erhebliche Preisschwankungen
- unterschiedliche Risiken je nach Lebenszyklus der Immobilie
- Angebot unelastisch, da lange Vorlaufzeiten.

### 2.3. Gewerbeimmobilien

Dieses Fachbuch fokussiert auf den Bereich der Gewerbeimmobilien. Im Gegensatz zu Wohnimmobilien dienen Gewerbeimmobilien einer wirtschaftlichen Tätigkeit, die in den verschiedensten Ausprägungen auftreten kann. Eine anschauliche Übersicht findet sich bei *Pitschke*.

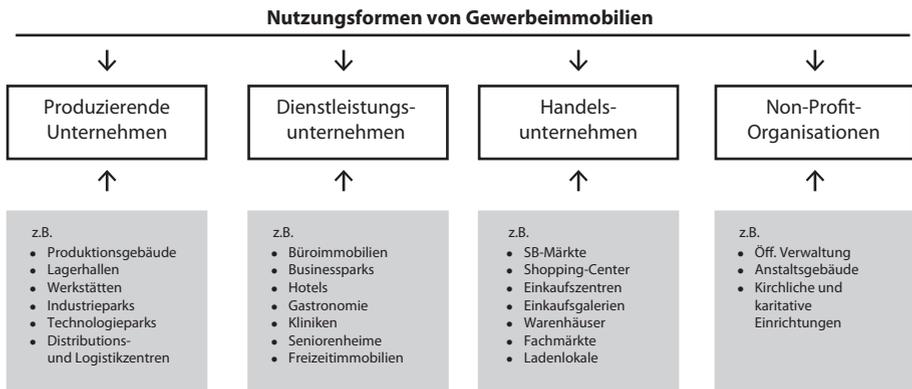


Abb. 3: Systematisierung von Gewerbeimmobilien (*Pitschke*, S. 46)

Gewerbeimmobilien haben eine höhere Korrelation mit allgemeinen Konjunkturzyklen als Wohnimmobilien und sind somit größeren Risiken ausgesetzt.<sup>9</sup>

### 2.4. Finanzierung

Im Finanzierungsprozess spielen die Banken als Finanzintermediäre zwischen Anlegern (z.B. als Immobilieninvestoren) und Kreditnehmern (hier als Immobilienkreditkunden) eine wichtige Rolle. Diese Funktion können Banken aber nur dann optimal wahrnehmen, wenn die internationalen Finanzmärkte funktionie-

<sup>9</sup> *Bienert* (2005) S. 221.

ren. Zwischen den Vertragspartnern werden folgende Aspekte durch Abschluss eines Kreditvertrages geregelt:<sup>10</sup>

- Zahlungsansprüche
- Konditionen der Kapitalüberlassung
- Informationsrechte
- Dauer der Kapitalüberlassung (= Kreditlaufzeit)
- Sicherheiten
- Kontroll- und Mitwirkungsrechte

## 2.5. Immobilienfinanzierung

Die Immobilienfinanzierung beschreibt den Prozess und die Beschaffung, Verwaltung und Kontrolle von Eigen- und Fremdkapital von außen zur Realisierung von Immobilieninvestitionen.<sup>11</sup>

## 2.6. Projektfinanzierung

Eine Projektfinanzierung liegt vor, wenn der finanzierte Investitionsgegenstand mit der Cashflow-Quelle und dem Sicherheitengegenstand ident ist; dafür wird meist eine eigene Projektgesellschaft gegründet.

Es handelt sich also um Immobilienkredite, bei denen die Performance des zugrunde liegenden Immobilienobjektes/-projektes (gleichgültig, ob in Planung, im Bau oder schon in Nutzung) die primäre Quelle der Schuldendienstfähigkeit ist.

Ausschlaggebende Kriterien sind also:

- Die Forderung richtet sich gegen eine speziell zur Finanzierung und/oder zum Betrieb von Objekten errichtete Gesellschaft; Off-Balance-Sheet-Finanzierung.
- Die vertraglichen Vereinbarungen verschaffen dem Kreditgeber einen erheblichen Einfluss auf den betreffenden Vermögensgegenstand und die aus ihm resultierenden Einkünfte.
- Die Rückzahlung der Forderung speist sich in erster Linie aus den Einkünften, die mit den finanzierten Immobilienobjekten/-projekten erzielt werden, und bezieht sich weniger auf die davon unabhängige Zahlungsfähigkeit eines auf einer breiten Basis agierenden Immobilienunternehmens – sog. Cashflow-Finanzierung.

Aus dem EU-Richtlinien-Entwurf vom Juli 2004 [S. 107] entnommen, wurde folgende Definition für Projektfinanzierungen entwickelt:

---

<sup>10</sup> *Bienert* (2005) S. 18.

<sup>11</sup> *Bienert* (2005) S. 20.

## 2. Strukturierung von Immobilienfinanzierung bei gewerblichen Immobilien

- Das Projekt verfügt über einen klar abgegrenzten Rechnungskreis. Diese Voraussetzung muss durch eine eigene Projektgesellschaft – ein Special Purpose Vehicle (SPV) – erfüllt werden.
- Die Rückzahlung der Projektfinanzierung muss zum überwiegenden Teil aus dem vom finanzierten Asset generierten Cashflow erfolgen. Als Cashflow i.d.S. ist auch ein etwaiger Veräußerungserlös, der bei nicht erzwungener Veräußerung durch den Kreditnehmer erzielt wird, anzusehen.
- Die Bank hat vertraglich zugesicherte Kontrolle über die vom finanzierten Asset generierten Cashflows und Einfluss auf das Asset.

Der Schwerpunkt dieser Definition liegt auf der Abhängigkeit der Rückzahlungsfähigkeit des Immobilienkredites von der Performance des jeweiligen Projektes bzw. der jeweiligen Immobilie. Als solches umfasst der Begriff Immobilien- bzw. Projektfinanzierung auch Kredite für unerschlossene Grundstücke, im Bau befindliche Immobilien und spezielle Projektfinanzierungen in gewissen Branchen (gewerbliche Projekte und Industrieprojekte), wie z.B. Energie und Rohstoffe, Bergbau, Logistik, Umwelt, Medien, Telekommunikation.

Die Projektfinanzierung hat für die immobilienfinanzierende Bank folgende Vorteile:<sup>12</sup>

- Risikoverteilung auf die einzelnen Beteiligten nach deren finanziellen Möglichkeiten (= Risk Sharing).
- Finanzielle Unabhängigkeit des Projektes ermöglicht den Off-Balance-Sheet-Effekt.
- Projektfinanzierungen eignen sich zur Erschließung neuer Märkte.
- Verstärkte Kontrolle des Kreditnehmers ist erforderlich und möglich.

Nachteile für den Immobilienkunden stellen folgende Umstände dar:<sup>13</sup>

- Cashflow des Immobilienobjektes/-projekts muss zur Bedienung der Immobilienkredite ausreichen.
- Lange Projektprüfungsdauer bei den immobilienfinanzierenden Banken.
- Finanzielle Unabhängigkeit des Immobilienobjektes/-projektes ermöglicht den Off-Balance-Sheet-Effekt.
- Projektfinanzierung zahlt sich erst ab einem bestimmten Mindestvolumen aus.

---

12 Oberdorfer (2003) S. 24.

13 Oberdorfer (2003) S. 24.

## 2.7. Formen der Immobilien-/Projektfinanzierung

Man unterscheidet zwischen:

- Non Recourse Financing: hier haftet nur das Eigenkapital der Projektgesellschaft bzw. ist das zu finanzierende Immobilienobjekt/-projekt alleiniger Haftungsträger für den gewährten Immobilienkredit.
- Full Recourse Financing: hier gibt es vollen Rückgriff auf die Projektgesellschaft.
- Limited Recourse Financing: eingeschränkte Rückgriffsmöglichkeit etwa bei Baukostenunterschreitungen oder Nichtbeachtung von Nachschussverpflichtungen.

Die Immobilienprojektfinanzierung betrifft eine Finanzierung von Immobilien, bei der die Rückzahlung des Immobilienkredites primär auf den aus dem Immobilienobjekt/-projekt erwirtschafteten Cashflows beruht. Zusätzlich kann durch den Verkauf der Immobilie bzw. der Projektgesellschaft durch den Proponenten eine gänzliche Kapitalbedienung erreicht werden.

Im Bereich der Immobilienprojektfinanzierung unterscheidet man folgende Phasen:<sup>14</sup>

- Grundstücksfinanzierung
- Baufinanzierung
- Bestandsfinanzierung
- Umschuldung bestehender Immobilienkredite

In der Terminologie von Basel II spricht man von *income producing real estate* (IPRE). Diese gehört zu den Spezialfinanzierungen (sog. „Special Lending“), einer der fünf Unterklassen der Förderungsklasse Unternehmen. Davon zu unterscheiden sind die risikoreichen Gewerbeimmobilien, sog. *high-volatility commercial real estate* oder HVCRE. Das sind Projekte, die sich in der Entwicklungsphase befinden.

Davon abzugrenzen ist die Objektfinanzierung, welche die Finanzierung von beweglichen Vermögensgegenständen umfasst und meist in eine Leasingfinanzierungsform gekleidet wird.

Anders als bei der Finanzierung von bestehenden Gewerbeimmobilien geht die immobilienfinanzierende Bank in der Regel bei der Finanzierung von Projektentwicklungen ein deutlich höheres Risiko ein, da das zu errichtende Objekt meist noch nicht vermietet ist und noch keinen Endinvestor hat.<sup>15</sup> Die Zuteilung zu dieser Klasse hat eine erhöhte Risikogewichtung bei der Errechnung der Eigenkapitalunterlegung zur Folge.

---

<sup>14</sup> Lummerstorfer (2007) S. 30.

<sup>15</sup> Pitschke (2004) S. 50.

Weitere Immobilienfinanzierungsarten und die spezifischen Finanzierungsparameter für gewerbliche Immobilienobjekte/-projekte werden in den folgenden Kapiteln 3. und 4. detailliert beschrieben.

### **2.8. Immobilienspezifische Kennzahlen**

Der **Loan to Value** („LTV“) ergibt sich aus der Division des ausstehenden Immobilienkreditbetrages durch den Verkehrswert gemäß Gutachten eines Immobilienschätzers. Je geringer der LTV ist, desto besser ist die Risikoposition der immobilienfinanzierenden Bank. Nicht berücksichtigt wird hierbei die Volatilität des Wertes der Immobilie. Ein niedriger LTV nützt dann nichts, wenn es durch eine hohe Volatilität des Wertes des Besicherungsgegenstandes trotzdem zur Unterdeckung kommt.

Vom Loan to Value ist der **Loan to Cost** („LTC“) zu unterscheiden. Hier wird der Immobilienkreditbetrag durch die Gesamtinvestitionskosten (GIK) dividiert. Der Quotient aus Kreditbetrag und GIK bilden hier die eingesetzten Eigenmittel des Immobilienkunden.

Die Schulddienstfähigkeit (**Debt Service Coverage Ratio**, „DSCR“) drückt aus, ob die Cashflows nach Abzug der Bewirtschaftungskosten und der Instandhaltung ausreichen den Immobilienkredit, d.h. Zinsen und Tilgungen, zu bedienen. Sie wird durch die Division der Nettomiete durch die Summe aus Zinsen und Tilgung (= Kapitaldienst) errechnet.

Useful Life Coverage Ratio („USCR“) gibt an, inwieweit die Bedienung des Immobilienkredites innerhalb der gewöhnlichen wirtschaftlichen Lebensdauer gegeben ist.

Bei der Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit werden meist Sensitivitätsanalysen angewandt. Dabei werden verschiedene Parameter, wie erzielbare Mieten und Leerstandsquoten, verändert und die resultierende Veränderung der DSCR beobachtet. Auch im Worst Case sollte die DSCR noch über eins sein.

Die verschiedenen Ausprägungen der für die Kreditentscheidung erforderlichen Immobilienkennzahlen werden im Kapitel 6.2. detailliert ausgeführt.

### **2.9. Risiken der Immobilienfinanzierung**

Eine praktikable Einteilung der Risiken der Immobilienfinanzierung findet sich bei Hödl:

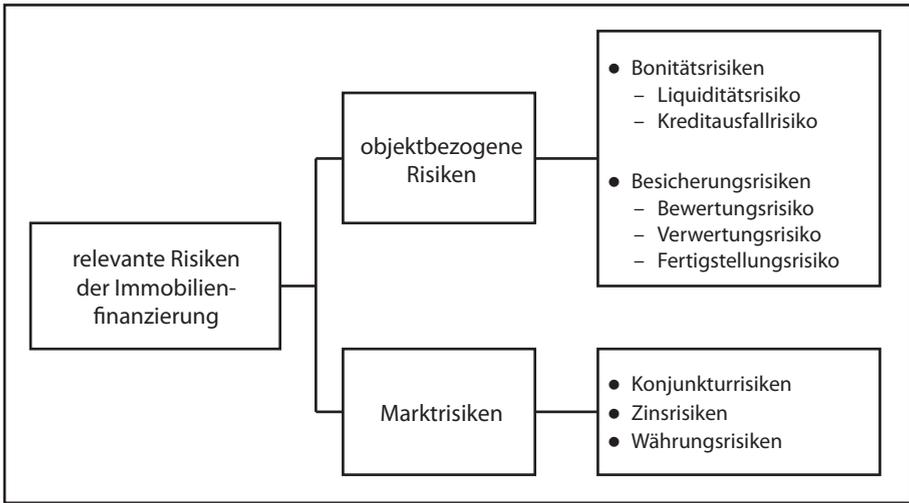


Abb. 4: Relevante Risiken der Immobilienfinanzierung (Hödl, S. 62)

Die beiden Risikogruppen „objektbezogene Risiken“ und „Markttrisiken“ korrelieren je nach Immobilienarten miteinander. In Zeiten schlechter Konjunktur wird es daher auch schwieriger sein, z.B. eine Büroimmobilie zu verwerten, da in einer Phase des Abschwungs der Kostenfaktor einen anderen Stellenwert hat.

Sämtliche Risiken sind im Kreditentscheidungsprozess zu berücksichtigen und werden bei der Immobilienprojektprüfung im Detail quantifiziert (Details s. Kapitel 6.).

## 2.10. Risikoadäquate Zinssatzbestimmung („Marginpricing“)

*Klaus Weichselbaum/Patrick Walch*

### Die Risikoprämie als Bestimmungsgröße in der Konditionierung einer Immobilienfinanzierung

Im Zuge einer bankmäßigen Prüfung der Finanzierbarkeit eines Immobilienobjektes/-projektes kommt neben dessen Ertragsfähigkeit der Ermittlung des risikoadäquaten Zinssatzes bzw. der projektbezogenen Risikoprämie als einem wesentlichen Finanzierungsparameter eine zentrale Bedeutung zu.

Bereits während der Erstprojektkalkulation zeigt der rechnerisch unterstellte Finanzierungzinssatz einerseits für den Kunden die „Leistbarkeit“ und in letzter Konsequenz den Erfolg seines Immobilienobjektes/-projektes, andererseits für die immobilienfinanzierende Bank den „Verdienstterrag“ gemessen am speziellen