

spricht hier von einer sogenannten „Recourse-Finanzierung“ im Unterschied zur „Non-recourse-Finanzierung“, welche beim projektbezogenen Immobilienkredit zur Anwendung kommt und deren Finanzierungsstruktur primär auf die Erträge, Kosten, Ausgestaltung des gegenständlichen Einzelobjektes/-projektes abstellt.

Die Vorteile für den Immobilienkunden stellen sich bei einem Projektvorratsrahmen wie folgt dar:

- Rascher Zugang zu einer Immobilienfinanzierung
- unabhängig von einer langer Projektprüfungsdauer der Bank
- nachträgliche Finanzierungsstrukturierung ohne Zeitdruck bei gleichzeitigem Freiwerden der Projektvorratskreditlinie

Als entscheidender Nachteil für die immobilienfinanzierende Bank ist bei der Vergabe von Projektvorratsrahmen die Nichtgebundenheit der so gewährten Finanzierungsmittel bezogen auf das Einzelobjekt/-projekt und somit die Gefahr der Querfinanzierung (d.h. schwache Projekte werden mit Finanzierungsmitteln ertragreicher subventioniert) zu nennen. In diesem Zusammenhang und wegen der Entwicklung hin zu komplexeren, zunehmend internationalen Immobiliengeschäften, wodurch sich selten primär homogene Geschäftstätigkeiten und Immobilienportfolios bei den Immobilienkunden einstellen, ist die Vergabe von Projektvorratsrahmen in der gängigen Praxis eher selten.

3.3. Schichtenfinanzierung

Die immobilienfinanzierende Bank kann im Zuge des Krediteinräumungsprozesses eine detaillierte Klassifizierung des zu gewährenden Immobilienkredites in der Weise vornehmen, dass sie basierend auf ihre Risikoeinschätzung des Immobilienobjektes/-projektes einzelne Kreditschichten strukturiert. Die Basis zur Bestimmung der Kredithöhe der jeweiligen Finanzierungsschicht bildet die Ertragsstärke, welche sich im Ertragswert des Schätzgutachtens der gegenständlichen Immobilie manifestiert. Neben der Ertragskraft der zu finanzierenden Immobilie bildet die Besicherungsintensität die Grundlage in der Schichtenfinanzierung. Damit ist nicht nur die nominelle, faktische und rechtlich durchgeführte Umsetzung der jeweiligen Besicherungsart (wie hypothekarische Grundbucheintragung der zu finanzierenden Immobilie sowie Absicherungsgarantien), sondern ebenso die nachhaltige Werthaltigkeit sämtlicher Besicherungsformen von Bedeutung (d.h. es wird auf die materielle Risikodeckung abgestellt). Beispielsweise ist eine eintragungsfähige Pfandurkunde im Vergleich zur im Grundbuch im C-Blatt eingetragenen Vollhypothek als nicht materielle Deckung anzusetzen. Ebenso wird etwa die zehnte für einen Immobilienkredit abgegebene Garantie der Konzernmuttergesellschaft in ihrer materiellen Werthaltigkeit der Erstgarantie unterlegen sein. Je werthaltiger die Immobilie – ausgedrückt im bankmäßigen Ertragswert – und je stärker die rechtliche Wirkung der Besicherungsart, desto risikoresistenter stellt sich die Immobilie dar.

Die verstärkte Komplexität und Internationalisierung der Immobilienwirtschaft verlangt den immobilienfinanzierenden Banken ein Mindestmaß an Strukturierung ihrer Immobilienkredite ab. Außerdem zwingen bankaufsichtsrechtliche Bestimmungen (Basel III etc.) und ihr eigenes risikoabgestimmtes und -optimiertes Ertragsdenken und -verhalten die Banken zu einer risikogerechten Festlegung der Kreditstruktur ihres Immobilienkreditportfolios.

In der Schichtenfinanzierung kommt es aufgrund der unterschiedlichen Risikobeurteilung zu einer Strukturierung der Finanzierungstranchen, welche sich je nach Besicherungsintensität wie folgt einteilen lassen:

- **Senior Loan:**
beste rechtlich besicherte Kreditschicht, welche sich gänzlich werthaltig im bankmäßigen Immobilienertragswert deckt
- **Junior Loan:**
nicht mehr werthaltig im bankmäßigen Immobilienwert gedeckt, rechtlich schwächer besichert (z.B.: bloß hinterlegte Pfandurkunde oder Absicherungsgarantien)
- **Bianco-Finanzierung:**
echtes Risikokapital, Eigenkapital des Kunden oder Beteiligungskapital bzw. Mezzaninkapital

Somit kommt es aufgrund der Risikobeurteilung zu einer Strukturierung der Finanzierung. Es werden unterschiedliche Risikoklassen gebildet, die sich in einen sicheren, einen risikobehafteten und einen unternehmerischen Abschnitt untergliedern lassen, wobei das unternehmerische Risiko das Eigenkapital zur Refinanzierung darstellt.

Der bankmäßig ermittelte Ertragswert bildet zugleich die Grundlage für diese Klassifizierung der Projektfinanzierung. In der Schichtenfinanzierung wird primär der Senior Loan direkt vom Ertragswert der Liegenschaft abgeleitet. Eine eventuelle Restdeckung aus dem Ertragswert wird dem Junior Loan zugeschrieben.

Rechenbeispiel zur Schichtenfinanzierung

Ankauf eines bestehenden, langfristig vermieteten Büroobjektes im zweiten Wiener Gemeindebezirk mit einer Nettonutzfläche von 8.000 m²; Gesamtinvestitionskosten (= Ankaufspreis samt Nebenkosten, Finanzierungskosten): EUR 14 Mio.; bankmäßig ermittelter Ertragswert gemäß Schätzgutachten: EUR 16 Mio.

Beispiel 1: Schichtenfinanzierung

Senior Loan	9.600.000,- 60 % vom Ertragswert
Junior Loan	3.200.000,- 80 % vom Ertragswert
Eigenkapital	1.200.000,- (= rd. 9 % von den GIK)

Die Festlegung und das Ausmaß der einzelnen Kreditschichten ist stets eine individuelle, auf das Immobilienobjekt/-projekt abgestimmte Entscheidung der immobilienfinanzierende Bank und ebenso von dem für das jeweilige Projekt maßgebende Immobiliensegment (Büro, Wohnen, Einzelhandel etc.) sowie von den herrschenden Marktbedingungen (Immobilienmarkt im Pionierstatus versus voll entwickelter, gesättigter) abhängig.

Die Schichtenfinanzierung wird sowohl bei der Projektfinanzierung (= Finanzierung einer Projektentwicklung, eines Immobiliendevelopments) als auch bei der Immobilienfinanzierung einer Bestandsimmobilie (= Refinanzierungsphase/Investmentfinanzierung) angewendet.

Für die immobilienfinanzierende Bank bringt die Schichtenfinanzierung den Vorteil, dass sie die jeweilige Risikobereitschaft durch die Vergabe unterschiedlicher Kredithöhen 1:1 an die Ertragskraft des gegenständlichen Immobilienobjektes/-projektes – komprimiert ausgedrückt im bankmäßig ermittelten Schätzwert – knüpfen und somit einer Risikovorlage zulasten des Bankertrages weitestgehend entgehen kann. Bei ertragsschwachen Immobilienkonzepten und den daraus folgenden Projektrealisierungen kann prinzipiell nur eine Senior-Loan-Schicht dem Immobilienkunden angeboten und schlussendlich vereinbart werden. Je mehr die immobilienfinanzierende Bank die beiden Senior-Loan- und Junior-Loan-Volumina gewährt und damit verstärkt an der Obergrenze der Ertragswerthöhe finanziert, desto höher ist ihre Risikopartizipation und desto geringer ist das Eigenkapitalerfordernis des Immobilienkunden. Diese Risikobereitschaft spiegelt sich in der Festlegung der Kreditkondition wider (= sog. Risikokostenansatz, Details s.u.). Dabei werden bei der strukturierten Immobilienfinanzierung den einzelnen Kreditschichten je nach Risikointensität differenzierte Risikoprämien und somit Zinsaufschläge zugeteilt. Das Ausmaß der Risikoprämie steigt mit zunehmender Risikoschicht und abnehmender Besicherungsintensität. Daher ist die Konditionierung des Junior Loan stets höher als die des Senior Loan.

Die Niveauunterschiede zwischen den Zinsaufschlägen des Senior Loan und denjenigen des Junior Loan werden in der Fachsprache als „Skims“ bezeichnet und hängen stark von den vorherrschenden Immobilien- und Kapitalmarktbedingungen ab (Immobilienboom- versus Krisenjahr), wobei sie in einer boomenden Marktsituation wesentlich strenger ausgeprägt sind.

Die Konstellation der Schichtenfinanzierung wird ebenso in der Laufzeitgestaltung beider Kreditschichten umgesetzt. Konsequenterweise wird eine langfristige Kreditlaufzeit für den beständigen Senior Loan, eine kurz- bis mittelfristige hingegen für den Junior Loan bestimmt werden. Dem Immobilienkunden bringt dies den Vorteil einer geringeren Gesamtliquiditätsbelastung, da er den teureren Kreditteil (= Junior Loan) früher rückführt. Die Bezeichnungen „Senior“ und „Junior“ sind vom Personalwesen abgeleitet, da eine nach Senioritätskriterium eingestufte Mitarbeiterperson jemand mit entsprechender Qualifikation und arrivierter Erfahrung gegenüber dem Junior (= „Newcomer“) darstellt.

- Konjunkturelle Anpassung der Einnahmen
- Gesetzliches Vorkaufsrecht
- Uneingeschränkte Nutzung des Areals nach Ende des Baurechtsvertrages

Nachteile

- Kapital bleibt im Grundstück gebunden/Finanzierung von Investitionen durch den Verkauf des Grundstückes ist nur eingeschränkt möglich
- Baurechtsverträge sind sehr schwerfällige Vertragswerke mit beschränkten Anpassungsmöglichkeiten
- Risiko für den Eingang des Baurechtszinses/Insolvenz des Baurechtsberechtigten muss permanent überwacht werden
- Risiko von Altlasten beim Heimfall verursacht durch den Baurechtsberechtigten/Risiko der Übernahme einer baufälligen Anlage

Aus der Sicht des Baurechtsberechtigten

Vorteile

- beschränkter Kapitaleinsatz/keine Kapitalbeschaffung für das Grundstück
- Gesetzliches Vorkaufsrecht

Nachteile

- Steigender Baurechtszins infolge Teuerungsanpassung
- Zurückhaltende Finanzierung der Banken
- Verkauferschwernis
- Amortisation notwendig (Heimfallregelung)

4.3. Entwicklungsprojekte/Developments

Die bankmäßige Prüfung der Finanzierbarkeit eines in Entwicklung/Bau befindlichen Immobilienprojektes stellt für die immobilienfinanzierende Bank wohl die risikoreichste Phase eines Immobilieninvestments dar. Gleichzeitig steigt jedoch auch die Wertschöpfungskette vom Baustart bis hin zur fertig gestellten, verwertbaren Immobilie und somit ihre Ertragskraft an. Für die Bank gilt es nach der getroffenen Kreditentscheidung zur Baufinanzierung die während der Bauphase des Immobilienprojektes durch Veränderungen der Projektparameter (wie z.B.: Baukosten- und/oder Terminüberschreitungen) und/oder (durch negative Entwicklungen des unmittelbaren Marktumfeldes (Immobilien- wie Finanzmarkt) ausgelösten Risiken rechtzeitig zu erkennen und ihnen entsprechend gegenzusteuern. Mit dem Projektentwickler als Immobilienkunden ist stets zu vereinbaren, wer und in welchem Ausmaß den Beitrag zur Risikoabdeckung leistet. Der Generalpassus in den Kreditverträgen – „Kostenüberschreitungen sind jeweils durch Eigenmittel des Kreditnehmers zu decken“ – ist in der gängigen Praxis jedenfalls bezogen auf den Einzelkreditfall zu analysieren und zu prüfen. Dabei wird es wirtschaftlich sinnvoll sein, für den Immobilienprojektanten und die

immobilienfinanzierende Bank tragfähige Lösungen zu finden, da ein unfertiges, nicht verwertbares Bauprojekt für keine Seite von Vorteil sein wird.

Generell sind für immobilienfinanzierende Banken bei Bau-/Development-immobilien folgende Finanzierungsgrundsätze zu beachten:

- Kreditbasis: Loan-to-Cost („LTC“) – bezogen auf die Gesamtinvestitionskosten (Erstüberprüfung: Baukosten pro m²; Baunebenkosten: bis zu max. 17 bis 20 % der „kalten“ Baukosten)
- Festlegung der Finanzierungsparameter (Vorverwertung) je nach Immobiliensegment und Marktstadium (reiner Nachfragermarkt versus Verdrängungs-/Sättigungsmarkt) → spekulative Finanzierung oder Vereinbarung von entsprechenden Vorverwertungsquoten
- Festlegung der Finanzierungsphasen je nach Projektphasenkonzept
- Kreditziehungsperiode richtet sich nach der Bauzeit (Vereinbarung der Bereitstellungsprovision)
- Laufzeit/Rückführung: in der Bauphase meist tilgungsfrei (eventuell plus weitere Periode bis Vermietungsbeginn); Zinskapitalisierung während der Bauzeit → danach laufende Amortisation (Annuitäten, Kapitalraten, teilendfällige Finanzierung → Ertragswert nach Fertigstellung ist entscheidend).
- Eigenkapitaleinsatz: entweder im Vorhinein (= „up-front“) vor erster Ziehung des Immobilienkredites oder die Eigenmittelquote wird sukzessive je Bauteilrechnung (= „pro rata“) vom Immobilienkunden erfüllt
- Kennzahlen (ICR, DSCR) basieren auf **kalkulatorischen Größen/Zahlen**
- Auszahlungsvoraussetzungen (Covenants): Kreditauszahlung nach Baufortschritt, Vereinbarung eines Generalunternehmervertrages mit Fixpreisgarantie und fixiertem Fertigstellungstermin, Bestellung eines Prüfsachverständigen zwecks Baurechnungsfreigabe, Grad der Vorverwertung (inkl. Mindestmietvorgaben) etc.
- Eventuell ist schon ein definierter Exit, somit ein Verkauf an potentielle Endinvestoren durch einen Vorkaufvertrag (= „Forward Purchase Agreement“) vorhanden → Baufinanzierung erfüllt den Zweck einer Zwischenfinanzierung mit eventueller Option auf eine Anbindungsfinanzierung des Immobilienerwerbers.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass die Finanzierung von Bau-/Developmentprojekten in die riskanteste Phase eines Immobilieninvestments fällt. Die Faktoren für die Festlegung der Finanzierungsparameter werden neben den jeweils herrschenden Marktbedingungen (wie z.B.: Pioniermarkt versus etablierter Markt bis hin zum gesättigten Immobilienmarkt) entscheidend von der Erfahrung und den realisierten Projektentwicklungen des Immobilienentwicklers geprägt.