

Die optimale Kreditstruktur – Herausforderungen in der Praxis

Leo Cremer und Kambiz Ghaliari

Von den Immobilienbanken war in den vergangenen Jahren vor allem Flexibilität gefragt, um aus einer Vielzahl innovativer Produkte die passende Kombination für ihre Kreditnehmer bereitzuhalten. Im heutigen, wieder konservativeren Kapitalmarktumfeld müssen sie verstärkt ihre Kreativität unter Beweis stellen, um den Anforderungen von Markt und Marktfolge, von Aktiv- und Passivseite gerecht zu werden. Mit zwei Praxisbeispielen wollen die Autoren zeigen, wie ein ausschließlich im deutschen Markt tätiger Spezialfinanzierer auch unter den veränderten Makrobedingungen passende Lösungen zu finden versucht. (Red.)

Kreditstrukturierung ist die Kunst und das Handwerk, für das Investment eines Kunden aus geeigneten Bausteinen eine maßgeschneiderte Finanzierung zusammenzustellen. Hier Gestaltungsspielräume zu finden und zu nutzen – der kreative Aspekt – sowie Komplexität zu managen und schließlich das richtige Gleichgewicht zu finden – der handwerkliche Aspekt – kurz: die optimale Kreditstruktur zu schaffen, ist bei der Immobilienfinanzierung erfolgsentscheidend, damit aus Ideen profitable Investments werden.

Die Corealcredit Bank als Finanzierungsspezialist für professionelle Immobilienprojekte in Deutschland zeichnet sich durch kreative wie sachgerechte Formen der Kreditstrukturierung aus. Und die Bank hat dabei einen Zusatzanspruch: Als kapitalmarktorientierte Bank nutzt sie neben der Pfandbrief-Refinanzierung auch Syndizierung und Verbriefung. Daher legt sie schon beim Gestalten von Immobiliendarlehen die Grundlagen, die eine spätere Ausplatzierung von Tranchen erlauben, mit dem Ziel, ein für Kunde und Bank kompetitives Investment zu ermöglichen. Zwei Beispiele aus der Praxis zeigen, welche Vorteile die Kreditstrukturierung sowie das Erzielen von Kapitalmarktfähigkeit dem Kunden bieten.

Beispiel 1: Finanzierung eines Wohnportfolios

Ein finanzstarkes und erfahrenes Immobilienunternehmen plant den Kauf und die anschließende Privatisierung von Wohnungen. Das Investment im mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Bereich umfasst den Ankauf mehrerer Wohn-

portfolios in überdurchschnittlich guten Lagen in ganz Deutschland sowie Maßnahmen zur Objektsanierung. Der Abverkauf soll daran anschließend über mehrere Jahre erfolgen, wobei für die Teilportfolios unterschiedliche Privatisierungsstrategien wie Block- oder Einzelverkauf sinnvoll sein werden. Immobilienunternehmen und Bank hatten zuvor bereits ein ähnliches Projekt gemeinsam erfolgreich umgesetzt.

Das Investment und damit auch die Gestaltung einer solchen Finanzierung hängen nicht nur ausschließlich vom Miet-Cash-Flow, sondern auch von der Sanierungs- und Privatisierungsstrategie ab. Entsprechend sind Tilgungsstruktur, Release Pricing und Covenants darauf abzustimmen und individuell festzulegen.

Bei einer Objektsanierung ist die Kapitaldienstfähigkeit (Debt Capacity) anfänglich begrenzt. Also ist zunächst über die Kreditzinsen hinaus nur wenig Tilgung möglich; wenn die Mieten in Folge der Sanierung steigen, kann sich dies ändern. Da die Kapitaldienstfähigkeit vom Kreditbetrag abhängt, auf den Zinsen und Tilgung zu zahlen sind, muss zwischen dem Loan to Value (LTV)

Die Autoren

Dr. Leo Cremer ist Direktor und Leiter Strategie und Kommunikation bei der Corealcredit Bank AG, Frankfurt am Main. **Kambiz Ghaliari** ist Generalbevollmächtigter und verantwortlich für die Vertriebskoordination sowie internationale Kunden bei der Corealcredit Bank AG, Frankfurt am Main.

und der Debt Capacity austariert werden.

Im konkreten Beispiel wurde im ersten Jahr gänzlich auf Tilgung verzichtet, danach steigt der Tilgungssatz jedoch parallel mit der realistischen Mietentwicklung deutlich an. So war einerseits ein Finanzierungsvolumen in Höhe von etwa zwei Drittel des Investmentvolumens (einschließlich Capex) möglich, andererseits wird selbst im schlechtesten Szenario der Exit-LTV ausreichend gering sein, um einen Portfolioverkauf oder eine Anschlussfinanzierung zuzulassen.

Flexible Tilgungsstruktur nach Privatisierungserfolg

Da eine zumindest teilweise Privatisierung der Wohnungen angestrebt wird, ist diese Tilgungsstruktur als Mindesttilgung zu verstehen; die Kredittilgung soll jedoch planmäßig aus den Wohnungsverkäufen kommen. Hierzu war es besonders wichtig festzulegen, welcher Anteil der Verkaufserlöse in die Kredittilgung geht und welcher vom Kunden bereits vor Ende der Projektdauer entnommen werden kann.

Hier spielen zwei Aspekte hinein: Wird nur ein Teil einer Wohnanlage privatisiert, wird der Erwerb des Restbestandes für einen potenziellen Käufer weniger attraktiv und reduziert den Preis. Daher wurde ein Tilgungsanteil am Verkaufserlös (Release Price) vereinbart, der über dem der verkauften Wohneinheit zugeordneten Kreditbetrag liegt, sodass Verkäufe zu einer überproportionalen Rückführung der Finanzierung und damit einer Reduktion des Gesamt-LTV führen.

Unterschiedliche Loan to Values entsprechend der Standortqualität

Bei einem über mehrere Standorte verteilten Portfolio – wie in diesem Beispiel – ist das Restrisiko nicht einheitlich. Daher wurde den einzelnen Standorten ein unterschiedlich hoher nominaler LTV zugewiesen, die Spanne zwischen dem niedrigsten und dem höchsten Teil-LTV beträgt rund zehn Prozentpunkte. Dies erfolgte rein rechnerisch, eine tatsächliche Aufteilung auf mehrere Kredite wäre zwar möglich, jedoch relativ aufwendig, wenn der Vorteil der Standortdiversifikation aufrecht erhalten bleiben sollte.

Ergänzt werden Tilgungsstruktur und Release Pricing von darauf abgestimm-

ten Covenants: Diese beziehen sich auf den LTV sowie die Debt Service Cover Ratio (DSCR) und die Interest Cover Ratio (ICR). Beim Beispiel-Kredit liegt der LTV-Covenant über die Zeit konstant etwa auf Höhe des höchsten fiktiven Teilportfolio-LTV. DSCR- und ICR-Covenant steigen dagegen über die Zeit an; insbesondere kann der ICR-Covenant später nur gehalten werden, wenn Abverkauf und Mietsteigerung tatsächlich gelingen. Ein Nicht-Einhalten eines dieser Covenants ist mit dem temporären Aufbau einer Liquiditätsreserve (Cash Sweep) verbunden. So wird einerseits ein Risikopuffer für die Bank aufgebaut, während andererseits die Verkaufsbemühungen fortgesetzt werden können.

Im Ergebnis gelang es, einen für das Projekt optimierten Kredit zu strukturieren, sodass das Investment unter Beteiligung der Corealcredit Bank zu Stande kam.

Beispiel 2: Finanzierung und Syndizierung einer Projektentwicklung

In einem Mittelzentrum mit überdurchschnittlich hoher Kaufkraft, die derzeit auch mangels Angebot in einigen Handelssegmenten teilweise abfließt, soll in der innerstädtischen Fußgängerzone ein neues Einkaufszentrum entstehen. Kernelement der zu errichtenden Mall sind zwei Ankermieter, welche die aktuelle Angebotslücke schließen und mit ihrer Magnetwirkung den betreffenden Teil der Fußgängerzone aufwerten werden.

Das Investment im mittleren zweistelligen Millionenbereich umfasst Grundstücksankauf und Bebauung. Getragen wird es von einem erfahrenen Projektentwickler sowie einem strategischen Eigenkapitalgeber. Noch während der Bauphase werden die Vollvermietung sowie der Verkauf an einen langfristigen Investor angestrebt.

Die Immobilienfinanzierung zu diesem Development-Projekt muss den Besonderheiten in den beiden Phasen Grundstücksankauf und Bebauung gerecht werden; insbesondere waren Kapitaleinsatz, Vermietungsleistung und Kostensicherheit aufeinander abzustimmen. Zusätzlich wurde bereits vor Projektbeginn eine für den Kunden vorteilhafte Syndizierungsstrategie erarbeitet.

In der ersten Phase galt es, alle benötigten Grundstücke zu erwerben. Da zu

Projektbeginn das notwendige Baurecht noch nicht geschaffen war, wurde hinsichtlich der Beteiligung der Bank ein risikoorientierter Kompromiss notwendig: Finanziert wurde der Grundstücksankauf ungefähr bis zur Höhe des aktuellen Verkehrswertes, die Differenz zum tatsächlichen Kaufpreis stellte der Kunde.

Risikobegrenzung durch Covenants

Nachdem die Grundstücksarrondierung abgeschlossen und das Baurecht geschaffen war, wurde das hinterlegte Barguthaben bis zur Höhe des dann relevanten Verkehrswertes freigegeben. Zudem war die weitere Finanzierung davon abhängig, dass eine Mindestvorvermietung unter anderem mit den beiden Ankermietern hinsichtlich Fläche und Jahresnettomiete erzielt wird, was auch erfolgreich geleistet wurde. Der weitere Vermietungsfortschritt war zudem relevant für die Marge, die abhängig von der Vermietungsquote sank (Step Down).

Wesentliche Vorbedingung für die zweite Phase war zudem Kostensicherheit. Hierzu wurden vor Baubeginn Gewerke über mindestens drei Viertel des Gesamtvolumens fest kontrahiert. Entsprechend konnte das Bauen zügig beginnen. Der Anteil der Bank ist dabei so eingestellt, dass der Loan to Cost (LTC) bei rund 90 Prozent liegt. Der LTV ist geringer, sodass selbst bei einem Rest-Leerstand und unterdurchschnittlichen Mietabschlüssen eine Kredittilgung möglich ist. Die Gesamtkonstellation erlaubte sogar einen für den Kunden sehr attraktiven Equity Kickback: Wenn ein bonitätsstarker Käufer einen definierten Mindest-Kaufpreis zugesagt hat und der Bautenstand über 50 Prozent beträgt, ist eine Eigenkapital-Revaluierung vorgesehen.

Kreditstrukturierung für Konsortialpartner

Kredit-Underwriting und erste Valutierungen erfolgten anfänglich alleine durch die Corealcredit Bank, sodass der Kunde schnell handlungsfähig war. Parallel zur Kreditstrukturierung wurde jedoch schon an einem – auf das Projekt abgestimmten – Konsortialvertrag gearbeitet. Als Partner ins Boot geholt werden konnte auf dieser Basis schließlich ein am Ort des Developments tätiges Kreditinstitut, das weiteres lokales

Know-how einbrachte sowie – nach dem zeitlich idealen Einstieg zur Bauphase – den Zahlungsverkehr übernahm.

Der Syndizierungspartner stellt die mit den Gewerkevergütungen einhergehenden Kreditvalutierungen sofort in Rechnung. Andersherum wurde die Risikoaufnahme seitens des Konsortialpartners vereinfacht, indem eine Syndizierung immer nur in größeren Tranchen erfolgt, die auf runde Beträge lauten. Auf eine Beteiligung an der Mehrwertsteuerlinie wurde aus Aufwandgründen ganz verzichtet.

Auch diese Kreditstruktur erwies sich für den Kunden als optimal, indem sie eine auf die spezifischen Projektbesonderheiten abgestimmte Finanzierung mit einer dem Kunden Mehrwert schaffenden Syndizierung kombinierte.

Im Deal Team zur optimalen Kreditstruktur

Im Endergebnis konnte den Kunden in beiden Beispielen ein auf ihre Bedürfnisse zugeschnittenes, attraktives Angebot unterbreitet werden. In die optimale Kreditstruktur fanden dabei vielfältige Aspekte und Fähigkeiten Eingang, von der Objekteinschätzung über die Cash-Flow-Modellierung bis hin zur Refinanzierung. Um hierbei jeweils das größtmögliche Know-how einzubringen, stellt die Corealcredit Bank zu jedem Investitionsvorhaben ein erfahrenes Expertenteam zusammen, das sich durch enge und effiziente Zusammenarbeit auszeichnet.

Dieses sogenannte Deal Team besteht aus dem Kundenbetreuer, dem Risikoanalysten sowie Spezialisten etwa für Objektbewertung, Refinanzierung und Derivate. Die kreative und konstruktive Arbeit dieser Experten in einem Team gewährleistet, dass schnell, effizient und verbindlich ein für den Kunden optimales Leistungspaket aus einer Hand unterbreitet und bei kurzfristigen Planänderungen auch angepasst werden kann, wie es auch in den beiden Beispielen realisiert wurde.

In beiden Fällen waren so schon vor den Kreditzusagen die optimalen Refinanzierungen ausgearbeitet, und der Derivate-Experte hatte jeweils flexible Zinsswaps auf die Finanzierungen angeboten. Mit solchen kreativen wie handwerklich soliden Kreditstrukturen hat die Corealcredit Bank mit ihren Kunden bereits viele Immobilieninvestments erfolgreich gemeistert. ■