

---

Werner Doetsch  
Loan & Equity Arrangement  
Real Estate



Erfolgreiche Strukturierung  
von professionellen Immobilienfinanzierungen  
und Verhandlungsstrategien mit Banken  
und anderen Finanzierungspartnern

---

## Inhalt

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| Erfolgreiche Strukturierung – Einführung ..... | 3  |
| Die Kreditanalyse/MaRisk .....                 | 4  |
| Kreditrisiko-Strategie einer Bank .....        | 7  |
| Kreditanfrage.....                             | 7  |
| Rating.....                                    | 13 |
| Termsheet-Verhandlungsphase .....              | 13 |
| Projektfinanzierung .....                      | 18 |
| Anleihen und Schuldscheine .....               | 21 |
| Covenants .....                                | 22 |
| Kreditvertrag .....                            | 27 |
| „Dealbreaker“ Mieterdienstbarkeit .....        | 29 |
| Werner Doetsch .....                           | 31 |
| Matthias Tertünte .....                        | 32 |
| Leistungen und Honorar.....                    | 33 |
| Maximaler Leistungsprozess .....               | 34 |
| Kontakt .....                                  | 34 |

## Erfolgreiche Strukturierung – Einführung

Das Geschäft mit Immobilien ist außerordentlich kapitalintensiv. Kredite haben dabei schon immer eine wichtige Rolle eingenommen. An der Schnittstelle „Kreditnehmer – Bank“ entsteht allerdings häufig vermeidbarer Reibungsverlust. Sofern dies darauf zurückzuführen ist, dass die internen Prozesse in den Banken und deren regulatorische Vorgaben nur wenig bekannt sind, möchten wir helfen, solche Reibungsverluste zu vermeiden. Gleichzeitig möchten wir ein Gefühl dafür vermitteln, welche Verhandlungsspielräume bei Banken durchaus gegeben bzw. wo sie aufgrund regulatorischer Vorgaben oder bankbetrieblicher Zwänge eher starr sind, wie man seine Position in Kreditverhandlungen und -verträgen möglichst optimiert und auf welche Punkte man besonders achten sollte.

Aufgrund exogener und endogener Einflüsse ist der „Risikohunger“ der Kreditgeber und einzelner Institute einem laufenden Wandel unterworfen. Da wir täglich mit Immobilienfinanzierern zusammenarbeiten, aktualisieren auch wir unsere Empfehlungen. Wir bringen unsere Verhandlungserfahrung von Bankern ein, die viele Jahre „auf der anderen Seite“ verhandelt haben.

Insbesondere bei der Finanzierung von Projektentwicklungen gibt es Faktoren, die nicht nur verhandelbar sind, sondern die auch verhandelt werden müssen. Vorvermarktungsauflagen, prozentuale Aufvalutierungen in verschiedenen Bauphasen, Eigenkapitalrückgewähr bei definierten Risikomitigationsstufen, die Mitfinanzierung von Anlaufkosten vor Baugenehmigung oder die Bezugsgröße einer „Cost-Overrun-Garantie“ sind neben den reinen Konditionen und Gebühren nur einige Beispiele.

Auch aufgrund der niedrigen Zinsen drängt viel Liquidität und Risikokapital jenseits der Banken

in den Markt, das nach Rendite giert. Die Kombination von nachrangigem Risikokapital mit der Senior-Debt-Finanzierung einer klassischen Immobilienbank eröffnet neue Strategie-Optionen auch und insbesondere für Projektentwickler. Auf der anderen Seite entstehen damit schwierigere Gemengelagen bei den Vertragsgestaltungen und -verhandlungen.

Die optimale Strukturierung einer unternehmerischen Immobilienfinanzierung erfordert Komplexitätserfahrung. Zwangsläufig konzentriert sich unsere Beratung damit in jüngster Zeit zunehmend auf die Konvergenz dieser verschiedenen Bausteine, die durchaus nicht immer einfach herbeizuführen ist. Wir entwickeln gemeinsam mit unseren Mandanten Finanzierungskonzepte und Vorschläge, wie und mit wem man sie am besten umsetzt.

Wir treten nicht als „Kreditvermittler“ auf. Ein solcher Auftritt ist bei Banken mit Blick auf den Kreditnehmer eher negativ besetzt. Wir beraten und übernehmen die wesentlichen operativen „handwerklichen“ Aufgaben im Kreditprozess als Dienstleister und treten bei den wesentlichen Verhandlungen gemeinsam mit dem Mandanten auf. Bereits vor der ersten Ansprache von Finanzierungspartnern entwickeln wir mit unseren Mandanten ein Konzept und einen eigenen Termsheet-Entwurf. Dies bringt die Kommunikation insbesondere mit den Banken von Beginn an auf den Punkt.

Unser Ziel ist es, dass sich unsere Mandanten jenseits der Finanzierung voll auf ihre eigene Immobilien-Kernkompetenz konzentrieren können.

Wir haben seit Mitte 2016 Finanzierungen in einem Gesamt-Volumen von mehr als 3 Mrd. EUR begleitet. Künftig möchten wir aber auch gerne unsere Basis mit Mandanten in mittlerer Größenordnung verstärken und mit unserer Erfahrung

auch dieser Klientel bei der erfolgreichen Bewältigung ihrer nicht weniger anspruchsvollen Finanzierungsthemen behilflich sein.

Die folgenden Ausführungen sollen allgemein fachliche Ratschläge für Finanzierungsprozesse vermitteln und auch unsere Philosophie der Beratung und operativen Prozess-Begleitung verdeutlichen.

## Die Kreditanalyse/MaRisk

Ein erfahrener Immobilieninvestor oder -entwickler stellt seine Kreditanfrage an die Bank so, dass der Kreditanalyst eine „handwerklich“ gute Grundlage für seine Analyse und die zügige Erstellung einer Kreditentscheidungsvorlage vorfindet.

Als Benchmark mag hier das Syndizierungsgeschäft der Banken dienen. Wenn eine Bank als Arrangeur eine andere Bank in ein Konsortium einlädt, ist grundsätzlich vom Informationsfluss her keine andere Situation gegeben als bei einer Kreditanfrage durch einen Investor bei einer Bank. Und doch ist der Unterschied signifikant. Die Schnittstelle Kunde – Bank ist gekennzeichnet durch Rückfragen, Unterlagen- und Informationsnachlieferungen. Die Schnittstelle Bank zu Bank funktioniert regelmäßig reibungsloser und vor allem schneller. Wenn eine Bank bei einer Bank einen Kreditantrag stellt (nichts anderes ist im Grunde die Anfrage, sich bei einem Kredit als Konsorte zu beteiligen), dann gibt es im Normalfall keine nennenswerten zeitraubenden Rückfragen mehr.

Eine Anfrage im Syndizierungsgeschäft findet auf der Basis eines Informationsmemorandums mit Anlagen statt. Die Anforderung an die Mitarbeiter am Syndication-Desk ist es, das Info-Memo qualitativ so aufzubauen, dass die angesprochene Konsortialbank in kürzester Zeit indikativ

zu- oder absagen kann. Bei einem positiven Votum sollte der Analyst der eingeladenen Bank eigentlich aus dem Info-Memo direkt seine Kreditentscheidungs-Vorlage abschreiben können. Und obwohl dabei alle Analysen von jeder Bank in einem Konsortium aufsichtsrechtlich eigenständig vorgenommen werden müssen, wird gegenüber der Schnittstelle Kunde – Bank mehr als die Hälfte der Prozesszeit eingespart. Daher streben wir an, Kreditanfragen ähnlich aufzubauen wie ein Info-Memo von Bank zu Bank.

Eine der häufigsten Ursachen für Reibungsverluste zwischen dem Kreditnehmer und der Bank ist, dass in der Kreditanfrage nur einseitig die Chancen und nicht auch objektiv die Risiken einer Investition dargestellt werden.

Anstatt einer sachgerechten neutralen Faktendarstellung finden wir oft folgendes Bild: Das Investitions-Projekt wird der Bank nur in den schillerndsten Farben geschildert. Das Risikomanagement der Bank fordert dadurch erst recht seine Analysten auf, mit der Lupe nach Schwachstellen zu suchen.

Zu einem Zeitpunkt, an dem der Anfragende bereits mit einer grundsätzlichen Zusage rechnet, meldet sich dann der Kundenbetreuer der Bank mit den ersten Rückfragen der Analyseabteilung („Wie wir herausgefunden haben, verzögert sich der Bau des S-Bahn-Anschlusses in das Neubaugebiet doch noch um drei Jahre ...“). Oft entsteht nun eine Art Ping-Pong-Spiel. Dieses mündet nicht selten in Beschwerden wie: „Jetzt prüft die Bank den Fall schon sechs Wochen ...“

Um sinnvolle Lösungsvorschläge zu finden, werfen wir zunächst einmal einen Blick in die regulatorische Welt der Banken und betrachten die „MaRisk“, in dieser Form erlassen im Jahr 2005. MaRisk steht für Mindestanforderungen an das Risikomanagement einer Bank. Eine entscheidende Regelung der MaRisk ist die den Banken auferlegte Funktionstrennung in „Markt“ und

„Marktfolge“ – bis hin zum Bankvorstand. Die Idee dieses von der Bankenaufsicht vorgeschriebenen Organisationsmodells ist es, den kundenorientierten Marktbereichen in der Bank dem eher risikoorientierten Marktfolgebereich gegenüberzustellen. Aus diesen unterschiedlichen Aufgabenschwerpunkten entsteht ein gewisser bankinterner Konflikt. Dieser vom System durchaus „gewollte Konflikt“ führt im Ergebnis für die Kreditentscheidungsorgane zu einer ausgewogeneren Gegenüberstellung von Chancen und Risiken einer Finanzierung.

Jede Kreditentscheidung benötigt demnach zwei positive Voten: eines vom Markt und eines von der Marktfolge. Besonders sensible Bereiche wie beispielsweise Valuation sind im Bereich Marktfolge anzusiedeln. Man erkennt damit gut die aufsichtsrechtliche Motivation der Funktionstrennung. Der Kundenbetreuer der Bank, der möglicherweise bereits jahrelang ein gutes Verhältnis zum Kunden unterhält, und der einen Gehaltsbonus für Kredit-Neugeschäfte erhält, soll nicht derjenige sein, der bspw. auch die Beleihungswerte ermittelt.

Bei der aufbauorganisatorischen Umsetzung gibt es in Deutschland durchaus Unterschiede bei den Immobilienbanken. Bei einigen Banken liegt der Schwerpunkt des Kreditprozesses im Bereich Markt. Dort finden die erste Analyse mit der Dokumentation der Ergebnisse und auch die Erstellung der Kreditentscheidungsvorlage statt. Der Bereich Marktfolge überprüft und kontrolliert diese Analyseergebnisse zur Erstellung des Zweitvotums.

Bei anderen Banken übernimmt der Bereich Markt nur eine Art Voranalyse. Die detaillierten Due-Diligence-Analysen und die Erstellung der Kreditentscheidungsvorlage findet anschließend im Bereich Marktfolge statt.

Wer als Kreditnehmer dieses System verstanden hat, stellt sich weniger die Frage, mit welcher

Hierarchiestufe der Bank er verhandelt, sondern vielmehr, ob er nicht mit all seiner Überzeugungskraft sein Projekt einem Banker aus dem Bereich Markt präsentiert, obwohl dieser anschließend gar nicht die wesentlichen Analysen und Bewertungen vornehmen wird.

Eine erfolgreiche Kreditverhandlung zu führen, bedeutet daher nicht mehr, nur seinen Gesprächspartner zu überzeugen, sondern vielmehr, seinen Gesprächspartner so zu briefen, dass dieser in die Lage versetzt wird, bei den folgenden internen Prozessen in der Bank optimal eine Rolle als „Anwalt“ des Kunden zu übernehmen.

Wer seinem Kundenbetreuer der Bank einen Stapel Objektunterlagen übergibt und dabei lang und breit die Vorteile und Chancen der Investition darlegt, sodass der Banker kaum mit der Anfertigung von Notizen nachkommt, sollte sich auf einen eher langwierigen Kreditprozess einstellen. Und er sollte sich vor Augen halten, dass er bei den darauf folgenden internen Diskussionen in der Bank nicht mehr selbst dabei sein wird, um kritischen Betrachtungen passende Argumente entgegenstellen zu können.

Lassen Sie Ihren Kundenbetreuer nicht lediglich Notizen schreiben, sondern geben Sie ihm eigene Darstellungen. Überlegen Sie sich, über welche Risiken sich ein Analyst in der Marktfolge vielleicht Gedanken machen wird, und stellen Sie dar, wie Sie als Unternehmer selbst beabsichtigen, diese Risiken zu vermindern oder ihnen zu begegnen.

Die MaRisk verbieten im Übrigen nicht den Kontakt zwischen Kreditnehmern und Marktfolge der Bank. Bitten Sie Ihre Bank bei Vorbereitung einer Präsentation des Investitionsvorhabens darum, dass dabei möglichst auch der Analyst dabei ist, der verantwortlich für den Entwurf des Zweitvotums ist. Dies macht für beide Seiten Sinn. Der Analyst kann auf diese Weise direkt aus seiner

Sicht kritische Punkte ansprechen und mit Ihnen diskutieren. Es muss dabei nicht einmal immer um die Kreditentscheidung an sich gehen. Unklare Aspekte können auch bei einer insgesamt positiven Kreditentscheidung in das Rating einfließen und beispielsweise den Zinssatz negativ beeinflussen oder zu zusätzlichen Auflagen führen.

Ein persönlicher Kontakt zum Vorstand einer Bank war gestern und ist nur gut für das Ego. Ein guter und möglichst direkter, sachbezogener Kontakt zu demjenigen, der als Analyst für das Rating Ihrer Finanzierung verantwortlich ist, – das bringt heute den Erfolg.

Die Finanzierung bspw. eines Shopping-Centers oder eines Hotels beginnt zweckmäßigerweise mit einer Bankenpräsentation des Centermanagers/Hoteldirektors verbunden mit einer Objektbesichtigung. Professionelle Kreditnehmer laden dazu ausdrücklich auch die Vertreter der Marktfolge-Einheit der Bank ein. Gerade bei solchen Investitionsvorhaben wird deutlich, wie viel auf der Strecke bleiben kann, wenn die Eindrücke aus einer solchen Veranstaltung nur mündlich und mit Fotos unterlegt vom Kundenbetreuer der Bank an den Analysten aus der Marktfolge weitergegeben werden.

Weiterhin ist zu beachten: Die MaRisk sehen vor, dass im Rahmen einer Analyse von der Bank Down-Side-Case-Szenarien, also Stresstests, durchzuführen sind. Erfahrene Real-Estate-Unternehmer sollten sich nicht erst von ihrer Bank im Folgeprozess einer Kreditanfrage erklären lassen, wo die Risiken der Investition liegen. Liefern Sie der Bank nicht nur den Business-Case, sondern auch ein von Ihnen mit Ihrer eigenen Sachkunde erstelltes Down-Side-Case-Szenario. Der Analyst in einer Bank sollte das nicht besser können.

Nehmen wir als Beispiel eine Hotelfinanzierung als eine der schwierigeren Immobilienfinanzierungen. Im Ihrem Businessplan steht im ersten Jahr eine Belegungsquote von 65 %. Was wird der Analyst nun vermutlich machen? Er wird in einem Down-Side-Case mit vielleicht 55 % rechnen und schauen, was die Excel-Tabelle am Ende als Net Operating Profit bzw. als Kapitaldienstdeckungsgrad für die Finanzierung ausgibt. Wenn das Ergebnis kritisch wird, wird sich der Kundenbetreuer wieder bei Ihnen melden – sicherlich noch nicht mit der Kreditusage.

Stellen Sie daher am besten selbst solche Berechnungen an. Sie wissen besser als der Analyst, welche Kostenpositionen Sie ggf. im Gegenzug bei einer geringeren Belegung herunterfahren können. Und falls sich im Cashflow negative Positionen ergeben sollten, werden Sie davon nicht überrascht sein. Im Idealfall haben Sie sogar eine eigene Lösung vorbereitet. Wenn sich bei einer Finanzierung über beispielsweise EUR 25 Mio. temporäre Unterdeckungen von vielleicht TEUR 350 ergeben, bieten Sie den Betrag als temporäres Deposit an. Über ein Covenant im Kreditvertrag unterbreiten Sie möglichst einen eigenen Vorschlag, bei Erreichen welcher Kennzahlen bereits im Vertrag die Freigabe zugesagt wird. Die Bank macht in solchen Fällen sowieso Covenant-Vorschläge. Gestalten Sie aktiv und präventiv mit. Der Bank wird das nicht lästig sein. Niemand mag dieses „Ping-Pong-Spiel“, in welchem seitens des Kreditnehmers immer nur reagiert, nicht aber aktiv agiert wird.

Und hadern Sie nicht damit, wenn bei einer Bank mal nicht alles so rund läuft, wie es sollte. Eventuelle ablauforganisatorische Besonderheiten bei der Bank werden Sie nicht ändern können. Sie sollten sich nur auf das konzentrieren, was Sie selbst im Rahmen des Kreditprozesses optimieren können.

Zeitverlust entsteht naturgemäß, wenn seitens der Bank Unterlagen nachgefordert werden müssen. Bei jeder Unterlage sollte man zudem prüfen, ob sie für einen Analysten plausibel ist. Zu regionalen Marktdaten wird ein Analyst Recherchen durchführen müssen. Haben Sie selbst solche Recherchen durchgeführt? Kann Sie ein Ergebnis des Bankanalysten überraschen? Haben Sie eigene Recherchen dokumentiert und können Sie diese somit dem Analysten zur Verfügung stellen? Er wird Ihnen dankbar dafür sein. Es ist für den Analysten immer leichter, zu kontrollieren und zu verifizieren, als selbst zu recherchieren (siehe auch Unterlagen-Checkliste auf Seite 12)

## Kreditrisiko-Strategie einer Bank

Banken müssen nach den MaRisk eine Geschäftsstrategie verfolgen und eine dazu konsistente Risikostrategie formulieren. Diese Risikostrategie ist regelmäßig zu überarbeiten und der Bankenaufsicht in schriftlicher Form zur Beurteilung zu übergeben. Finanzierungen mit wesentlichen Abweichungen von der Risikostrategie sind vom Risikomanagement der Bank im turnusmäßigen Risikobericht der Bank aufzuführen. So etwas ist keine Lappalie.

Immobilienbanken treffen in ihrer Risikostrategie und in detaillierten Ausführungsbestimmungen für die Mitarbeiter konkret umsetzbare Aussagen zu den Regionen, in welchen die Bank tätig sein will, bis hin zur Definition von Städten (z. B. München ja/Ulm nein), maximalen Finanzierungshöhen in LTV (Loan to Value-Ratio) und Mindest-Kapitaldienstdeckungsgraden (DSCR/Debt Service Cover Ratio). Es kann also beispielsweise heißen: Wohnungsportfolios bis 75 LTV/ Büroobjekte in definierten Städten bis 75 LTV, Büroobjekte in anderen (kleineren) Städten

70 LTV. Außerdem werden Standards zur Risikomitigation bspw. durch spezielle Covenants in den Kreditverträgen vorgegeben.

Eine Risikostrategie enthält zudem Aussagen zu den Immobilien-Nutzungsarten, in welchen die Bank kein Exposure aufbauen möchte. Nicht ungewöhnlich sind bei deutschen Immobilienbanken Aussagen wie „keine Resort-Hotels“ und/oder „keine Hotels kleiner 90 Zimmer“.

Verhandeln Sie nicht mit einem Kundenbetreuer über eine Finanzierung, mit welcher er gegen seine Risikostrategie verstößt. Es ist meist verlorene Zeit. Suchen Sie für diesen Fall eine Bank mit einer anderen Strategie.

Es macht durchaus Sinn, sich mit den Banken, mit denen man zusammenarbeiten möchte, regelmäßig über die Risikostrategie zu unterhalten. Dies erspart unnötigen Aufwand im Einzelfall. Unter Umständen mag das sogar dazu führen, dass Sie den Ankauf oder die Entwicklung eines interessanten Objektes gar nicht erst in Erwägung ziehen, weil Sie bereits wissen, dass keine Ihrer Banken die Region und/oder die Nutzungsart mit Krediten begleitet. Zum Leidwesen der Kunden entwickeln sich die Immobilienbanken strategisch immer mehr weg von Kundenhausbanken zu optimierten Kreditportfolio-Banken.

## Kreditanfrage

Wenn wir für unsere Mandanten Kreditanfragen anfertigen, orientieren wir uns, wie zuvor bereits erwähnt, an dem Standard eines Informationsmemorandums im Konsortialgeschäft der Banken untereinander.

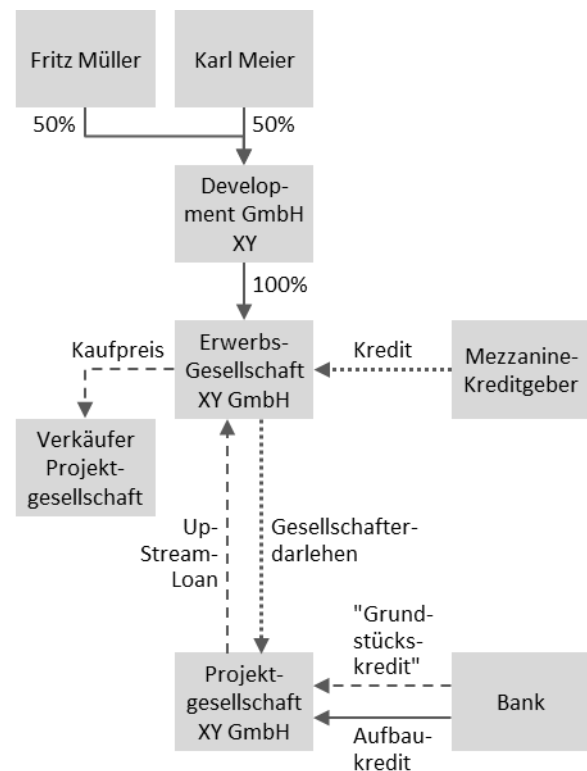
Wir legen Wert auf eine ansprechende Optik und starten mit einem Deckblatt, welches im Titel den Kreditwunsch und den maximalen Kreditbetrag enthält.

Kreditanfrage für eine  
Senior-Finanzierung  
über EUR 43.500.000  
Projekt XY in >Stadt<

Dem lassen wir Fotos/Abbildungen oder planerische Darstellungen folgen.

In einer Art Präambel stellen wir zunächst das Unternehmen und die Grundstruktur des Projektes oder des Objekterwerbs vor, anschließend die Beschreibung des Makro- und Mikrostandortes.

Sofern der Kreditnehmer eine Objektgesellschaft werden soll, fügen wir ein Organigramm in den Text ein. Aus Gründen der visuellen Erfassbarkeit beachten Sie dabei bitte, dass stets eine senkrechte Darstellung vom letzten wirtschaftlich Berechtigten – natürliche Person/ Personen – in der Kette bis zur Kreditnehmergesellschaft bevorzugt werden sollte. Bei etwas komplexeren Strukturen kann man an dieser Stelle auch bereits den geplanten „Flow of Funds“ mit aufnehmen.



Solche Darstellungen erleichtern einem Finanzierungspartner ganz wesentlich die Arbeit, grundsätzliche Zusammenhänge sofort aufzunehmen; er muss sich nicht erst durch textliche „Entschlüsselungen“ diese selbst erarbeiten. Allein die vorangegangene Darstellung offenbart einem Finanzierer zusätzliche Erfordernisse und notwendige Verträge, die weit über die eher banale Frage: „Wie hoch würden Sie mein Projekt finanzieren?“ hinausgehen.

Während es bei Bestandsobjekten in der weiteren Darstellung im Wesentlichen um die Objektbeschreibung und die Mietverträge geht, erfordert eine Projektfinanzierung insbesondere die Darstellung der baurechtlichen Situation, den Zeitplan und vor allem die geplanten Errichtungskosten in einer Gegenüberstellung zu den geplanten Exit-Erlösen.

Der Finanzierungsanfrage für eine Projektfinanzierung sollte als wichtigste Anlage eine detaillierte Kalkulation nach DIN 276 beigelegt werden. Kreditanalysten freuen sich besonders, wenn sie nicht im PDF- sondern im Excel-Format übergeben wird. Wenn beispielsweise im Rahmen der Kreditanalyse der Gutachter der Bank dem Analysten vorsichtiger Ansätze bspw. für die Baukosten liefert, muss er im Rahmen der Erstellung seines „Banking-Case“ nicht neue eigene Excel-Sheets anlegen.

Im Text der Anfrage selbst sollte man zusammengefasst die geplante Wirtschaftlichkeit eines Projektes auf maximal einer A4-Seite die Erstellungskosten in den Hundertergruppen der DIN 276 und mit jeweiliger Angabe, wie viel jede Position bezogen auf einen qm-BGF ausmacht, auf den Punkt bringen (jeweils als absoluter Netto-Betrag (nicht optierbare Vorsteuer ggf. separat ausweisen)).

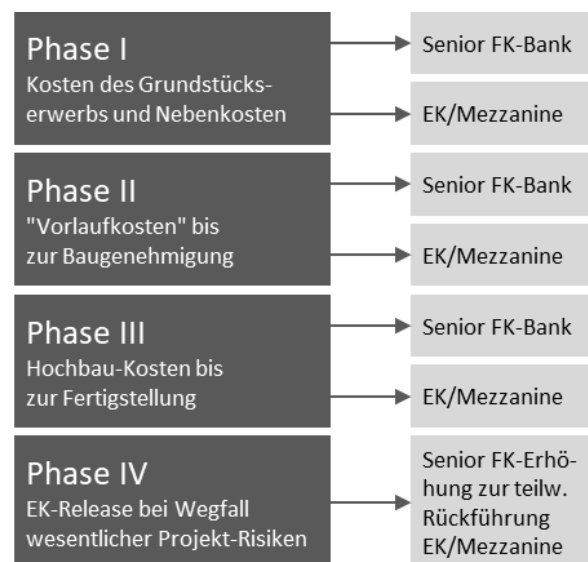
In die Finanzierungskosten der Kostengruppe 900 kann man die Bauzeitinsen für die erststellig finanzierende Bank mit aufnehmen. Die Bauzeitinsen werden zwangsläufig auch Bestandteil der Kreditfinanzierung, selbst wenn die Bank diese aus Eigenkapital bezahlt wissen möchte. Das ergibt sich aus den beiden Umständen, dass die Bank einerseits im Rahmen der von ihr zu prüfenden Sicherstellung der Gesamtfinanzierung die Bauzeitinsen mit einrechnen muss (diese schmälern ja leider auch den betraglichen und prozentualen Developer-Gewinn), und dass sie andererseits fast ausnahmslos spätestens bei Beginn der Hochbau-Phase Eigenkapitaleinsatz komplett vorab fordert.

Nehmen wir an, die Gesamtkosten ohne Finanzierungskosten eines Projektes betragen EUR 95 Mio. und die Bank wäre bereit, davon EUR 75 Mio. zu finanzieren. Unterstellen wir Finanzierungskosten von EUR 5 Mio., so besteht die Gesamtfinanzierung aus EUR 75 Mio. Kredit

und EUR 25 Mio. Eigenkapital. Für die ersten Kosten der Hochbau-Phase verlangt die Bank Eigenkapitaleinsatz vorab. Das bedeutet, dass für die ersten Errichtungskosten die vollen EUR 25 Mio. einzusetzen sind, bevor die Bank ihre Hochbau-Finanzierungstranche öffnet. Das bedeutet zwangsläufig, dass sie dann die regelmäßig fälligen Bauzeitinsen komplett aus ihrem eigenen Kredit bezahlen muss. Gleiches gilt auch für die sog. Upfront-Fee der Bank.

Der Einfachheit halber wurde in diesem Beispiel die Grundstücksankaufphase außer Acht gelassen. In dieser Phase verlangt normalerweise keine Bank den Einsatz des kompletten Eigenkapitals auch schon für die Hochbauphase.

Im Rahmen unserer Kreditprozess-Begleitung nehmen wir für unsere Mandanten in Finanzierungsanfragen auch eine detaillierte Aufstellung bezogen auf die Projektphasen auf. Denn nicht nur die absolute Kreditsumme ist wichtig, sondern auch, in welchen Schritten und zu welchen Bedingungen der Finanzierer sie in den einzelnen Schritten zur Verfügung stellt.



In den einzelnen Phasen ist bei Immobilienfinanzierern in Deutschland mit phasenbezogenen

Auflagen zu rechnen, die sich nicht sehr unterscheiden. In der Phase I liegt das LTC-Ratio (Loan To Cost) eher unter 75 %. Nach Baugenehmigung und einer gewissen Kostensicherheit für die Hochbau-Phase kann die LTC-Ratio auch bis 85 % ansteigen. Letztendlich kann sich dies allerdings auch je nach Projektqualität und Standort abweichend darstellen. Kleinere und mittlere Sparkassen/ Volksbanken begleiten auch schon einmal die Phase I bis zu 100 %, erwarten dann allerdings, dass die Phase II nur aus Eigenkapital dargestellt wird.

Einer der wichtigsten Verhandlungspunkte sind die Auflagen der Bank für den Einstieg in die Phase III / Hochbauphase.

Neben der Baugenehmigung ist zum Einstieg in die Hochbauphase eine Vorvermarktung zentrales Thema. Und da man nach der Baugenehmigung auch zügig mit dem Bau beginnen möchte, muss diese Vorvermarktung naturgemäß bereits mit bzw. vor der Baugenehmigung dargelegt werden können. Bei Verkauf von Eigentumswohnungen und der Vermietung von Büroflächen liegt eine Vorvermarktungsaufgabe je nach Standort bei um die 30 % der Flächen – und zwar zu den im Finanzierungsantrag bei der Exit-Kalkulation angesetzten qm-Preisen. Wichtige Position für die Phase II sind daher auch die Kosten der Vorvermarktung (z.B. Marketing/Vertrieb).

Einige Banken lassen die auf der Seite zuvor dargestellte Phase IV zu. Die Gesamtfinanzierung muss selbstverständlich mit Phase III gesichert sein. Unter gewissen Umständen sind solche Banken zusätzlich bereit, den Kredit während der Projektzeit zu erhöhen, was dann zu einer entsprechenden Freisetzung von zuvor eingesetztem Eigenkapital führt. Bei Finanzierungen mit Mezzanine kann der Betrag zur Verringerung der Finanzierungskosten zur teilweisen Ablösung der Mezzanine verwendet werden. Einzelne Banken schreiben das auch vor. Möglich ist grundsätzlich

auch eine Verhandlung, die bspw. eine Rückführung von 2/3 der Mezzanine und eine Ausschüttung von 1/3 an den Kreditnehmer zur freien Verwendung vorsieht.

Standard-Auflagen für eine Phase IV sind:

- Verkauf des Objektes während der Bauzeit an einen bonitätsmäßig akzeptablen Käufer (ggf. Finanzierungsnachweis),
- Fertigstellung mind. Rohbau sowie
- Kostensicherheit für die Restfertigstellung von 90 %.

Wir müssen allerdings noch einmal auf die Kalkulation der Finanzierungskosten innerhalb der Wirtschaftlichkeitsberechnung in der Finanzierungsanfrage zurückkommen. So selbstverständlich wie zuvor beschrieben die Aufnahme der Kreditzinsen für die Senior-Bank in die Developmentkalkulation ist, so selbstverständlich gehören andererseits Mezzanine-Zinsen dort nicht hinein. Aus Sicht einer finanzierenden Bank sind Zinsen für eigenkapitalersetzende Mittel eine Form der Gewinnbeteiligung am Projekterfolg. Und solche Beträge dürfen während der Projektrealisierung nicht entnommen werden. Außerdem schmälern sie die Developer-Marge in der optischen Darstellung.

Banken sehen als Developer-Marge gerne insbesondere als Risikopolster eine Zahl oberhalb von 20 %. Unter 15 % sinkt die Finanzierungsbereitschaft generell. Wenn eine Bank also sowieso schon eine Zahlung während der Projektzeit nicht zulässt, dann wäre es eine unnötige Verschlechterung der ausgewiesenen Developer-Marge, wenn man diese Zinsbeträge in die Development-Rechnung mit einbeziehen würde. Insofern ist es auch durchaus üblich, dass Mezzanine-Zinsen endfällig bis zum Exit gestellt werden.

Für unsere Mandanten machen wir das bei Mezzanine-Anfragen zur gewünschten Bedingung. Sollte der Mezzanine-Geber allerdings aufgrund

seiner eigenen Refinanzierung eine laufende Verzinsung (z. B. viertel- oder halbjährlich) benötigen, muss man andere Wege finden.

Eine Möglichkeit ist es, die kalkulierten Zinsen dann auf das Mezzanine-Kapital aufzuschlagen und daraus dann laufend zu zahlen. Einige Mezzanine-Geber stellen das Kapital in der rechtlichen Form einer Anleihe zur Verfügung. Nehmen wir an, das Mezzanine-Kapital beträgt EUR 10 Mio., der Zinssatz 15 % und die Laufzeit ist auf zwei Jahre berechnet, so würde eine Anleihe über EUR 13 Mio. emittiert; diese ist endfällig zu zahlen. Die Zinsen könnten dann aus dem Anleiheerlös selbst gezahlt werden.

In solchen Fällen verhandeln wir auch mit den Senior-Banken eine nachrangige Absicherung der Anleihe durch eine Grundschuld. Notwendig wird hier ein Intercreditor-Agreement, durch welches u. a. sichergestellt sein muss, dass die Anleihe aus Exit-Erlösen des Projektes erst zurückgeführt werden darf, wenn die Senior-Bank vollständig abgelöst wurde. In einem solchen Fall ist es u. E. auch ein eklatanter Fehler des Risiko-Managements der Bank, wenn sie solche nachrangig abgesicherten Mittel bei der Ermittlung ihres Ratings negativ einbezieht (anders als bei einer langfristigen Bestandsfinanzierung, wo nachrangige, laufend zu bedienende Finanzierungsteile die Ausfallwahrscheinlichkeit im Sinne der Rechenmethoden des Basler Regelwerks tatsächlich erhöhen). Mehr dazu im Abschnitt „Besonderheiten bei der Finanzierung von Projektentwicklungen“.

Eigene „Regiekosten“ für den laufenden Betrieb der Projektentwicklungsgesellschaft können durchaus in die Developmentkalkulation aufgenommen werden. Im Rahmen der Mittelverwendungskontrolle lassen sich die Banken natürlich bei Zahlungen nach Baufortschritt entsprechende Belege vorlegen. Bei den Regiekosten verfährt man hingegen meist so, dass ab Beginn

der Phase III / Bauerrichtung der kalkulierte Betrag für die eigenen internen Regiekosten in fest vereinbarten Monatsraten ausgezahlt wird.

Bei Projektentwicklungen sollte man außerdem bereits in der Finanzierungsanfrage darlegen, auf welche Weise man die Errichtung umsetzen möchte: GU/GÜ/Paketvergabe/Einzelvergabe. Bei Paketvergaben oder gar Einzelvergabe gerät natürlich der Track-Record des Projektentwicklers zunehmend in den Mittelpunkt der Banken-Risikoanalyse.

Ein Hinweis zu komplexeren Projekten oder gar Quartiers-Entwicklungen mit unterschiedlicher Vermarktung: Errichten Sie bspw. ein Projekt mit sowohl Miet- als auch Eigentumswohnungen, so raten wir davon ab, dies in einem einzigen Kreditvertrag abzubilden. Solche Projektteile erfordern eine unterschiedliche Kreditabwicklung und auch unterschiedliche Auflagen durch die finanzierende Bank. Auch wenn beide Projektteile durch die gleiche Bank finanziert werden, sollte man zwei Kreditverträge (die sich durchaus gegenseitig bedingen können) abschließen und auch die Developmentkalkulation entsprechend aufteilen. Gemeinsame Kosten lassen sich auf die Projektteile sachgerecht verteilen. Alles wird dadurch auch für die Bank transparenter und prüfbarer. Es macht auch wenig Sinn, in einer gemeinsamen Kalkulation Baukosten für geförderten Wohnraum mit qualitativ höherwertigen Eigentumswohnungen zu vermengen. Spätestens in der Valutierungsphase wird das undurchschaubar.

Auf der folgenden Seite finden sie eine Checkliste für die möglichen Unterlagen, die man einer Finanzierungsanfrage beifügen kann/sollte – diese sind jeweils im Einzelfall anzupassen.

### Kreditnehmer / Sponsor

- Organigramm Firmengruppe / Gesellschafter
- Handelsregister
- Vollmachten / Verfügungsberechtigungen
- Gesellschaftsvertrag / Satzung
- Ergebnisabführungsvertrag
- Bonitätsunterlagen § 18 KWG
  - Jahresabschlüsse / WP-Berichte
  - Betriebswirtschaftliche Auswertungen
  - Planzahlen / Budget
  - Steuerbescheide
  - Vermögensaufstellung
- Historie / Track-Record
- Darstellung der internen Projektorganisation

### Bestandsobjekt

- Beschreibung des Beleihungsobjektes / der zu finanzierenden Transaktion
- Fotos
- Baujahr
- Flächen- / Kubaturberechnung
- Baupläne
- Flurkarte / Lageplan
- Kataster
- Baugenehmigung
- Wertermittlung (wenn vorhanden)
- Grundbuchauszug ggf. Erläuterung Vorlasten ((Abt. II / III))
- Bodengutachten / Altlasten
- Kaufvertrag(-sentwurf)
- Investitions- und Finanzierungsplan
- Eigenkapital-Nachweis
- Miet- / Pachtaufstellung (Mieter / Fläche / Restlaufzeit)
- Ggf. Infos Mieterbonität
- Nachweis Versicherungen
- Cashflow-Modelling

### Zu errichtendes Objekt

- Beschreibung des Bauprojektes
- Informationen zur baurechtlichen Situation
- Flächen- / Kubaturberechnung
- Baupläne
- Flurkarte / Lageplan
- Kataster
- Wertermittlung (wenn vorhanden)
- Grundbuchauszug
- Bodengutachten / Altlasten
- Vorhandene / geplante Vermietung
- Belegende Marktanalysen
- Kostenaufstellung nach DIN 276
- Darstellung der Gesamtfinanzierung
- Zahlungsplan
- Organigramm Projektorganisation
- Eigenkapital-Nachweis
- Management-Immobilien: Business-Plan in 3 Cashflow-Modelling-Szenarien
- Nachweis Versicherungen

### Finanzierungswunsch

- Kredithöhe (bei Developments in Phasen)
  - Phase I Grundstücksankauf
  - Phase II Vorlaufkosten bis Hochbau
  - Phase III Hochbau bis Fertigstellung
- Laufzeit
- Zinsfestschreibungszeit
- Festzins oder Swap
- Angabe Referenzzins
- Tilgung

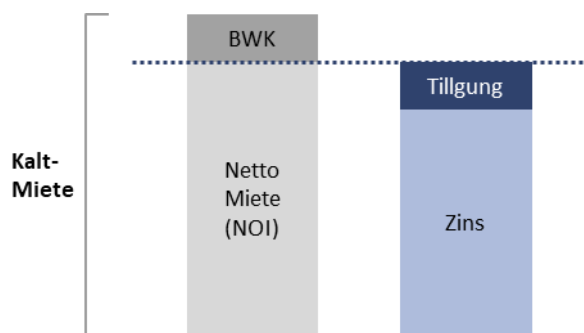
### Sicherheiten

- Grundpfandrecht
- Abtretung Rechte aus Versicherungen
- Mietabtretung
- Eigene Covenant-Vorschläge
- ggf. Abtretung der Rechte aus den Bau-Errichtungsverträgen
- Verpfändung/bedingter Verkauf von Gesellschaftsanteilen

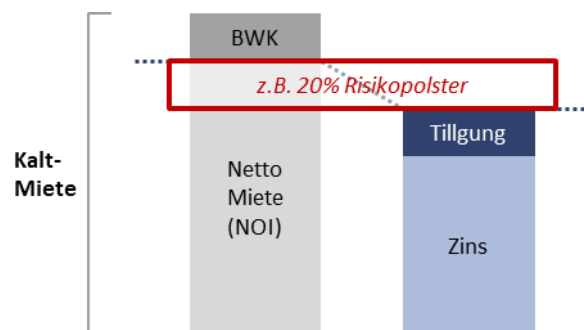
Sinnvoll ist eine ausführliche Darstellung der Geschäftsstrategie bezüglich der Investition. (z.B. erwartete Wertsteigerungen am Objekt / Neuvermietung / Exit / ....

## Rating

Basis des Ratings bei Bestands-Immobilien ist der nachhaltige Netto-Cashflow, der zur Deckung der Finanzierungskosten/ Tilgung zur Verfügung steht. Diesen Deckungsgrad nennen wir Debt Service Coverage Ratio (DSCR). Deckt das Net Operating Income wie unten zu 100 % Zins und Tilgung, ist der DSCR 1,0.



Je größer der DSCR ist, desto unwahrscheinlicher ist es, dass sich aus der Objektfinanzierung eine Zahlungsunfähigkeit ergibt. Unten sehen Sie die Darstellung eines Beispiels mit einem DSCR von 1,2. Der NOI deckt den Kapitaldienst zu 120 %. Selbstredend lässt sich festhalten, dass ein Rating tendenziell umso besser wird, je höher der DSCR ist.



Liefern Sie der Bank daher alle Informationen, die den Cashflow und seine Nachhaltigkeit stützen. Die Bewirtschaftungskosten werden bei den meisten Banken aus dem Wertgutachten übernommen. Spätestens bei der Objektbesichtigung haben Sie Kontakt zu dem Gutachter. Diskutieren

Sie mit ihm auch die Bewirtschaftungskosten. Allerdings werden beim DSCR auch rein kalkulatorische Kosten wie Mietausfallwagnis und Instandhaltungsrücklage, die nicht sofort liquiditätswirksam sind, einbezogen. Aber auch hier kann man über die Höhe diskutieren. Gehen Sie zur Sicherheit davon aus, dass Kosten, die man nicht diskutiert und hinterfragt, von einem künftigen Gläubiger und seinem Gutachter tendenziell eher zu vorsichtig angesetzt werden.

Ratings für Development-Finanzierungen stellen weniger auf den Cashflow der fertig gestellten Immobilie ab. Wichtiger sind hingegen Kosten-Sicherheit, Track- Record des Entwicklers, Risikopolster zwischen Gesamt-Herstellungskosten und realistischem Exit und Vorvermarktungserfolge.

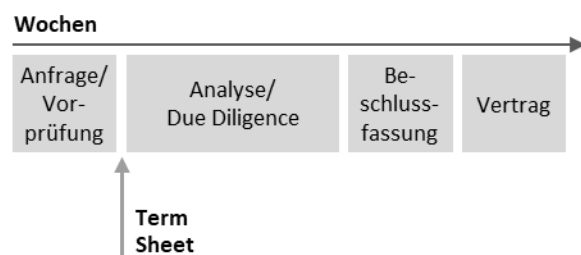
## Termsheet-Verhandlungsphase

Sofern alle zuvor beschriebenen regulatorischen Hürden genommen sind, kann man sich auf die nun folgende Termsheet-Phase einstellen. Seit etwa zwei Jahrzehnten arbeiten auch deutsche Immobilienfinanzierer in der Startphase einer Finanzierung mit einem sogenannten Termsheet. Hier werden mehr oder weniger stichwortartig, ohne den eher juristisch orientierten „Ballast“ einer endgültigen Kreditdokumentation, die Ergebnisse und Bedingungen der Vorverhandlung dokumentiert.

Die Arbeit mit einem Termsheet in einer frühen Phase des Kreditprozesses erspart sowohl dem Kreditnehmer als auch der Bank erheblichen Aufwand und unangenehme Situationen. Wenn man ohne Termsheet nur mündlich miteinander verhandelt, ist es durchaus nicht ungewöhnlich, dass man erst am Ende des zeitaufwendigen und kostenintensiven Kreditprozesses bei Vorliegen des

endgültigen Kreditvertrages feststellt, dass eine Seite oder gar beide Seiten von unterschiedlichen Bedingungen ausgegangen sind.

Das führt entweder dazu, dass der Vertrag nicht zustande kommt und Bank und Kunde wochenlang vergeblich gearbeitet haben, oder aber, dass der Kreditnehmer unter Zeitdruck einen Vertrag akzeptieren muss, den er so nicht gewollt hat. Entscheidend ist also die Vereinbarung eines Termsheets zu einem möglichst frühen Zeitpunkt im Kreditprozess. In dieser frühen Phase stellt es daher kein Problem dar, im Termsheet auch mit gewissen Arbeitshypothesen zu arbeiten.



Wenn man in Bezug auf die Immobilie allerdings mit zu hoch gesteckten Arbeitshypothesen arbeitet, sind spätere Konflikte vorprogrammiert. So findet bspw. die zwingend vorzunehmende Wertermittlung (Verkehrswert/ Beleihungswert) erst in einer späteren Phase statt. Es liegt nicht im Interesse beider Verhandlungspartner, wenn eventuelle negative oder wertmindernde Aspekte erst später erkannt werden. Für einen reibungslosen Kreditprozess ist es förderlich, wenn die anfänglich im Termsheet indikativ angesetzten Werte später eher leicht übertroffen als unterschritten werden.

Das Termsheet ist grundsätzlich für beide Seiten unverbindlich, was den Abschluss des endgültigen Kreditvertrages angeht. Insbesondere stellt es für die Bank kein Präjudiz für die endgültige Kreditgewährung dar. Alle wesentlichen Bedingungen werden jedoch festgehalten, damit sie vor dem kostenintensiven Due-Diligence-Prozess gegebenenfalls verhandelt werden können.

Das Termsheet kann allerdings verbindliche Regelungen für die Verteilung von entstandenen Kosten enthalten, sofern der endgültige Kreditvertrag nicht zustande kommt. Unterstellt, dass im Termsheet alle wesentlichen Punkte angesprochen wurden, kann es beim Abschluss des endgültigen Kreditvertrages in der Regel nur noch um juristische Feinheiten gehen. Bei großen Transaktionen wie der Übernahme von Portfolios oder gar Immobilienunternehmen ist es nicht ungewöhnlich, dass über das Termsheet zwei bis drei Wochen verhandelt wird, der Abschluss des von erfahrenen Anwälten auf der Basis des Termsheets aufgesetzten Kreditvertrages hingegen nur wenige Tage in Anspruch nimmt.

Die wichtige Frage, was mit einer Bank verhandelbar ist und was eher nicht, stellt sich also früh bei der Termsheet-Verhandlung. Standard ist, dass auf Basis einer Kreditanfrage ein Termsheet-Vorschlag seitens der Bank erfolgt. Natürlich hat die Bank dafür vorgefertigte Textbausteine und auch konkrete inhaltliche Vorstellungen. Es ist aber durchaus denkbar – und das ist aus unserer Sicht absolut professionell – dass der Kreditnehmer bereits seiner Anfrage einen eigenen Termsheet-Vorschlag beifügt. Besser geht es für beide Seiten nicht, zügig in eine Verhandlung einzusteigen. Selbst wenn die Bank mit einzelnen Wünschen/Bedingungen nicht einverstanden ist, erspart sie sich sehr viel Zeit, erst einmal herauszufinden, was der Kreditnehmer überhaupt konkret möchte. Eventuelle Änderungswünsche wird sie schon vortragen.

Lassen Sie getrost die Bank anschließend die Bedingungen in den eigenen textlichen Rahmen ihres Termsheet-Musters einbinden. Auf die Bedingungen im Inhalt kommt es an, nicht auf den „Rahmen“. Der Rahmen beschreibt üblicherweise, dass es im Termsheet um eine Zusammenfassung des Verhandlungsergebnisses geht und die Bank aufgefordert wird, auf dieser Grundlage

einen Kreditbeschluss für die Finanzierung herbeizuführen. Die endgültige Kreditgewährung und -abnahme bleibt hingegen vorbehalten.

Es entsteht jedoch eine gewisse moralische Bindung. Banken und auch Kreditnehmer, die regelmäßig am Markt agieren, müssen sich an ihrer Termsheet-Treue messen lassen. Das Standing einer Bank wird leiden, wenn regelmäßig Termsheets ausgereicht werden, die verbindlichen Beschlüsse dann aber doch ausbleiben oder ganz anders aussehen. Aus diesem Grunde haben einige Banken Komitees mit Vertretern aus Markt und Marktfolge eingerichtet, die Termsheets vor Auslegung prüfen. Auch der Ruf eines Kreditnehmers wird leiden, wenn er im Termsheet Bedingungen akzeptiert, dann aber in der Signing-Phase „nachkartet“.

Mit einem eigenen Termsheet-Vorschlag eröffnen Sie selbst die Verhandlung und legen eine erste Messlatte. Bei der Höhe der Messlatte sollten Sie allerdings realistisch bleiben, um nicht allein dadurch abgehoben zu erscheinen.

Ihre Verhandlungsstärke als Kreditnehmer richtet sich grundsätzlich nach vier Hauptkriterien:

- Bonität/Track-Record des Kreditnehmers/Sponsors
- Qualität des Projektes/Objektes
- Finanzierungshöhe/LTV
- Aktuelle Wettbewerbssituation am Finanzierungsmarkt

Für den Kreditnehmer stellt sich zunächst einmal die Frage, bei wie vielen Kreditgebern er anfragt. Insbesondere Kreditnehmer mit institutionellem Hintergrund lassen sich meist Termsheets von mindestens drei Kreditgebern erstellen. Hat man genügend Zeit bspw. bei einer Anschlussfinanzierung, so kann man sich für das günstigste Termsheet-Angebot entscheiden und dann nur mit einer Bank den Prozess fortführen. Kommt es wider Erwarten nicht zu einem endgültigen zufriedenstellenden Kreditvertragsabschluss, kann

man immer noch mit einer anderen Bank neu starten.

Bei einem Objektankauf wird man dieses Risiko im Hinblick auf Kaufpreiszahlungsfristen normalerweise nicht eingehen können. Es empfiehlt sich daher, mit zwei Banken den Prozess fortzusetzen. Damit haben dann aber die Banken ein Problem. Sie führen einen kompletten Kreditprozess durch mit einer Chance auf den endgültigen Abschluss von 50 %. Bereits hier spielt die Verhandlungsstärke des Kreditnehmers eine Rolle. Die Bank wird im Termsheet auf eine Regelung zur Erstattung gewisser Kosten drängen, wenn der endgültige Kreditvertrag dann doch nicht zustande kommt aus Gründen, die nicht bei der Bank liegen. Unvorstellbar ist bspw. die Finanzierung eines größeren räumlich verstreuten Wohnungsportfolios ohne solche Kostenregelungen.

Interessant wird es, wenn die Situation entsteht, dass sich im Analyse-/Due-Diligence-Prozess alle Arbeitshypothesen des Termsheets bestätigen, die Bank aber gleichwohl keinen positiven Gremienbeschluss herbeiführen kann. Hier bieten sich stichhaltige Argumente auf Seiten des Kreditnehmers an, in diesem Fall auch keine Kosten übernehmen zu wollen. Verhandeln Sie detailliert in der Termsheet-Phase, unter welchen Voraussetzungen Sie Kosten übernehmen werden und unter welchen nicht.

Die schwierigste Position sind dabei die Kosten für die Wertermittlung einer Immobilie, da hier die Bank meist auf externe Sachverständige zurückgreift. In den Konditionen wird regelmäßig neben dem Zins eine Bearbeitungsgebühr (Upfront-Fee) für die Bank vereinbart. Man kann als Kreditnehmer durchaus eine Verhandlung damit starten, dass die Kosten für die Wertermittlung darin enthalten sein sollen. Dies werden aber nur sehr verhandlungsstarke Kreditnehmer bei hohem Bankenwettbewerb durchsetzen können. Im Rahmen eines Kompromisses sollte man aber mindestens versuchen zu erreichen, die Kosten

für die Wertermittlung auf einen bestimmten Betrag zu deckeln.

Zwischen Marktteilnehmern und Banken, die regelmäßig miteinander arbeiten, ist es nicht unüblich, dass bei größeren Finanzierungen, an denen mehr als eine Bank für die Position eines Arrangeurs auf Termsheet-Basis gearbeitet hat, nach endgültigem Zuschlag die finanzierende Bank vom Kreditnehmer gebeten wird, zunächst der/den andere(n) Bank(en) ein Konsortialangebot zu unterbreiten.

Dem wird die Bank, die den Zuschlag erhalten hat, durchaus folgen, denn jeder ist einmal „Gewinner“ und „Verlierer“ im Wettbewerb. Außerdem kennen die Mitbewerber die Investition nun bereits und können zügiger über eine Konsortialbeteiligung entscheiden als neu angesprochene Konsorten.

Das Termsheet startet mit der Benennung der Parteien: Kreditgeber/Kreditnehmer/Mitverpflichtete/Sponsor (zum „Sponsor“ siehe Kapitel „Covenants“). Bei der Festlegung des Kreditbetrages arbeiten Banken bei Bestandsfinanzierungen häufig mit dem „Lower-of-Prinzip“. Beispiel:

- EUR 35.000.000,-- , höchstens jedoch
- der Betrag, der sich bei einem LTV (Loan To Value-Ratio) von 75 % nach der noch anzufertigen endgültigen Wertermittlung für das Objekt ergibt, oder
- der Betrag, dessen Kapitaldienst dazu führt, dass aus den nachhaltigen Mieteinnahmen ein Kapitaldienstdeckungsgrad (DSCR / Debt Service Cover Ratio) von (z. B.) 135 % nicht unterschritten wird.

Hier sind die Verhandlungsspielräume für Kreditnehmer recht gering, da sich LTV und DSCR regelmäßig aus der Risikostrategie der Bank ableiten.

Aber: Bei hohem Eigenkapitalanteil des Kreditnehmers verringern die Banken den LTV und erhöhen den DSCR an dieser Stelle im Termsheet

deutlicher als in ihrer Risikostrategie. Dies machen sie, um damit die Bedingungen für einen entsprechend günstigeren Zinssatz festzulegen. Wenn sich im weiteren Verlauf des Kreditprozesses LTV und/oder DSCR verschlechtern, führt dies nicht zu einer Ablehnung des Kredites, sondern zu einer Erhöhung der Kreditmarge.

Es folgt eine Beschreibung des Investitionsvorhabens mit den vorhandenen/geplanten Mieteinnahmen und Mietvertragslaufzeiten. Die Bank nimmt hier in dieser Phase oft ohne vertiefende eigene vorangegangene Analysen schlicht die Daten auf, die der Kreditnehmer bei seiner Kreditanfrage angegeben hat. Der zuvor beschriebene Zweck der Anfertigung des Termsheets in einer möglichst frühen Phase des Kreditprozesses macht die Überprüfung/Analyse dieser Angaben durch die Bank erst anschließend notwendig.

Der Kreditprozess kann nur dann im Sinne der Ziele des Kreditnehmers reibungslos ablaufen, wenn sich in der anschließenden Analyse-/Due-Diligence-Phase diese Angaben im Termsheet auch bestätigen. Darum sollten im Zweifel die vorläufigen Angaben im Termsheet eher etwas vorsichtiger angesetzt werden, als dass sie in der Quantität/Qualität später unterschritten werden.

Ein weiterer wesentlicher Punkt ist die Aufstellung der Investitions-Gesamtkosten mit Gegenüberstellung der Gesamtfinanzierung. Der Eigenkapitaleinsatz ist bei einem Objektankauf unkritisch. Anders ist das bei einer Aufbaufinanzierung. Es gibt grundsätzlich drei Möglichkeiten:

Eigenkapital-Einsatz vorab, am Ende oder pro rata nach Baufortschritt.

Die Bank wird in fast allen Fällen auf der Vorab-Variante bestehen. Wenn sie einmal mit der Baufinanzierung begonnen hat, wird sie im Krisenfall auch für eine Fertigstellung des Gebäudes sorgen müssen. Kaum etwas ist schwieriger und verlustreicher zu verwerten als ein unfertiger Bau. Und

selbst wenn das Eigenkapital zu Baubeginn nachgewiesen wurde – wie will die Bank sicherstellen, dass es auch während der Bauzeit noch da ist und nicht in andere Projekte geflossen ist? In der Grundstücksankaufphase finanzieren Banken allerdings auch bereits entsprechend mit. Insofern ist in dieser Phase nicht bereits das komplette notwendige Eigenkapital für die Hochbauphase einzusetzen.

Wesentlicher Inhalt eines Termsheets sind natürlich die Konditionen. Und da steht der Zinssatz im Mittelpunkt. Nun kann zum Zeitpunkt der Abgabe und auch zum Zeitpunkt der Unterzeichnung eines Termsheets noch kein Fixing des Zinssatzes erfolgen, da dies bei sich täglich verändernden Kapitalmärkten eine sofortige Refinanzierung der Bank erfordern würde. Und das zu einem Zeitpunkt, an dem der endgültige Kreditvertrag noch gar nicht abgeschlossen werden kann. Daher arbeitet man im Termsheet mit der Nennung einer Kreditmarge für die Bank auf einen bestimmten Referenzzins.

Der gängigste Referenzzinssatz für langfristige Finanzierungen ist der Swap-Satz (Mitte zwischen Geld und Brief) je nach Zinsbindungsfrist. Bei kurzfristigen Zinsbindungen wird hingegen der EURIBOR gewählt. Für den aktuell vorliegenden Fall negativer EURIBOR-Sätze ziehen heute fast alle Banken einen „Floor“ von EURIBOR „0“ ein.

Es finden aber auch andere Referenzzinssätze Anwendung. Achtung beim Vergleich verschiedener Termsheets! Eine Marge von 150 Basispunkten auf den Mid-Swapsatz wird möglicherweise zu einem günstigeren Zinssatz führen als eine Marge von 130 Basispunkten „auf den Einstandsatz der Bank“. Geben Sie bei der Anfrage bei mehreren Banken einen einheitlichen Referenzzinssatz vor und akzeptieren Sie nur Referenzzinssätze, welche auch außerhalb der Bank nachprüfbar sind (z. B. ISDA-Fixing oder Thomson Reuters). Ein Vergleich von zwei Termsheets

macht keinen Sinn, wenn Sie nicht selbst errechnen können, welches zu einem günstigeren Zinssatz führt.

Ein Tipp: Die Margenkalkulation der Banken ist – heute mehr als vor der jüngsten Bankenkrise – geprägt von den Fundingkosten der Bank auf der Passivseite ihrer Bilanz. Pfandbrief-Refinanzierung ist im Zuge von „Yield-Compression“ bei sicheren Wertpapieranlagen enorm günstig geworden (Pfandbriefe heute sogar mit Minus-Zinsen). Über den Pfandbrief kann die Bank jedoch regelmäßig nur weniger als 50 % LTV refinanzieren. Darüber hinaus gehende Kreditteilbeträge sind durch sogenanntes ungedecktes Funding zu refinanzieren. Und das ist – je nach Rating der Bank – vergleichsweise teuer. Die in der Kreditmarge enthaltenen Fundingkosten der Bank basieren demnach auf einer Mischkalkulation der beiden verschiedenen „Einkaufspreise“ der Bank. Eine durchaus sinnvolle Idee kann es daher sein, die Bank zu bitten, den Gesamtkreditbetrag in einen sogenannten Senior- und einen nachrangigen Junior-Loan aufzuteilen und die Mischkalkulation zugunsten einer separaten Kalkulation beider Kredit-Tranchen aufzuheben. Der Senior-Loan – durch Pfandbrief refinanziert – wird damit einen günstigeren Zins erhalten als der Junior-Loan – ungedeckt und teurer refinanziert.

In der Summe wird sich dabei natürlich zunächst die gleiche betragliche Belastung ergeben wie bei einer Mischkalkulation. Ein langfristig wichtiger Aspekt für den Kreditnehmer ergibt sich allerdings, wenn die notwendige Tilgungsrate des Gesamtkredits zunächst nur auf den Junior-Loan allokiert wird. Mit jeder Tilgung verbessert sich damit die Durchschnittsverzinsung gegenüber einer Mischkalkulation.

Achten Sie im Übrigen darauf, dass bei den immer populärer werdenden Finanzierungen mit nachrangigen Kreditgebern wie Mezzanine-Lender für Sie nicht ein genau gegenteiliger, ungünstiger Effekt entsteht. Der Mezzanine-Lender

wünscht in der Regel keine laufende Tilgung, besteht hingegen auf eine Tilgung des vorrangigen Senior-Loans. Damit gleitet er im Nachrang des Senior-Loans ständig in eine sicherere Position, erhält aber stets den recht hohen Mezzanine-Zinssatz. Wenn Sie jedoch nur den Senior-Loan tilgen, erhöht sich mit jeder Tilgung Ihre Durchschnittsverzinsung. Vielleicht wird über solche wichtigen Feinheiten derzeit zu wenig verhandelt, weil Kreditnehmer zu sehr auf den Kreditauszahlungszeitpunkt fixiert sind und zu wenig über die Entwicklung in der Laufzeit nachdenken.

Der nächste wichtige Punkt sind die Gebühren. Eine Bearbeitungsgebühr (Upfront-Fee) ist Standard – von der Höhe her jedoch verhandelbar. Es macht hier keinen Sinn, Tipps zu geben. Es hilft nur, mit Anfragen bei mehr als einer Bank Wettbewerb zu schaffen.

Beobachten Sie im Übrigen im Hinblick auf Bearbeitungsgebühren bei Ihren bestehenden Krediten die Rechtsprechung. Aktuell sind höchstichterliche Urteile ergangen, die nicht nur bei Verbraucherkrediten die Berechnung von Bearbeitungsgebühren für nicht statthaft halten. Unser Rat: Verzichten Sie auf eine Rückforderung, wenn Sie mit der Bank weiterarbeiten möchten.

Bei größeren Krediten, bei welchen Teile auf andere Banken zu syndizieren sind, wird upfront über eine Arrangement-Fee gesprochen. Hieraus muss die arrangierende Bank üblicherweise jedoch Teile an die Syndikatsbanken abgeben (Participation-Fee). Wenn die arrangierende Bank gegenüber dem Kreditnehmer das Platzierungsrisiko der zu syndizierenden Kreditteile übernimmt, wird sie darüber hinaus eine Underwriting-Fee begehren. Diese Fees sind i.d.R. alle vorab zu zahlen. Für die laufende Konsortialführerschaft wird eine jährliche Agency-Fee verlangt. Diese Gebühren sind Standard, ebenso wie eine Zusage-Provision auf zugesagte und nicht in Anspruch genommene Kreditteile. Diese sind eher nicht im Grundsatz, aber in der Höhe schon

verhandelbar. Ebenfalls üblich sind während der Laufzeit des Kredites bei entsprechenden Ereignissen Prolongationsgebühr (Extension-Fee) und Vertragsänderungsgebühr (Waiver-Fee). Bei anderen Gebühren, egal welchen phantasievollen angelsächsischen Namen sie tragen, sollten Sie genau prüfen und verhandeln.

## Projektfinanzierung

Ein sehr aktueller Problembereich ergibt sich aus dem zunehmenden Trend zu strukturierten Finanzierungen mit Mezzanine-Kapital bei Projektentwicklungen. Aufgrund der anhaltend niedrigen Zinssituation drängt viel Risikokapital in den Markt.

Gleichzeitig boomen die Immobilienmärkte im Hinblick auf relativ hohe Nachfrage nach Büro-, Wohn- und anderen Nutzungen. Sofern die eigenen Mittel nicht ausreichen, kann ein Projektentwickler mit solchem Risikokapital zusätzliche oder größere Projekte realisieren.

Von „Real Estate Structured Finance“ sprechen wir, wenn Finanzierungen durch mehr als einen Kreditgeber mit sogenannter „sequenzieller Verlastallokation“, also mit unterschiedlichen Rangverhältnissen, umgesetzt werden.

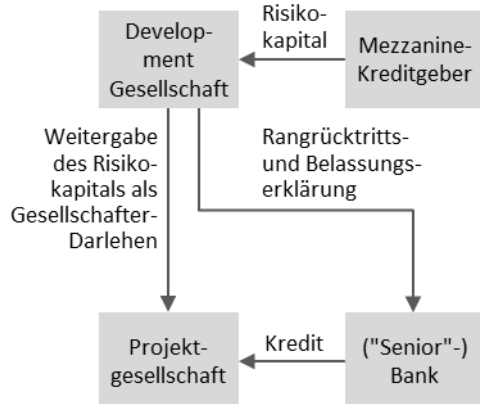
| Senior<br>Loan | Mezzanine<br>Loan | Equity |
|----------------|-------------------|--------|
|----------------|-------------------|--------|

Die Finanzierungsbasis bildet der erststellige (Bank-)Kredit, also „Senior-Loan“. Beim Equity rechts in der Darstellung handelt es sich um das „harte“ Eigenkapital des Kreditnehmers. In den letzten Jahren sind die Banken in ihrer Rolle als „Senior-Lender“ allerdings wesentlich sensibler gegenüber nachrangigen Mezzanine-Finanzierungen geworden und versuchen sie entweder

ganz auszuschließen, oder aber den nachrangigen Gläubiger durch Intercreditor-Agreements (ICA) erheblich einzuschränken.

Die Motivation der Banken ist nachvollziehbar. Es ist ein Unterschied, ob die Bank bspw. mit 75 % finanziert und der Kreditnehmer 25 % EK einsetzt, oder ob mit 20 % Mezzanine und nur 5 % EK die Lücke zur Gesamtfinanzierung geschlossen wird. Echtes Eigenkapital erhält keine Sicherheiten und keine Zinsen. Sofern in einem Krisenfall eine Kreditrestrukturierung erforderlich wird, muss auch ein Mezzanine-Gläubiger zustimmen. Eine freihändige Verwertung gegenüber einer Zwangsversteigerung kann durch den Mezzanine-Gläubiger blockiert werden, sofern er im Grundbuch nachrangig abgesichert ist und kein ICA vereinbart wurde.

Wenn Mezzanine-Kapital vorgesehen ist, so ist dies bereits in Ihrer Kreditanfrage darzustellen. Zuvor ist unbedingt zu klären, welche Absicherung der Mezzanine-Geber fordert.



Häufig sieht die Struktur so aus wie in der Abbildung oben dargestellt. Der Projektentwickler haftet selbst grundsätzlich nicht für den Bankkredit (wir nennen ihn „Senior-Kredit“, da die Banken damit grundsätzlich erstrangig im Grundbuch abgesichert werden). Eine gewisse bedingte Durchgriffshaftung auf die Development-

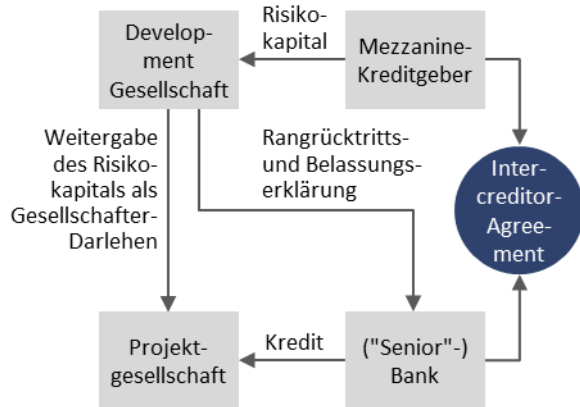
Gesellschaft bei solchen „Non-Recourse-Finanzierungen“ wird über sogenannte Covenants (z. B. Cost-Overrun-Guarantee/mehr dazu im Abschnitt Covenants) erreicht. Die klassischen Immobilienbanken sind dazu übergegangen, ihre Kreditvertragswerke auf reine Projekt-SPVs (Ein-zweck-Gesellschaften) abzustellen. Damit und über spezielle Covenants geht es vor allem darum, die Finanzierungsobjekte vor dem Zugriff anderer Gläubiger zu schützen (sog. „Ringfencing“).

Sofern das Risikokapital von dem Projektentwickler aufgenommen und als Gesellschafter-Darlehen an die Projektgesellschaft weitergegeben wird, reicht im Rahmen des üblichen Sicherheitenpakets einer Projektfinanzierung eine sogenannte Rangrücktritts- und Belassungserklärung des Projektentwicklers gegenüber der Bank aus. Das ist ein standardisierter und einfacher Vorgang ohne großes Konfliktpotenzial. Eine solche Erklärung muss i.d.R. sowieso abgegeben werden, denn meist erreicht das notwendige Eigenkapital die Projektgesellschaft sowieso über Gesellschafterdarlehen.

Und wie der Name schon sagt, möchte die Bank sichergestellt haben, dass das vereinbarte Eigenkapital, auch wenn es in Form von Gesellschaftermitteln eingebracht wird, erstens im Rang hinter die Bankverbindlichkeiten zurücktritt und zweitens bis zur Rückzahlung des Bankkredites auch belassen wird.

Grundsätzlich ist in diesem Fall der Bank also die Quelle des Gesellschafterdarlehens egal. Schwierig – um nicht zu sagen: sehr schwierig – wird es erst, wenn der Risikokapitalgeber durch eine nachrangige Grundschild auf dem Projekt abgesichert werden möchte. In diesem Fall wird die Vereinbarung eines Intercreditor-Agreements notwendig. Dies gilt u.U. auch für den Fall, dass sowohl Senior-Bank (vorrangig) als auch Mez-

zanine-Kreditgeber (nachrangig) eine Verpfändung der Geschäftsanteile an der Projektgesellschaft wünschen.



Ein Intercreditor-Agreement hat durchaus Deal-break-Potenzial. Es gibt Banken, die nachrangige Grundpfandrechte gänzlich ausschließen. Kleinere Institute sind eher zögerlich, weil ihnen Erfahrungen hiermit fehlen. Absolut schwierig wird es bei Projekten mit geplantem Verkauf von Eigentumswohnungen unter Abwicklung/Zahlung nach MaBV.

Einige Risikokapitalgeber benötigen allerdings unbedingt ein Grundpfandrecht.

Sofern man bei einer Finanzierungsanfrage parallel vorgeht und sowohl die Senior- als auch Mezzanine-Finanzierung am Markt anfragt, sollte man dieses Thema gleich von Beginn an ansprechen. Auf keinen Fall sollte man von beiden Seiten einen Kreditprüfungs-Prozess starten lassen und dann möglicherweise an diesem Thema in einem späteren Stadium scheitern.

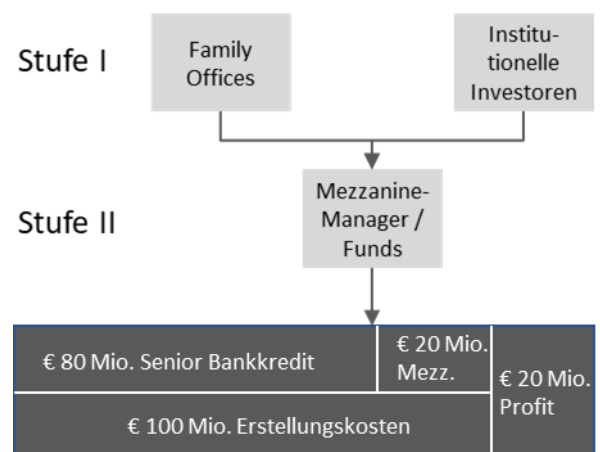
Für Senior-Banken, die in einem nachrangigen Grundpfandrecht eine erhebliche Beeinträchtigung ihrer Position sehen, suchen wir Kompromisslösungen wie beispielsweise die Übergabe einer unwiderruflichen Löschungsbewilligung durch den Mezzanine-Gläubiger an die Senior-Bank, wobei dazu im Intercreditor-Agreement geregelt wird, unter welchen Voraussetzungen

die Senior-Bank von dieser Löschungsbewilligung Gebrauch machen darf.

Eine andere potenzielle Möglichkeit ist es, dass die nachrangige Grundschuld auch für die Senior-Bank eingetragen wird und sie diese für den Mezzanine-Gläubiger treuhänderisch hält.

Ein paar Worte zu den Zinssätzen im Markt für Mezzanine: Der wesentliche Teil des Mezzanine-/Risikokapitals stammt unserer Erfahrung nach (hier „Stufe I“) von Family Offices und institutionellen Investoren. Einige davon sind personell qualitativ und quantitativ so ausgestattet, dass sie die Anlagen selbst aktiv managen – bis hin zu einer Teilnahme in der Geschäftsführung der Projektgesellschaft. Andere sind eher passive Investoren und überlassen ihre Mittel spezialisierten Gesellschaften oder Fonds.

Die Abbildung unten stellt exemplarisch eine Finanzierung mit Mezzanine-Kapital dar. In dem Beispiel werden die Erstellungskosten nach DIN 276 über EUR 100 Mio. mit EUR 80 Mio. erstelltem Bankkredit und mit EUR 20 Mio. Mezzanine-Kapital finanziert. Die geplante Developer-Marge soll 20 % – mithin EUR 20 Mio. – betragen.



Für den Mezzanine-Kreditgeber stellt die Developer-Marge ein Risikopolster dar. Wir raten, für Mezzanine-Anfragen nach Möglichkeit aktive

Finanzierungspartner der Stufe I zu suchen. Die Zinssätze liegen dort nach unserer Erfahrung aktuell kleiner/gleich 10 % p. a. Zu den institutionellen Investoren gehören insbesondere Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke, die – getrieben durch die niedrigen Zinserträge in anderen Assetklassen – zunehmend Interesse an solchen Finanzierungen finden.

In der Stufe II kommen Kosten und Marge der Manager-Gesellschaft oder des Funds hinzu. Die Zinssätze liegen dort (deutlich) über 10% p. a. Oft wird aber speziell in Stufe II mit teilweise recht komplexen Zins-/Ertrags-Modellen gearbeitet. Zu einem fixen Zinssatz kommt dann eine teils gestaffelte Erfolgsbeteiligung („Equity-Kicker“).

Andere Investoren in eigenkapitalersetzende Nachrangfinanzierungen bevorzugen ein echtes Joint Venture, meist mit stiller Beteiligung. Hier ist das Spektrum sehr breit. Einige Gesellschaften liefern 100 % des notwendigen Eigenkapitals und geben sich durchaus bei entsprechender Vorleistung bei der Herbeiführung der Baureife eines Grundstücks mit weniger als 50 % Gewinnbeteiligung zufrieden. Andere erwarten eine Teilung des Eigenkapitals im Verhältnis 50 zu 50. Wieder andere liegen in der Mitte dazwischen. Wir haben praktische Erfahrungen mit den meisten dieser Marktteilnehmer sowohl bei Stufe I und Stufe II als auch bei Joint Venture.

## Anleihen und Schuldscheine

Der professionelle Markt für Anleihen allgemein in der Industrie beginnt ab einem Volumen von € 100 Mio. Diese Anleihen sind regelmäßig unbesichert und verfügen über ein Rating der großen Agenturen (Moody's, Fitch, S&P). Nur eine solche Ausstattung sichert den Investoren einen regelmäßigen Handel über Börsen. Erst in den letzten

Jahren haben große gelistete deutsche Immobilien-Unternehmen Zugang zu diesem Markt gefunden.

Die meisten großen Börsen-gelisteten deutschen Immobilien-Unternehmen, die als „Bestandhalter“ agieren, haben durch enormen Eigenkapital-Zufluss eine Bonität und damit ein Rating erreicht, welches sich nicht mehr wesentlich von denen der Immobilienbanken unterscheidet. Insofern – sieht man einmal von der bevorzugten Stellung des Pfandbriefs ab – refinanzieren sich diese Unternehmen am Kapitalmarkt zu ähnlichen Bedingungen wie die Banken selbst. Sie ersparen sich aufwendige Grundschild-Eintragungen und weitere Nachteile der reinen Objektfinanzierung.

Covenants für solche Anleihen – wie sie im folgenden Abschnitt noch beschrieben werden – orientieren sich (vergleichbar zu den US-REITS) nicht an den Objekt-Daten sondern an Bilanz und G+V.

Jenseits des „professionellen“ Anleihe-Markts entstand vor einigen Jahren ein sogenannter Mittelstands-Anleihe-Markt – insbesondere an der Börse Stuttgart. Nach unserer Einschätzung wurden an diesem Markt überwiegend gesicherte Anleihen mit einem Volumen unter € 50 Mio. platziert für Finanzierungen, die von der Risiko- und Covenant-Struktur in dieser Form als klassische Bank-Finanzierung nicht zustande gekommen wären. Insofern überrascht es nicht unbedingt, dass einige dieser Anleihen aufgrund erhöhter Ausfall-Wahrscheinlichkeit notleidend wurden. Im Gegensatz zum professionellen Anleihe-Markt gibt es im Mittelstandssegment regelmäßig keine Prospekthaftung einer Emissions-Bank und lediglich Ratings von Creditreform. Wir halten diesen Markt aktuell für ziemlich „verbrannt“.

Eine weitere Form der Anleihen im Real Estate-Bereich entstand in den letzten Jahren, da zunehmend Institutionelle Investoren Mezzanine-Finanzierungen übernehmen. Bei solchen Einzelgeschäften ist es eine reine Frage der Form, ob der Investor determiniert durch die Erfordernisse seines Kapitalanlage-Buchs z.B. die Anlage als Mezzanine-Kredit-Vertrag oder aber die Verbuchung als Wertpapier bevorzugt. Die materiellen Risiken der Anlage verändern sich dadurch naturgemäß nicht.

Sehr aufmerksam beobachten wir den Markt für Schuldschein-Darlehn, der im Real Estate-Bereich in den letzten beiden Jahren zunehmend Aufschwung erfahren hat. In diesem Segment sind große Geschäftsbanken tätig, die selbst nicht gerne Kredite auf das eigene Buch nehmen. Sie arrangieren die Finanzierung als Schuldschein-Darlehn, wobei die Schuldscheine bei institutionellen Investoren platziert werden. Die arrangierende Bank nimmt selbst – wie im Verbriefungsgeschäft – nicht am Kreditrisiko teil. Mittlerweile werden auch strukturierte Schuldscheine angeboten: Senior-Tranche und Junior-Tranche mit unterschiedlicher risikoadjustierter Bepreisung. Man nähert sich damit wieder vorsichtig den seit der sogenannten Subprime-Krise in Ungnade gefallenen MBS-Strukturen an.

Bei Grundstücksfinanzierungen im Vorfeld einer Baugenehmigung ist Basis für die Kreditgewährung oft ein sogenanntes Residualwert-Gutachten namhafter Immobilien-Bewerter. Es ist nicht ungewöhnlich, dass der in solchen Gutachten ausgewiesene Grundstückswert deutlich über dem reinen Grundstückskaufpreis liegt. Es entspricht der Natur des Residualwertes, dass er künftige Erlös-Erwartungen aus der Projektentwicklung enthält, welche um die Errichtungskosten vermindert wird. Damit fließen in den heutigen Wert auch künftige Gewinnerwartungen mit ein.

Da die klassischen Immobilien-Finanzierer regelmäßig zu Beleihungszwecken nicht mit Residualwert-Gutachten arbeiten, ist diese Form der Schuldschein-Finanzierung aus Sicht eines Projektentwicklers als Kreditnehmer eine interessante Alternative!

## Covenants

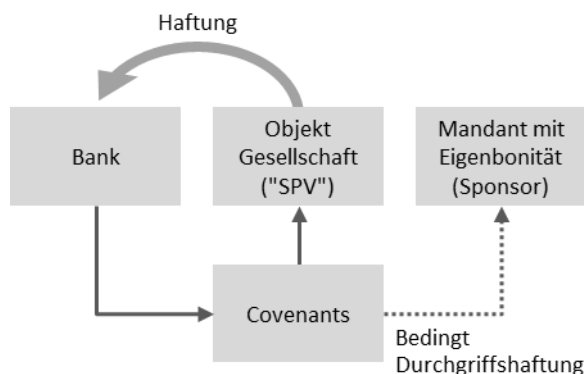
Covenants bieten grundsätzlich Verhandlungsspielräume im Kreditgeschäft. Verhandelbar ist dabei heute nicht mehr der Einsatz von Covenants an sich, sondern ihre Ausgestaltung im Detail. Im Grunde sind Covenants ein Vorteil sowohl für die Bank als auch für den Kreditnehmer. Bereits vor Auszahlung eines Kredites werden eventuelle Ereignisse, die während der Kreditlaufzeit eintreten können, vorsorglich vertraglich geregelt. Nicht zuletzt ermöglichen Covenants überhaupt Non-Recourse-Finanzierungen.

Man kann Covenants auch „Kreditsteuerungs-Parameter“ nennen. Diese frühzeitige Regelung vermeidet das Konfliktpotenzial während der Kreditlaufzeit enorm. Einerseits gibt es Standard-Covenants, die sich heute in nahezu jedem Vertrag finden lassen, andererseits sind der Phantasie zur Ausgestaltung von auf den speziellen individuellen Fall zugeschnittenen Covenants kaum Grenzen gesetzt.

Um die Finanzierungsanfrage-Position zu verbessern oder überhaupt erst die Finanzierung zu ermöglichen, kann die Grundidee und die Struktur von Covenants aus den folgenden Darstellungen aufgenommen und können eigene Covenant-Ideen zur Finanzierungsanfrage entworfen werden. Drei grundsätzliche Hinweise vorab:

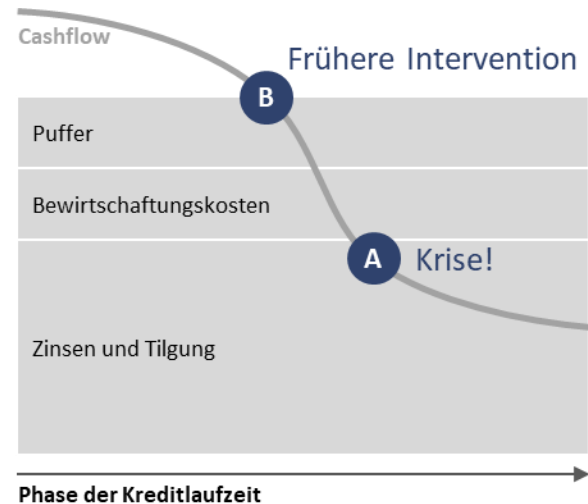
1. Covenants durchbrechen auf gewisse Weise Non-Recourse-Strukturen

In der B-to-B-Immobilienfinanzierung werden heutzutage regelmäßig die Kredite auf „Non-Recourse-Basis“ gewährt. Das bedeutet, dass beispielsweise börsengelistete Immobilien-Aktiengesellschaften oder Fonds nicht selbst als Kreditnehmer auftreten und damit selbst haften, sondern dass als Kreditnehmer meist eine GmbH / GmbH & Co. KG als „Einzweck-Gesellschaft“ eingesetzt wird. Als Objektsicherheit steht damit nur das in der Gesellschaft gehaltene Finanzierungsobjekt zur Verfügung. Diejenige direkt oder mittelbar hinter dieser kreditnehmenden Gesellschaft stehende natürliche oder juristische Person nennen wir in der Covenant-Welt den „Sponsor“. Der Sponsor ist also derjenige, der die Chancen aus einer Investition wahrnimmt, das Risiko hingegen auf seinen Eigenkapitaleinsatz beschränkt und ansonsten der finanzierenden Bank überlässt. Einige Covenants führen nun zu einer bedingten Durchgriffshaftung. Wir reden dabei nicht von einer bedingten Kompletthaftung für den Kredit, sondern über begrenzte, exakt definierte Leistungen.



Beispiel (Kurzform): „Bei einem Default-Ereignis der Objektgesellschaft verpflichtet sich der Sponsor, die erhaltenen Ausschüttungen der letzten zwei Jahre wieder zurückzuzahlen.“ Im Grunde geht es bei der bedingten Durchgriffshaftung stets darum, was einem verhandlungsstarken Sponsor gerade noch zuzumuten ist als Alternative zur Kompletthaftung für den Kredit.

2. Covenants geben der Bank die Möglichkeit, den Interventions-Zeitpunkt vorzuziehen



Covenants dienen bei langfristigen Krediten der Risikosteuerung der Bank. Die Grafik oben zeigt einen krisenhaften Cashflow-Verlauf. Im oberen Teil sehen wir, dass zunächst sowohl Zins und Tilgung als auch die Bewirtschaftungskosten komfortabel aus dem Cashflow bedient werden können. Kommt es nun zu negativen Entwicklungen, würde die Bank ohne Covenant davon erst zum Zeitpunkt „A“ erfahren, wenn nämlich aus der Buchhaltung der Bank Rückstände bei Zins- und Tilgung gemeldet werden. Dann ist es oft zu spät für Gegenmaßnahmen. Die Bank vereinbart daher ein „DSCR-Covenant“ mit einem Puffer von bspw. 30 %. D.h. sie lässt sich regelmäßig die Mieteingänge berichten und wenn diese nach Bezahlung der Bewirtschaftungskosten 130 % des Kapitaldienstes unterschreiten, führt dies zu unten noch näher zu beschreibenden Folgen.

3. Covenants bestehen aus zwei Grundkomponenten

Sämtliche Covenants bestehen auf der einen Seite aus einem definierten Ereignis („Trigger“), z. B. (Kurzform)

- DSCR von X wird unterschritten \*)
- LTV (Loan to Value) von X wird überschritten \*)
- kalkulierte Baukosten werden überschritten
- externes Rating verschlechtert sich,

und auf der anderen Seite aus einer Folge, welche der Trigger/Covenant-Bruch auslöst, z.B.

- Veränderung der Konditionen
- Sondertilgung
- Ausschüttungsverbot
- Bildung einer Barreserve
- sonstige aufschiebende (Knock-in-Covenants) oder auflösende Bedingungen (Knock-out-Covenants)
- Kreditkündigung

Mit den Grundkomponenten lassen sich allerdings auch Covenants erstellen, welche die Interessen des Kreditnehmers im Blickfeld haben. Wenn Sie eine Zusatzsicherheit stellen müssen, vereinbaren Sie bereits bei Vertragsabschluss eindeutig, unter welchen auflösenden Bedingungen die Freigabe erfolgt. Ansonsten werden erst Ihre Erben diese Sicherheit wiedersehen.

Beispiel (Kurzform) aus einer Hotel-Finanzierung: „Für die Anlaufphase des Hotels wird eine Cash-Reserve von X hinterlegt/verpfändet. Sofern der GOP (Gross Operating Profit) des Hotels zwei Quartale hintereinander den Wert Y erreicht, erfolgt die Freigabe des Betrages.“

Solche Covenants sind wirklich individuell und frei verhandelbar. Sofern Sie der Sponsor sind, bedenken Sie stets, dass erst durch solche Covenants ermöglicht wird, dass Sie bzw. Ihr Unternehmen nicht selbst für den kompletten Kredit haften müssen.

Besonders wichtig für den Kreditnehmer sind die verschiedenen Kombinationsmöglichkeiten bei den Covenants. Sie eröffnen Verhandlungsmöglichkeiten. Am gebräuchlichsten sind LTV- und DSCR-Covenants.

Bei einem LTV-Covenant ist der Trigger das Überschreiten eines bestimmten LTV-Ratios aufgrund einer Wertminderung des Objektes bei Neubewertung. Akzeptieren Sie nicht leichtfertig ein LTV-Covenant. Bei uns in Deutschland ist es Tradition, dass die Bank ihr Risiko während der Kreditgewährung durch laufende Tilgung verringert. In anderen Ländern sind solche laufenden Tilgungen eher selten (so z. B. in der Schweiz).

Im angelsächsischen Raum arbeitet man häufig mit LTV-Covenants anstelle laufender Tilgung. Das bedeutet, man überprüft in regelmäßigen Abständen den Objektwert. Hat er sich erhöht oder ist er gleich geblieben, ist auch keine Rückführung erforderlich. Ist der Wert gesunken, erfolgt eine außerordentliche Rückführung. Die deutschen Banken wollen natürlich perfekt sein und erwarten immer häufiger beides, laufende Tilgung plus LTV-Covenant.

Der Cashflow des Objektes wird über ein DSCR-Covenant überwacht. Dies ist sicherlich unverzichtbar. Wenn Mieteinnahmen zurückgehen oder teilweise ausbleiben, ist aus Sicht der Bank Krisenmanagement angesagt. Aber ist es bei einem langfristig orientierten Bestandshalter ein Problem, wenn sich bei stabil bleibendem Cashflow und DSCR die Objekt-Verkehrswerte mal verringern und mal erhöhen und sich damit der LTV verschlechtert? In der letzten Finanzkrise wurden laufend LTV-Covenants durch rückläufige Werte gebrochen, ohne dass es bei den finanzierten Objekten und erst recht nicht bei der Bedienung der Kredite irgendwelche Probleme gab. Dramatisch wird das aber erst, wenn man sich die verschiedenen möglichen Folgen des Triggers „LTV-Überschreitung“ ansieht. Die schlimmste Folge für den Kreditnehmer ist ein Kredit-Kündigungsrecht für die Bank.

Überzeugen Sie Ihre Bank, dass Sie durchaus den Sinn eines DSCR-Covenants, wie er unten noch beschrieben wird, einsehen. Wehren Sie sich jedoch mit allen Mitteln gegen ein LTV-Covenant.

Und wenn Sie es nicht „wegverhandelt“ bekommen, akzeptieren Sie diese möglichst nicht als Folge ein Kündigungsrecht für die Bank. Es bieten sich noch genügend Stufen auf der Eskalationsleiter vor dieser letzten Stufe an (z. B. Cash-Sweep, siehe unten).

International geächtet sind Rating-Trigger mit Kündigungsrecht. Trigger ist dabei die Verschlechterung des externen Ratings. Stellen Sie sich z.B. eine börsennotierte Aktiengesellschaft vor, die solche Trigger (LTV und/oder Rating) mit Kündigungsrecht in allen Kreditverträgen akzeptiert. Bei einem krisenbedingten Wertrückgang oder bei einer Ratingverschlechterung bricht sofort die gesamte Passivseite der Bilanz zusammen und man kann eigentlich direkt Insolvenz anmelden.

Vor einem sind Sie in Deutschland indirekt aufgrund von § 489 BGB geschützt: vor einem Trigger, der bei einer langfristigen Festzinsvereinbarung eine Zinserhöhung auslöst. Dies führt in Deutschland zu einem Kündigungsrecht für den Kreditnehmer und damit zur mangelnden Deckungsfähigkeit für Pfandbriefe. Damit will keine Bank leben!

Betrachten wir zum Schluss das häufigste und wichtigste Financial Covenant: das DSCR-Covenant mit Cash-Trap und Cash-Sweep. Es geht dabei darum, bei einer krisenhaften Cash-flow-Entwicklung – bspw. Unterschreiten eines DSCR von 120 % – Ausschüttungen an den Sponsor zu verhindern. Zunächst ist ein Zeitraum zu beschreiben, in welchem der DSCR unterschritten sein muss, ehe der Trigger auslöst, z. B. ein oder zwei Quartale. Anschließend wird der Free-Cashflow auf ein der Bank verpfändetes Konto (Cash-Trap) übertragen und eben nicht mehr ausgeschüttet. Oft werden Regelungen getroffen, dass für notwendige Investitionen am Objekt – u. a. zur Förderung der Neuvermietung – Freigaben erfolgen können, was sehr wichtig ist.

Wird der DSCR für eine bestimmte Zeitspanne wieder überschritten, erfolgt eine Freigabe aus dem Cash-Trap-Konto an den Sponsor/ Kreditnehmer. Tritt nach einer bestimmten Zeit definitiv keine Verbesserung ein, werden die verpfändeten Beträge zur Sondertilgung des Kredites verwendet (Cash-Sweep).

Verhandelbar sind die Fristen. Der Kreditnehmer wird an einer möglichst langen Cash-Trap-Phase interessiert sein, um möglichst viel Zeit zu haben, um die Vermietung wieder zu verbessern, ehe der Betrag als Tilgung (womöglich unter Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung) verbucht und ihm zur Verfügung entzogen ist. Die Bank wird vielleicht versuchen, gar keine Cash-Trap-Phase vorzuschalten und direkt zur Tilgung zu schreiten. Für den positiven Fall, dass der DSCR in der Cash-Trap-Phase wieder eingehalten wird, kann es auch noch Diskussionen über die Frist zur Freigabe geben. Die Bank möchte vielleicht erst einmal längere Zeit die Stabilität der DSCR-Überschreitung bestätigt sehen, ehe sie die Beträge aus dem Cash-Trap-Konto wieder freigibt. Es soll schon vorgekommen sein, dass ein Kreditnehmer in einer Krise eine „Proforma-Vermietung“ vorgenommen hat, nur um das verpfändete Konto schnell wieder frei zu bekommen.

Bei Covenants steckt der Teufel im Detail. Sie sollten bspw. bei einem DSCR-Covenant exakt definieren, wie sich die zu berücksichtigenden Bewirtschaftungskosten errechnen. Beraten Sie sich hierzu auch mit Ihrem Steuerberater/WP. Wenn es zu kompliziert wird, verhandeln Sie mit der Bank pauschale Ansätze.

Auch hier noch ein außergewöhnlicher Fall aus der Praxis: Die DSCR-Berechnung ist in Kreditverträgen im Sinne aller Beteiligten – wie zuvor beschrieben – exakt zu definieren. In deutschen Kreditverträgen wird häufig hierzu formuliert, dass bei der Berechnung der Netto-Mieteinnahmen u. a. auch „Erhaltungs-/ Investitionsaufwen-

dungen“ abzuziehen sind. In normalen Situationen ist das unproblematisch. Bei einem Multi-Tenant-Büroobjekt wurde nun aber ein Mieter vom Kreditnehmer gegen Zahlung eines 7-stelligen Ablösungsbetrages aus dem Vertrag entlassen. Dieser Betrag wurde in den Umbau für einen neuen Mieter investiert, der kurz darauf einzog. Die Bank reklamierte einen DSCR-Covenant-Bruch, obwohl es auf der Einnahmenseite durch die Neuvermietung keine Probleme gab, da nach der im Vertrag vereinbarten Formel diese hohen „Erhaltungs-/ Investitionsaufwendungen“ in die Bewirtschaftungskosten (welche den Kapitaldienst-Deckungsgrad verringern) einzurechnen waren. Formal also ein Covenant-Bruch.

Die Bank hat letztendlich eingelenkt. Aber gerade bei Konsortialkrediten hat eine Bank in der Agent-Rolle stets zu bedenken, ob sie gegenüber den anderen Banken in solchen Situationen keine Haftungsrisiken eingeht. Präzise Formulierungen in den Verträgen ersparen beiden Seiten unangenehme Situationen.

Bei der Bauträger-Finanzierung dominiert ein Standard-Covenant: die Kostenüberschreitungs-garantie. Erst durch diese Art von Covenant wurde es möglich, dass heute auch Projektentwicklungen auf „Non-Recourse-Basis“ finanziert werden können.

Trigger dabei ist eine Überschreitung der kalkulierten Baukosten während der Bauzeit. Bei einer Non-Recourse-Finanzierung verfügt die SPV-Projektgesellschaft regelmäßig über keine eigenen finanziellen Reserven. Eine finanzierende Bank muss daher Wert darauf legen, dass im Falle von Kostenüberschreitungen während der Bauzeit ein Garant (regelmäßig eine Konzerngesellschaft mit entsprechender Bonität und Liquidität) die Mittel zur Deckung dieser Mehrkosten der Projektgesellschaft zur Verfügung stellt. Ansonsten wäre die Bank gezwungen, entsprechend den Kredit zu erhöhen, denn keine Bank möchte ein

halbfertiges Projekt während der Bauzeit zwangsweise verwerten.

Auch hierbei handelt es sich um einen bedingten Durchbruch von Non-Recourse-Strukturen. Üblich ist es allerdings, die Kostenüberschreitungs-garantie betraglich zu begrenzen. Vor wenigen Jahren lag der Standard noch bei einer Garantiesumme von 10 % der Baukosten (Kostengruppe 300 bis 600 der DIN 276). Da es in jüngster Vergangenheit aufgrund der Marktsituation in Deutschland zu teils erheblichen Steigerungen bei den Baukosten kam, liegen die heute geforderten Garantiesummen meist bei 15 % der Bau- und Baunebenkosten (also plus KG 700).

Dieses Thema ist in besonderem Maße bei Finanzierungen mit kapitalschwachen Projektentwicklern relevant, die ein wirklich interessantes Projekt entwickelt haben. Es reicht dann nicht, die Finanzierung der Bank mit Mezzanine zu schließen. Auch für die Kostenüberschreitungs-garantie muss von Beginn der Konzeption an eine Lösung gefunden werden. Im schlimmsten Fall liegen einem Entwickler unterzeichnete Verträge für Bank- und Mezzanine-Finanzierung vor (mit hoher vereinbarter Nichtabnahme-Entschädigung) und das Problem wird erst bei der Abarbeitung der Auszahlungsaufgaben evident.

Auch bei der Kostenüberschreitungs-garantie sind Details zu beachten. Wir sehen hier erhebliche Unterschiede bei den großen Immobilienfinanzierern und kleineren Instituten.

Worauf zu achten ist: Zunächst einmal sehen die Kreditverträge einiger Banken vor, dass z. B. die Kostenposition „Unvorhergesehenes“ bis zu einem bestimmten Bautenstand nicht vollständig in Anspruch genommen werden darf. Das kann zu einer frühen Inanspruchnahme der Garantie führen. Im Kreditvertrag sollte geregelt sein, dass Kosteneinsparungen bei einzelnen Positionen gegenüber der Kalkulation zur Erhöhung der Po-

sition „Unvorhergesehenes“ und nicht zur Kreditkürzung oder gar sofortigen Garantieinanspruchnahme führen. Eventuelle Kostenüberschreitungen sollten dann im Gegenzug vor Garantieinanspruchnahme zunächst einmal zulasten dieser Position gebucht werden.

In jüngster Zeit gehen einige Banken dazu über, diese Garantie zumindest für einen Teilbetrag auch als echte Kapitalgarantie auszugestalten. Ein Verzicht darauf ist schwer zu verhandeln, da man kaum argumentieren kann, dass eine Bank mehr Vertrauen in das Projekt haben sollte als der Projektentwickler/Sponsor selbst.

Weitere allgemein übliche Covenants/Auflagen bei Projektentwicklungen sind die Vorvermarktung und der Einsatz eines bankmandatierten Baucontrollers. Vorvermietungs- und (bei Eigentumswohnungen) Vorverkaufs-Auflagen liegen in der Regel bei 30 %, bevor die Bank in die Finanzierung der Hochbauphase eintritt.

Schon bei der Finanzierungsanfrage sollte man bedenken, dass die in der Projektkalkulation angesetzten Mietansätze oder qm-Verkaufspreise üblicherweise von der Bank bei der Vorvermarktungs-Quote ebenfalls zur Auflage für die Quote gemacht werden. Insofern ist das häufig eine Gratwanderung. Setzt man die geplanten Erlöse bzw. Mieten zu hoch an, erfüllt man später die Auszahlungsaufgabe nicht. Setzt man sie zu vorsichtig an, wird möglicherweise der geplante und der Bank gegenüber ausgewiesene Development-Profit (für die Bank ja auch ein Risikopuffer) zu niedrig.

Generell kann man jedoch sagen, dass es bei einem vermutlich ertragreichen Projekt unklug wäre, der Bank gegenüber in der Kalkulation einen Development-Profit von bspw. 30 % auszuweisen. Soviel erwartet normalerweise keine Bank. Setzen Sie lieber die Erlöse vorsichtiger an im Hinblick auf etwas „Luft“ bei der Vorvermark-

tungsaufgabe und/oder kalkulieren Sie die Baukosten etwas höher, um sich möglichst weit vom Inanspruchnahmerrisiko der Kostenüberschreitungsgarantie zu entfernen. Der Baucontroller – als letzter Punkt – ist aus verständlichen Gründen bei erfahrenen Banken nicht zu verhandeln.

## Kreditvertrag

Bei Bestandsfinanzierungen ist ein Kreditvertrag – abgesehen von den laufenden LTV- und DSCR-Covenants – keine besonders große „Baustelle“. Anders ist das bei Bauträger-Finanzierungen. Hier gibt es vor allem enorme Unterschiede, nicht nur zwischen kleineren regionalen Banken/Sparkassen und den klassischen großen Immobilienfinanzierern, sondern auch zwischen den Großen selbst.

Kleinere und einige der großen Banken überlassen einem Developer seine Arbeit weitgehend selbst. Wir halten das im Übrigen auch für richtig. Entweder traut man ihm zu, seine Kernkompetenz zu beherrschen, oder nicht. Wenn ja, sollte man als Bank nicht glauben, das besser zu können.

Diese Auffassung vertreten aber nicht alle Banken. So finden sich in Kreditverträgen über oft mehr als 50 Seiten (die Mehrheit liegt eher knapp unter 20 Seiten – bis hin zu kleineren Instituten mit nur 4 bis 5 Seiten) detaillierte Regeln und Mitspracherechte der Bank bei GU-Verträgen, Paketvergabe-Verträgen oder Einzelgewerkverträge.

Sehr wichtig ist es, stets „quer“ zu vergleichen. So kann, um nur ein Beispiel zu nennen, eine Anforderung im Kreditvertrag sein, dass eine Insolvenz des Kreditnehmers nicht zur Vertragskündigung durch den GU für dessen Vertrag führen darf. Behalten Sie in Verhandlungen also stets verschiedene Verträge im Auge! Einige Kreditverträge

schreiben auch die Höhe von Vertragserfüllungsbürgschaften der am Bau beteiligten Unternehmer vor.

Sie als Kreditnehmer für einen Bauträgerkredit sollten vor allem umgekehrt darauf achten, dass der Kredit wahlweise auch durch Bankbürgschaften in Anspruch genommen werden kann (z. B. Avale gem. § 650f BGB oder Avale gemäß MaBV).

Vereinzelte erwarten große Immobilienfinanzierer in Deutschland von verschiedenen Projektbeteiligten sog. Reliance-Letters. Das heißt, dass bspw. Ersteller von Gutachten über Altlasten oder steuerliche und rechtliche Sachverhalte (u. a. Legal-DD bei Share-Deals) in gesonderten Erklärungen die Haftung für ihre Arbeit auch unmittelbar gegenüber der Bank erklären müssen.

Reportingverpflichtungen über den Projektverlauf sind Standard. Einige Banken behalten sich das Recht vor, an Baubesprechungen teilzunehmen.

Wichtig: „Dealbreak“-Potenzial hat eine kürzere Laufzeit für eine Mezzanine-Finanzierung gegenüber dem Senior-Kreditbetrag. Achten Sie hier unbedingt auf Kongruenz!

Folgende Sicherheiten sind bei einem Bauträgerkredit im Wesentlichen üblich:

- Buchgrundschulden mit 18 % dinglichem Zins (teilweise vollstreckbar)
- Vollmacht für die restliche Unterwerfung
- Abtretung der Rechte und Ansprüche aus Versicherungsverträgen, Projektverträgen – insbesondere Bau- und Werkverträge – und künftigen Verkaufsverträgen
- Kontoverpfändungen

Vor der Idee, Mezzanine „heimlich“ aufzunehmen, können wir nur warnen. Nachrangige Grundschuldeintragungen und die Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten durch die Projektgesellschaft ohne Zustimmung der Bank führen zu einem Kündigungsrecht durch die Bank.

Abschließend einer der wichtigsten Punkte überhaupt: die Auszahlungsauflagen.

Während im Kapitel „Termsheet“ hier noch für die Arbeit mit Arbeitshypothesen geworben wurde, um möglichst zügig zu einem grundsätzlichen Angebot zu kommen, ist beim Kreditvertrag genau das Gegenteil angeraten.

Bei einigen Immobilienfinanzierern enthält der Kreditvertrag recht hohe Nichtabnahmeentschädigungen. Wenn man eine Nichtabnahme aufgrund ausgehandelter Bedingungen als Kreditnehmer ausschließt, kann man natürlich den Vertrag grundsätzlich zügig unterschreiben. Sind zum Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung allerdings noch wesentliche Auszahlungsvoraussetzungen – die ja wesentlicher Bestandteil des Kreditvertrages sind – nicht erfüllt, so kann man sich damit als Kreditnehmer in eine unangenehme Situation bringen.

Auszahlungsauflagen werden getrennt in

- a) Conditions Precedent (CP)
- b) Conditions Subsequent (CS)

CPs sind vor einer Auszahlung zu erfüllen, CS erst im weiteren Verlauf der Finanzierung. Auf die CS wird hier nicht näher eingegangen, da es kein sehr großes Problemfeld ist. Bei den CPs ist dies anders.

Zu empfehlen ist, bereits nach Vorliegen des ersten Vertragsentwurfes den Blick gezielt auf die CPs zu richten um damit zu beginnen, diese parallel zur Vertragsverhandlung abzuarbeiten.

Bereits vor Vertragsunterzeichnung soll von der Bank die Erledigung der einzelnen Punkte bestätigt werden. Einige Immobilienbanken führen so wieso Excel-CP-Listen, die sie gerne auch dem Kreditnehmer zur Verfügung stellen. Häufig wird dort auch mit einer „Ampel-Matrix“ gearbeitet: grün = erledigt, gelb = in Arbeit/ Prüfung und rot = noch völlig offen. Diese Listen sind auch inso-

fern absolut hilfreich, als sich CPs oft aus mehreren Verträgen (Kreditvertrag und Sicherheitenverträge) ergeben.

Es kann entscheidend sein, ob man einen CP-Punkt vor oder nach Kreditvertragsunterzeichnung erledigt. Die zentrale Frage ist, ob die Erfüllung einer Auszahlungsvoraussetzung zur Zufriedenheit der Bank ausfällt oder nicht. Vor Unterzeichnung des Kreditvertrages muss die Bank stets befürchten, dass bei einer Nichteinigung in einem Detail der CP-Liste der Kredit gar nicht zustande kommt.

Nach Unterzeichnung eines Kreditvertrages mit Nichtabnahmeentschädigung sitzt die Bank am „längeren Hebel“; ihre Verhandlungsbereitschaft ist dann oftmals deutlich geringer.

Zu trennen ist also zwischen CPs, die eher „technischer“ Natur sind und teils sowieso nicht vorab erledigt werden können, und CPs, die Dealbreak-Potenzial haben.

A) Eher technische CPs:

- Notariell beglaubigte Grundsschuldbestellungsurkunde
- Vollstreckungsunterwerfungserklärung
- Unterzeichnung der Sicherheitenverträge
- Rangrücktritts- und Belassungserklärung zu Gesellschafterdarlehen
- Sicherungszweckerklärung
- Kontoverpfändungsvereinbarungen
- HR-Auszüge
- Nachweis Vertretungsberechtigungen
- Kopie Gesellschafter-Vertrag

B) CPs mit Dealbreak-Potenzial:

- Einreichung von Jahresabschlüssen zur Zufriedenheit der Bank
- Vorlage eines Liquiditätsplans der Unternehmensgruppe

- Nachweis des Track-Records der Gruppe
- Altlastengutachten
- Legal-DD/Steuer-DD
- Intercreditor-Agreement zur Zufriedenheit der Bank.

## „Dealbreaker“ Mieterdienstbarkeit

Wir möchten dieses Thema noch anfügen, da es sich im Rahmen unserer Beratungen als außerordentlich brisant erwiesen hat. Wir wollen hier keine eigene Wertung - vor allem keine juristische Wertung abgeben. Für unsere Mandanten ist allein entscheidend, wie dieses Thema seitens der Kreditinstitute behandelt wird., denn sogenannte Mieterdienstbarkeiten können Finanzierungen oder Objekt-Verkäufe beeinträchtigen oder gar verhindern.

Die zugrunde liegenden Interessenlagen der Beteiligten: Mieter, Eigentümer und Bank sind nach unserer Erfahrung nicht einmal grundsätzlich auseinander. Insbesondere „starke“ gewerbliche Mieter z.B. aus den Bereichen Retail und Hospitality investieren oft eigene Mittel in die Entwicklung des Standortes und in das Objekt. Daher wünschen sie sich bei langfristigen Mietverträgen vertragliche Sicherheit. Diese bietet unser Mietvertragsrecht. Allein im Falle einer Zwangsversteigerung kann der Mietvertrag durch den Ersteher gekündigt werden (§ 111 InsO + § 57a ZVG). Dieses Risiko möchte der Mieter nicht eingehen. Helfen kann ihm da nur die Eintragung einer beschränkt persönlichen Dienstbarkeit in Abt. II des Grundbuchs, umgangssprachlich „Mieterdienstbarkeit“ genannt.

Würde diese Dienstbarkeit im Range nach dem Grundpfandrecht einer Bank eingetragen, verfehlt sie naturgemäß ihren Zweck: Sie würde bei

einer Zwangsversteigerung nicht in das „geringste Gebot“ fallen und gelöscht.

Wird sie hingegen im Range vor dem Grundpfandrecht der finanzierenden Bank eingetragen, zerstört dies die Deckungsstockfähigkeit für den Pfandbrief, mit welchem sich die Bank meist refinanziert. Die Banken sehen sich nämlich dem Risiko ausgesetzt, dass der Mieter über seine eigentliche Interessenlage zum Fortbestehen der Nutzung des Mietobjektes hinaus, unter Umständen seine Ansprüche aus der Restlaufzeit des Mietvertrages kapitalisiert bis zum 25-fachen der Jahresmiete in einer Summe geltend machen könnte. Dies kann dann tatsächlich zur völligen Wertlosigkeit des Grundpfandrechts führen.

Wenn wir einmal davon ausgehen dürfen, dass weder die Bank etwas gegen den reinen Fortbestand des Mietverhältnisses im Falle einer Zwangsversteigerung hat, noch der Mieter über die Sicherung der Nutzungsmöglichkeit seines Mietobjektes hinaus unbedingt am Bargeld einer kapitalisierten Miete interessiert ist, sollten sich rechtliche Gestaltungen finden lassen, die sicherstellen, dass die jeweilige materielle Interessenlage gewahrt bleibt.

Der Verband der Pfandbriefbanken (VdP) hat dazu Vorschläge erarbeitet. Diese Vorschläge sind nach unserer Erfahrung den mit gewerblichem Mietrecht befassten Anwälten gut bekannt. Im Wesentlichen geht es um zwei Gestaltungsmöglichkeiten:

- a) Das Grundpfandrecht wird vorrangig eingetragen. Die Bank übergibt dem Mieter jedoch eine „Liegenbelassungserklärung“. Dies ist eine schuldrechtliche Vereinbarung, wonach die Bank sich verpflichtet, im Falle einer Zwangsversteigerung abweichende Versteigerungsbedin-

gungen zu beantragen, wonach die nachrangige Mieterdienstbarkeit ins geringste Gebot fällt und bestehen bleibt.

- b) Das Grundpfandrecht wird nachrangig eingetragen, der Wert der Dienstbarkeit wird aber auf z.B. € 25.000 beschränkt. Sie soll ins geringste Gebot fallen und bestehen bleiben, nicht aber die Forderung einer kapitalisierten Miete ermöglichen.

Allerdings auch an den Mustertexten des VdP haben einzelne Banken Änderungswünsche. Unser dringender Rat ist es daher, vor Abschluss eines Mietvertrages mit Mieterdienstbarkeit eine Abstimmung mit der finanzierenden Bank herbeizuführen.

Und selbst wenn ein Projektentwickler mit seiner zwischenfinanzierenden Bank einig ist: Wenn die Bank eines potenziellen Käufers das Thema enger sieht, kann dies die Transaktionsfähigkeit des Objektes einschränken.

## Werner Doetsch

Bis Mitte 2016 war Herr Doetsch in verschiedenen Funktionen als Managing Director bei der Westdeutschen ImmobilienBank AG tätig – zuletzt als Leiter der nationalen und internationalen Marktbereiche (Deutschland / Europa / USA) inkl. Syndication und Securitisation. Er war Vertreter des Vorstandsvorsitzenden für die Bereiche Kreditgeschäft (Markt) und Treasury.

Mit seinen verschiedenen Teams hat er die Finanzierung zahlreicher großer Portfolio-Transaktionen bis zu einem Volumen im Einzelfall von € 3,5 Mrd. strukturiert.

In Zusammenarbeit mit den Investmentbanking-Bereichen des Konzerns hat er auch Börsengänge, Kapitalerhöhungen und Anleihe-Emissionen von Immobilienunternehmen begleitet.

Werner Doetsch ist zudem seit ca. 15 Jahren in Kontaktstudiengängen und berufsbegleitenden Real Estate-Master-Studiengängen als Dozent tätig.

Aktuell übt Herr Doetsch folgende Lehraufträge aus:

- EBS / REMI (Investment & Finance)
- IREBS (Immobilienökonomie)
- ADI (Immobilienökonomie)
- DVFA (CREA-Programm)
- HS Luzern (Master-Studiengang)
- ETH Zürich (Master-Studiengang)
- Universität Zürich „CUREM“-Master-Studiengang

Darüber hinaus nimmt er an verschiedenen Firmenprogrammen (Shoppingcenter-Entwickler / Einzelhandelsfilialisten und auch größere Banken und Versicherungen) als Dozent teil.

Beim EBS / REMI ist er Mitglied in verschiedenen Prüfungskommissionen. Bei der IREBS ist er Beiratsmitglied und Beauftragter für das Modul Investment & Finance. Beim ZIA in Berlin ist er seit Jahren Mitglied im Ausschuss für Hotelimmobilien.

Seit 1. Juli 2016 arbeitet Werner Doetsch mit seiner Unternehmung Loan & Equity Arrangement als selbständiger Berater und operativer Begleiter in Kreditprozessen für gewerbliche Kreditnehmer.

## Matthias Tertünte

Matthias Tertünte ist gelernter Bankkaufmann mit einem Abschluss zum Bankfachwirt der Bankakademie, heute Frankfurt School of Finance & Management. Er war zuletzt als Executive Director Leiter des nationalen Kreditbereiches der Westdeutsche ImmobilienBank AG / Servicing AG.

Neben der Leitungsfunktion mit Entscheidungs- und Kreditbewilligungskompetenz arbeitete er speziell in der Strukturierung und der Arrangierung von Finanzierungen für gewerbliche Immobilienprojekte und Immobilien-Portfolios. Spezialimmobilien, insbesondere Hotelprojekte, Wohnimmobilien-Portfolios und PublicPrivate-Partnership Modelle sind seine besonderen Kompetenzschwerpunkte.

Herr Tertünte ist fundierter Kenner bankspezifischer Kreditprozesse und hat an zahlreichen Projekten zur Umsetzung und Implementierung neuer Anforderungen an die Bankorganisation in maßgeblicher Funktion mitgewirkt.

Zum 1. Januar 2019 ist Matthias Tertünte als Partner in das Unternehmen Werner Doetsch Loan & Equity Arrangement eingetreten.

## Leistungen und Honorar

Für Kreditnehmer stellt sich die Frage, ob es in einzelnen komplexen Fällen einen Mehrwert hat, Senior-Finanzierungs-Knowhow situativ und temporär als Dienstleistung einzukaufen, statt als „Betriebsbereitschaftskosten“ laufend vorzuhalten.

Wer unsere Leistung in Anspruch nimmt, lässt jemand für oder mit sich gemeinsam verhandeln, der es hunderte Male „auf der anderen Seite“ gemacht hat.

Wir verstehen uns nicht als „Kreditvermittler“ sondern vielmehr als „verlängerte Werkbank“ eines Immobilien-Unternehmens. Neben der Gestaltung einer realistisch umsetzbaren Finanzierungsanfrage oder Optimierung eines vorliegenden Konzeptes liegt regelmäßig unser Schwerpunkt in der „handwerklichen“ operativen Begleitung von Kreditprozessen von der Anfrage bis zum Closing im Außenauftritt meist gemeinsam mit dem Mandanten.

Da wir bisher ohne nennenswerte Büro-Infrastruktur auskommen konnten, glauben wir, im Vergleich zum Wettbewerb auch sehr günstig zu arbeiten.

Unsere Basis sind neben unserem Fachwissen gute Marktkennntnisse über die unterschiedlichen Risikostrategien der Banken/Sparkassen und Mezzanine-/Private-Equity-Investoren und das Wissen um die internen Prozesse bei Kreditgebern. Bedingt durch unsere zahlreichen Finanzierungsmandate – teils auch mit namhaften Projekten und Mandanten - haben wir regelmäßigen Kontakt zu allen großen Immobilien-Finanzierungsinstituten und alternativen Finanzierungspartnern sowie zunehmend auch regionaler Banken und Sparkassen.

Unser Netzwerk zu alternativen Kreditgebern wie Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerken bauen wir zudem laufend weiter

aus – aktuell auch über die Durchführung von Kreditvergabe-Schulungen für diese Gruppe.

Wir übernehmen einerseits Mandate, sofern wir überzeugt sind, dass wir eine gute Lösung gestalten können, die der Investor/Entwickler selbst in dieser Form allein nicht ohne weiteres findet. Andererseits übernehmen wir jedoch auch regelmäßig Leistungen für Mandanten, die durchaus in der Lage sind, auch ohne Unterstützung eine Finanzierung zu erlangen. Diese Mandanten kaufen sich temporär mit uns Senior-Management-Qualität ein, um sich im Rahmen ihrer Kernkompetenzen auf andere Aspekte einer Transaktion konzentrieren zu können.

Unser Honorarkonzept orientiert sich an der jeweiligen Aufgabenstellung und ist weitgehend erfolgsbasiert.

In jedem Einzelfall ist unser Anspruch, einen Mehrwert über unser Honorar hinaus zu erbringen. Wir schauen uns einen Auftrag an und legen zunächst diesen Mehrwert dar.

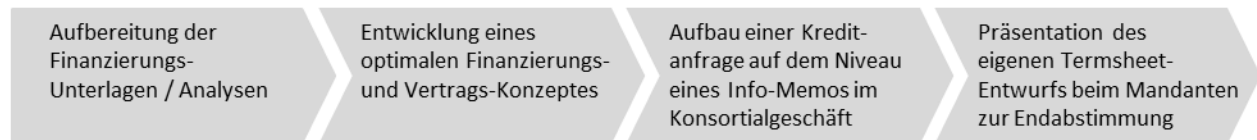
Auf der letzten Seite ist ein kompletter Leistungsprozess dargestellt. Wir übernehmen hin und wieder allerdings durchaus auch nur einzelne „Bausteine“ wie Prüfung eines Termsheets oder eines Kreditvertrages zur Optimierung von Verhandlungen.

Und für einen Rat, welchen wir jemand in überschaubarer Zeit am Telefon geben können, schreiben wir auch keine Rechnung!

Bei Projektfinanzierungen arbeiten wir im Übrigen unser Honorar in die Finanzierungskosten der Kostengruppe 900 ein. Sie kann daher aus der Projektfinanzierung und nicht aus freien Mitteln des Projektentwicklers gezahlt werden.

## Maximaler Leistungsprozess

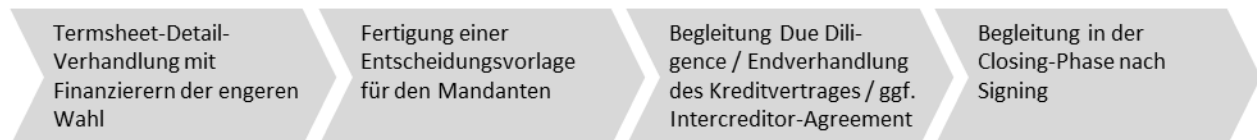
### Phase 1



### Phase 2



### Phase 3



Der Aufbau von Kreditanfragen erfolgt im Rahmen unserer Beratung entsprechend dem Aufbau einer internen Kreditentscheidungsvorlage in einer Bank. Besondere Berücksichtigung findet dabei die fachgerechte Aufbereitung der Daten, die von dem Kredit-Analysten für die Erstellung eines Ratings nach Basel III benötigt werden.

## Kontakt

### Werner Doetsch

Managing Partner

+49 170 38 68 108

werner.doetsch@loan-equity-arrangement.de

### Mattias Tertünte

Partner

+49 160 61 05 741

matthias.tertuente@loan-equity-arrangement.de

[www.loan-equity-arrangement.de](http://www.loan-equity-arrangement.de)