



Grundlagen und Beurteilung Immobilienprojektfinanzierung

Gerald Schöffmann, MBA



AGENDA

- 1 Immobilienarten
- 2 Definition und Merkmale der Projektfinanzierung
- 3 Projektfinanzierung und Rating
- 4 Informationen zur Vertragsgestaltung



Immobilienarten





Definition und Merkmale der Projektfinanzierung



Besonderheiten von Immobilieninvestitionen:

- Hohe Investitionsvolumina
- Relativ lange Kapitalbindung
- Wertsteigerung über Nutzungsdauer durch indexierte Mieterlöse
- Hoher Fremdkapitalanteil
- Geringe Risikodiversifikation
- Relativ konstante Erlössituation
- Hohe Transaktionskosten

Definition Projektfinanzierung

„Spezielle Form der Finanzierung für großvolumige Investitionsvorhaben (Projekte), bei der die Rückzahlung der aufgenommenen Finanzierungsmittel allein aus den zukünftig zu erwirtschaftenden Erträgen (Cash Flow) erfolgen soll.“

<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/projektfinanzierung.html>

Definition Projektfinanzierung

„Projektfinanzierungen sind „maßgeschneidert“ für das jeweilige Investitionsvorhaben:
Sie orientieren sich am erwarteten zukünftigen Cash Flow des konkreten Projektes.“

Handbuch Projektfinanzierung mit der ÖKB

Merkmale Projektfinanzierung

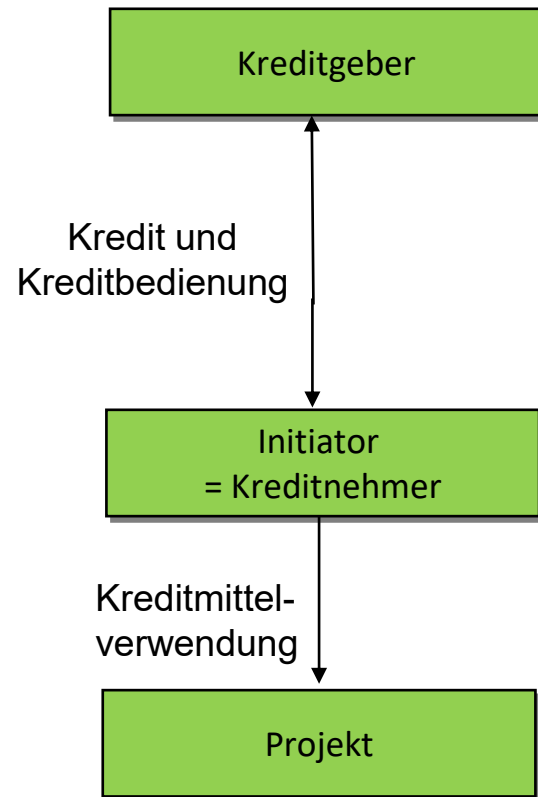
- Cash Flow orientierte Finanzierung (zukunftsgerichtet)
- Objekt bzw. Asset orientiert
- Haftungsaufteilung
- Maßgeschneidert, flexible Struktur
- Risikoteilung
- Aufgabenteilung

Merkmale Projektfinanzierung

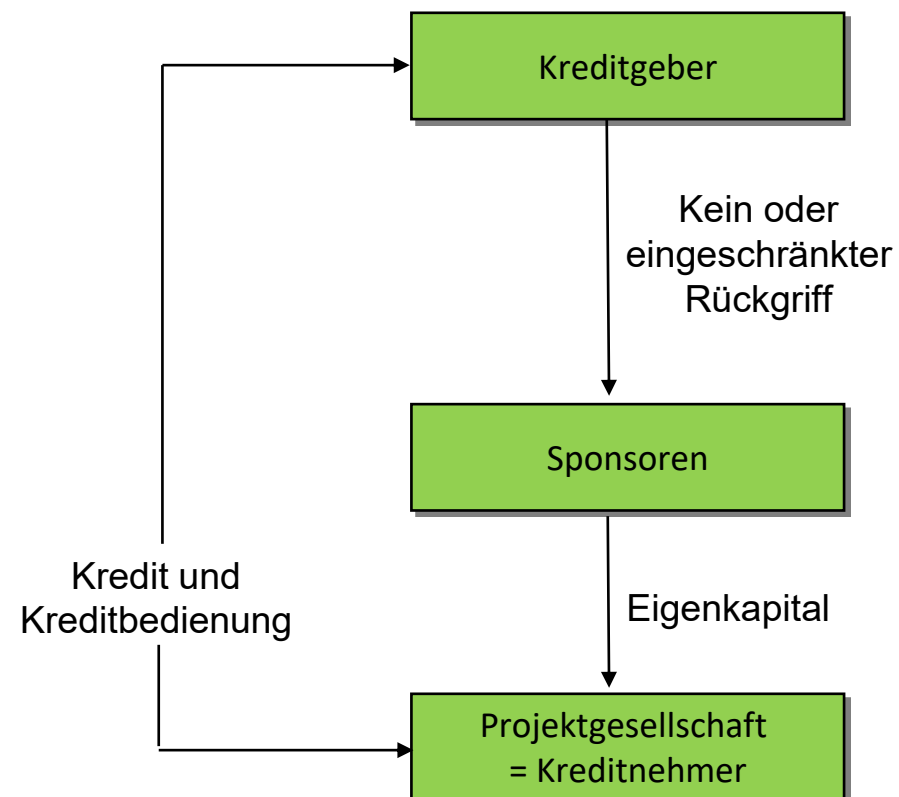
- Risikoeingrenzung
 - Off Balance Sheet Finanzierung
 - Geschlossener Rechnungskreis
 - Projekt wird in Zweckgesellschaft umgesetzt
- Bedienung EK und FK ausschließlich aus dem Projekt

Merkmale Projektfinanzierung

Traditionelle Kreditfinanzierung



Projektfinanzierung

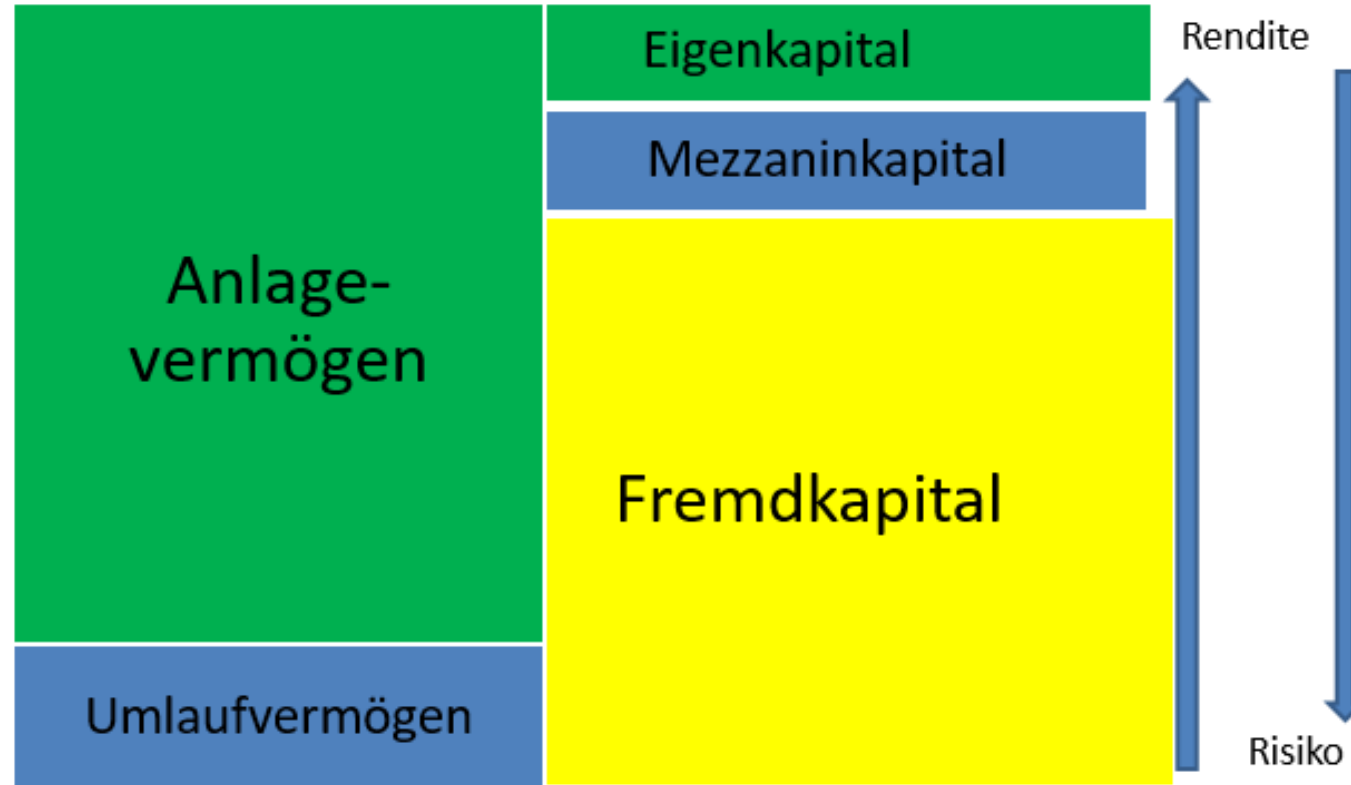




Projektfinanzierung und Rating



Bilanzstruktur Projektgesellschaft



Formen Eigenkapital

- Gezeichnetes Kapital: Stamm-/Grundkapital
- Gesellschafterzuschüsse
- Kapitalrücklagen (z.B. Agio)
- Gewinnrücklagen
- Gewinnvortrag
- Nachrangige Gesellschafterdarlehen
- Stille Reserven

Funktionen Eigenkapital

- Grundstein der benötigten Finanzmittel (Finanzierungsfunktion, Gründungsfunktion)
- Risikopuffer für restlichen Financiers (Haftungsfunktion, Verlustabsorptionsfunktion)
- Bezugsgröße bei Gewinnverteilung
- Begründet Eigentums- und Mitspracherechte (Herrschaftsfunktion)
- Einbringung up-front oder sukzessive (aliquot)

Formen Fremdkapital

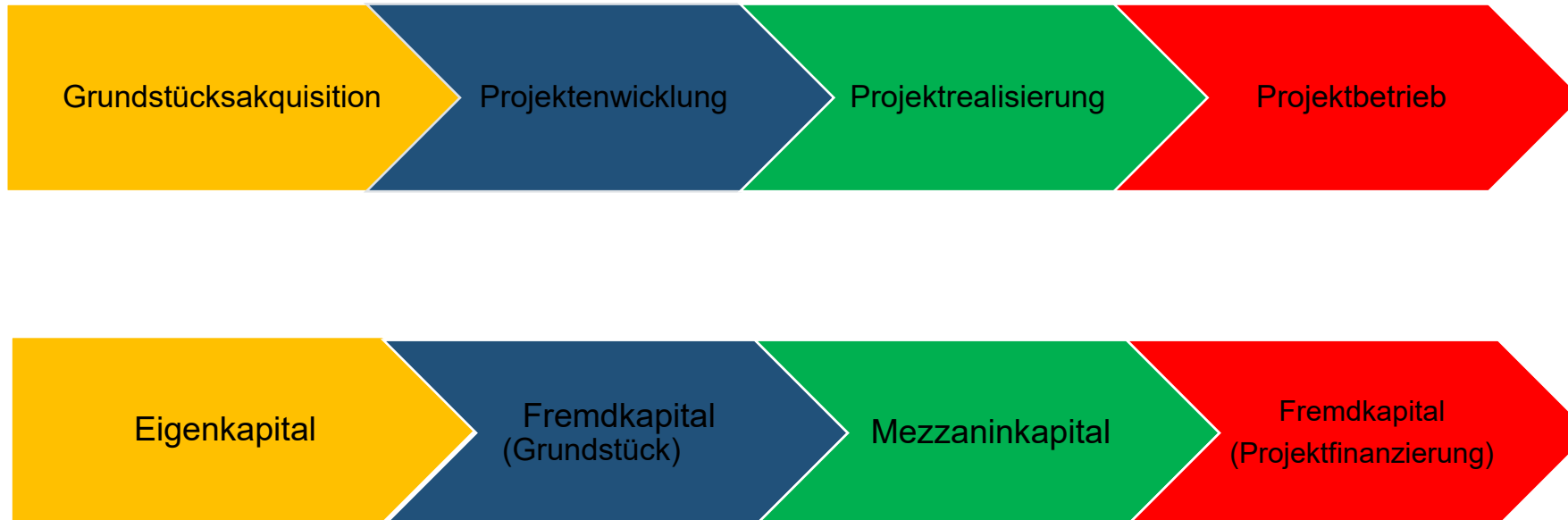
- (Bank-) Kredit, meist Hypothekarkredit
 - Einmalkredit, Rahmenkredit, Avalkredit
- Lieferantenverbindlichkeiten (z.B. durch Bauunternehmen)
- Anleihen
- Leasingfinanzierung
- Gesellschafterdarlehen
- Rückstellungen

Immobilienkredite

Unterscheidung nach Projektphase:

- Grundstücksfinanzierung (Land Banking)
- Entwicklungsfinanzierung
- Baufinanzierung
- Bestandsfinanzierung
- Umschuldung/Refinanzierung bestehender Immobilienkredite

Projektphasen und Finanzierung



Grundstücksfinanzierung

- S.g. Land Banking
- Grundstück hat per se keinen Cash Flow, „Non Yielding Asset“
- Sicherung Zinszahlungen versus Non Recourse
- Grundlage für Entscheidung ist aktueller Wert der Liegenschaft (ansonsten spekulative Finanzierung nach CRR/Basel III) sowie Bonität und Haftung Eigentümer
- Kurz- bis mittelfristiger Einmalkredit

Entwicklungsfinanzierung

- Finanzierung sämtlicher Schritte bis zur Baureife (Vorlage der behördlichen Baubewilligung)
- Insbesondere bei offenen Widmungsthematiken Phase mit relativ höchstem Risiko (EK-Einsatz!)
- Eventuell Erreichung eines Vorwertungsgrades durch Miet-(vor-)Verträge oder Kauf-(vor-)Verträge

Baufinanzierung

- Finanzierung aller restlichen Kosten, vorwiegend die Kosten der Bauausführung samt Nebenkosten, während Errichtungsphase
- Finanzierung der Vermarktungskosten
 - Marketing
 - Mieter Incentives (z.B. mietfreie Anfangsphase, Fit Outs)
 - Kurz- bis mittelfristiger Einmalkredit

Baufinanzierung

- Sukzessive Ausnutzung (nach Baufortschritt)
- Rückführung endfällig durch Verkauf oder Ablösung durch Bestandsfinanzierung
- Praxis: oft Kombination der Grundstücks-, Entwicklungs-und Baufinanzierung innerhalb einer Kreditlinie mit mehreren Tranchen mit entsprechenden Auszahlungsvoraussetzungen

Baufinanzierung

Sonderform: Liquiditätsspitzenfinanzierung

- Bei Abverkaufsprojekten
- Während der Investitionsphase werden bereits Verkaufserlöse erwartet (Bau trägervertragsgesetz BTVG)
- Erstellung eines Liquiditätsplans erforderlich (zumindest auf Monatsbasis)
- Darstellbarkeit nur über wiederausnutzbaren Kontokorrentkredit, Alternative „2 Kontenmodell“
- Rückführung aus (Teil-)Verkaufserlösen

Bestandsfinanzierung

- Im Anschluss an Baufinanzierung falls Objekt nicht verkauft wird
- Für Ankauf bereits bestehender Immobilie
- Bei Banken beliebt da kein Bau- und Verwertungsrisiko
- Sonderform: Portfoliofinanzierung (Risikodiversifikation); bei großen Volumen Securitisation
- Rückführung aus laufenden Erträgen (Miete/Pacht), späterem Verkauf oder Refinanzierung

Tilgungsprofile

- Endfällig
 - während der Laufzeit werden nur Zinsen bezahlt, Kapital zur Gänze am Laufzeitende
 - z.B. bei sehr hohem EK-Anteil
 - Abverkaufsprojekt
- Ratenkredit
 - Volle Tilgung während Laufzeit
 - Kapital- oder Pauschalraten, Sonderform projektspezifischer Tilgungsplan (Sculpted)

Tilgungsprofile

- Mischform: Tilgung auf Restwert (Balloon, Bullet)
- Tilgungsfreie Anfangsperiode (Grace Period)
 - z.B. tilgungsfrei während mietfreier Anlaufphase (z.B. Hotels, Mietfreier Zeitraum)
- Stufentilgung
 - z.B. steigende Tilgung aufgrund Staffelmiete
- Cash-Flow Tilgung
 - z.B. der gesamte Free Cash Flow nach Zinsendienst wird für Tilgung verwendet „Cash Sweep“

Projektrisiken

- Immobilienspezifische Parameter
 - Standortrisiken (Lagequalität nachhaltig ?)
 - Kontaminierung
 - Restitutionsrisiko (insbes. CEE)
 - Entwicklungsrisiko (z.B. Widmung, behördliche Genehmigungen)
 - Bautechnische Risiken (Kosten, Qualität, Termin)
 - Ertragsrisiko (Verkaufs- bzw. Mietausfallsrisiko)

Projektrisiken

- Sonstige Risiken
 - Zinsänderungsrisiko: Anstieg der Zinsbelastung
 - Währungsrisiko insb. bei Währungsinkongruenzen oder Fremdwährungskrediten
 - Steueränderungen
 - Operationales Risiko (z.B. Managementfehler)

Wirtschaftliches Rating

- Rating ist die Maßzahl für die Bonität
- Bonität ist wirtschaftliche Fähigkeit den Kredit aus eigener Kraft rückzuführen
- Bonität ist daher direkte Funktion der Projekt Wirtschaftlichkeit = Hardfacts und der Rahmenbedingungen = Softfacts
- Projektwirtschaftlichkeit wird anhand einer Projektrechnung (Financial Model) ermittelt
- Wichtigste Kennzahl ist die Debt Service Coverage Ratio (DSCR); Grundlage des Hardfacts-Ratings

DSCR

- Kapitaldienstdeckungsgrad

$$\frac{\text{(Jahres) Netto Cash Flow}}{\text{(Zinsaufwand + Tilgung)}}$$
- DSCR =
- Die Kennzahl gibt an, zu wieviel Prozent der zu erwartende Zinsaufwand inkl. Kapitaldienst durch die Mieteinnahmen gedeckt ist
- Ab einem DSCR von 1,0 aufwärts ist eine rechnerische Projektwirtschaftlichkeit gegeben
- Durch Aussteuerung des Eigenkapitalanteils ist der DSCR maßgeblich beeinflussbar

DSCR

Berechnung (Jahres) Netto Cash Flow (Free Cash Flow before Debt):

Mieterlöse

- Instandhaltung
- Verwaltung
- Immobiliensteuern
- Versicherungen

= EBITDA

- Ertragssteuern

Netto Cash Flow

Softfacts Rating

- Erfolgt meist über einen Softfacts-Katalog
- Ziel ist es, nichtquantitative Rahmenbedingungen und Projekteigenschaften zu ermitteln, welche eine starke Korrelation mit dem Projekt- bzw. wirtschaftlichen Erfolg haben

Softfacts

- Immobilientechnisch:
 - Standort
 - Marktnachfrage
 - Attraktivität für potenzielle Investoren
 - Behördliche Genehmigungen
 - Ankermieter als Frequenzbringer
 - Branchenmix
 - Alleinstellungsmerkmale
 - Absicherung gegen Kostenrisiken durch Generalunternehmer
 - Alternative Nutzungsmöglichkeiten

Softfacts

- Proponenten-/Eigentümerhintergrund:
 - Erfahrung, Track Record
 - Branchenruf
 - Bonität, externes Rating
 - Kunde-Bank-Beziehung
 - Nachfolgeregelung
 - Frühwarnindikatoren
 - Qualität, Art und Form der Unterlagenaufbereitung
 - Haftungen, Bürgschaften
 - Nachhaltigkeit und ESG



Informationen zur Vertragsgestaltung



Dingliche Sicherheiten

- Eingetragene Hypothek (Höhe der Nebengebühren-sicherstellung)
- Rangordnung für beabsichtigte Verpfändung (bei kurzfristigen Finanzierungen da nur 12 Monate gültig, halbe Eintragungsgebühr)
- Eintragungsfähige Pfandurkunde (EPU)
- Pfand Gesellschaftsanteile
- Abtretung/Pfand Verkaufserlöse (sowohl bei Asset als auch Share Deal)
- Pfand Mietforderungen (mit Modus/ohne Modus)

Dingliche Sicherheiten

- Pfand Wertpapiere
- Pfand Termingeldkonten
- Pfand Sparbuch
- Pfand Edelmetalle
- Pfand Schuldendienstreservekonto (Debt Service Reserve Account DSRA)
- Pfand Reinvestitionsreservekonto (Maintenance Reserve Account MRA)
- Eintrittsrecht in Projektverträge (z.B. GU-Vertrag)

Dingliche Sicherheiten

- Pfand Versicherungsforderungen
 - Gebäude/All-Risk
 - Bauwesen
 - Betriebsunterbrechung
- Verpfändung sonstiger Projektkonten
- Abtretung Rechte sonstiger Projektverträge

Schuldrechtliche Sicherheiten

- Bürgschaft
 - Bürge und Zahler
 - Ausfallsbürgschaft
 - Wechselbürgschaft
 - Solidarbürgschaft
- Garantie
 - Zahlungsgarantie
 - Kostenüberschreitungsgarantie
 - Fertigstellungsgarantie
 - Bankgarantie
- Patronatserklärung („harte“ und „weiche“)
- Deckungswechsel

Sicherheiten Rating

- Als Sicherheitenansatz ist der Deckungswert maßgeblich:

Marktwert

- Beleihungs- / Belehnwertabschlag

Beleihungs- / Belehnwert

- Länderabschlag

- Fremdwährungsabschlag

Deckungswert

Loan to Value/Loan to Cost

- LTV: Kredit-Marktwert-Verhältnis
- LTC: Kredit-Gesamtinvestitionskosten (GIK)-Verhältnis
- Regelfall: $LTC > LTV$
- Marktwert wird in der Regel von externen Gutachtern nach Bewertungsrichtlinien der Bank ermittelt
- Da Hypothek in der Regel die wichtigste Sicherheit einer Immobilienprojektfinanzierung ist, stellt LTV neben dem DSCR die wichtigste Kennzahl zur Risikobemessung dar

Kredit

- $LTV = \text{Marktwert}$
- Beispiel:
 - Marktwert 100
 - GIK 90
 - Kredit 70
 - $\rightarrow LTV = 0,7 \quad LTC = 0,78$

Covenants

Sammelbegriff für zusätzliche Vertragsklauseln oder Nebenabreden in Kreditverträgen mit denen den Kreditnehmern bestimmte Verpflichtungen auferlegt.

- Je nach Verpflichtungsart unterscheidet man:
 - General Covenants (allgemeine Bestimmungen und Verpflichtungen, Conditions Subsequent)
 - Information Covenants
 - Financial Covenants

General Covenants (exemplarisch)

- Pari-Passu-Klausel = Gleichrangklausel; Zahlungsverpflichtungen aus Kreditvertrag sind zumindest gleichrangig im Verhältnis zu Zahlungspflichten gegenüber anderen Gläubigern
- Negative Pledge = Negativklausel; keine Sicherheitenbestellung zugunsten Dritter
- Projektabweichungen bedürfen der Zustimmung des Kreditgebers
- Führung sämtlicher projektrelevanter Konten beim Kreditgeber
- Keine anderweitige oder geänderte Geschäftstätigkeit

General Covenants (exemplarisch)

- Ausschüttungssperre/-regelung
- Ownership-klausel/Change of Control
- Tragung von Kostenüberschreitungen aus Eigenmitteln
- Nachrangigkeit bestehender und zukünftiger Gesellschafterdarlehen bzw. Inter-Company-Loans
- Einschuldungsverbot (keine Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten)
- Fremdvergleich (Arm`s Length Prinzip)

Financial Covenants

- DSCR
- ISCR
- LTV
- Eigenkapitalquote (mind. x %)
- Nettoverschuldung (max. x %)
- EBIDA zu Nettoverschuldung
- Bestätigung über Einhaltung mindestens jährlich (aus Basis Jahresabschluss) in Form eines Compliance Certificates (durch Wirtschaftsprüfer)

Information Covenants

Informationspflichten:

- Vorlage Jahresabschlüsse sämtlicher Konzerngesellschaften bis 6 Monate nach Bilanzstichtag sowie konsolidierter Konzernabschluss
- Quartalberichte
- Laufende Statusberichte über Bau- und Verwertungsfortschritt
- Jährliche Vorlage Einkommens- und Vermögensunterlagen der Bürgen/Garanten
- Halbjährliche Vorlage von Mieterlisten
- Information bei wesentlichen Änderungen der Mietersituation bzw. sonstiger wesentlicher Projektparameter
- Bucheinsichtsrecht für Kreditgeber

Bruch von Covenants

Können die Covenants nicht eingehalten werden, so kommt es in der Regel zur Anwendung z.B. folgender Rechtsfolgen:

- Nachschuss von Eigenkapital
- Beibringung von zusätzlichen Sicherheiten bzw. keine Freigabe von Sicherheiten
- Sondertilgungspflicht
- Zinssatz- bzw. Margenerhöhung
- Fälligstellung als Ultima Ratio

Auszahlungsvoraussetzungen (exemplarisch)

Conditions Precedent (CPs):

- Perfektionierung der Sicherheiten
- Nachweis Einbringung Eigenmittel
- Nachweis Vorverwertung (mind. x% der Flächen zu Planpreisen mit branchenüblichen Kündigungsverzichteten vermietet oder verkauft)
- Abschluss Mietverträge mit Ankermietern bzw. zufriedenstellender Branchenmix
- Vorlage unterfertigter Kaufvertrag
- Know Your Customer (KYC) Dokumente
- Auszahlung nach Baufortschritt im Rahmen eines (externen) Baucontrollings

Auszahlungsvoraussetzungen (exemplarisch)

- Bodengutachten
- Vorlage rechtskräftiger behördlicher Genehmigungen und Bewilligungen (Flächenwidmung, Bebauungsplan, Baubewilligung, gewerberechtliche Genehmigungen)
- Vorlage Generalunternehmervertrag, Einzelgewerksverträge (zu Planpreisen)
- Nachweis ausreichender Versicherungsdeckung
- Treuhandhaftung für Einverleibung Eigentumsrecht, Hypothek