



M. M. WARBURG & CO
1798



BETEILIGUNGSREPORT

Zweite Ausgabe 2014

EXTRA
Deutsche Wohnimmobilien

Inhalt**Seite**

Die Renaissance der Wohnimmobilie geht in die Verlängerung <i>Uwe Boehmer</i>	3
Entwicklung des Wohnimmobilienmarktes in Deutschland: Der deutsche Wohnungsmarkt boomt weiter! <i>Marjan Sarrafan</i>	4–6
Regionale Wohnimmobilienmärkte im Fokus: Berlin, Hamburg und Frankfurt <i>Falko Schulz</i>	7–8
Risiken der Projektentwicklung <i>Dr. Stefan Best</i>	8–9
Chancen und Risiken der Immobilien – Projektfinanzierung ohne Bankkredite <i>Uwe Boehmer</i>	10–11

Impressum

Unsere Prognosen und Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir für zuverlässig halten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen. Vollständigkeit und Genauigkeit können wir nicht garantieren. Diese Veröffentlichung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Wir behalten uns vor, unsere dargestellte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. /Juni 2014

Die Renaissance der Wohnimmobilie geht in die Verlängerung

Erinnern Sie sich? Noch im Jahr 2007 waren Investitionen in Wohnimmobilien, z. B. in Berlin, nur etwas für Hartgesottene. Das IBB-Wohnungsmarktbarometer 2007 benannte die Investitionshemmnisse in Berlin wie folgt: schwache Einkommen der Mieter und Wohnungssuchenden, Probleme mit steigenden Nebenkosten, die nur zum Teil auf die Mieter übertragbar sind, ein neuer Mietspiegel, der Mieterhöhungen begrenzt, nicht nachfragegerechtes Angebot, also zu wenig kleine Wohnungen für die zunehmende Tendenz zum Singlehaushalt und insgesamt das Risiko nicht kostendeckender Mieten. Renditen aus Zinshäusern zu erzielen, war mit hohen Verwaltungskosten und Risiken verbunden und wurde gemieden. Berlin konnte schlichtweg das erforderliche Kapital zur Erneuerung der z. T. maroden Bausubstanz nicht anziehen.

Dann kam 2008 die Lehman-Krise, und Investoren richteten ihre Anlageziele neu aus. Es galt und gilt vorrangig, das eingesetzte Kapital möglichst auch real zu erhalten. Privatinvestoren erinnerten sich wieder der Anlageform „Zinshaus“ und auch Kapitalsammelstellen wie Versicherungen oder Versorgungswerke konnten und wollten mit einer nachhaltigen Rendite von vier Prozent p. a. sehr gut leben.

Ein regelrechter Hype auf Wohnimmobilien setzte im Jahr 2009 ein, befeuert durch beständig sinkende Zinsen. Aktuell sind die Ankaufsrenditen für Bestandsobjekte der deutschen Toplagen auf unter vier Prozent p. a. gefallen. Mit Neubausubjekten im Core-Bereich ist diese Rendite kaum noch erzielbar.

Dieser Beteiligungsreport konzentriert sich thematisch auf die Fragen, ob und wenn ja wo die Marktbedingungen auf mittlere Sicht neue Investitionen sinnvoll erscheinen lassen.

Der erste Beitrag nimmt eine geraffte Bestandsaufnahme von Angebot, Nachfrage und Mietpreisen nach Wohnraum in Deutschland vor, benennt Gründe für den Status und versucht, die Frage zu beantworten, ob der Boom weitergehen wird oder ob sich eine Blase bildet, die zu platzen droht.

Um es vorweg zu nehmen: Nach der jüngsten Presseerklärung der Deutschen Bundesbank ist „allerdings noch keine Spekulationsblase erkennbar, vielmehr übersteige die Nachfrage das Angebot und treibe die Preise.“¹ Es gilt aber, die Entwicklung gerade in den boomenden Metropolen genauer zu untersuchen, was in Artikel zwei geschieht.

Um an dem Boom mit auskömmlichen Renditen zu partizipieren, ist es aktuell unumgänglich, auch Risiken einer Projektentwicklung einzugehen, welche im dritten Beitrag

vorgestellt werden. Der Autor greift dabei auf jahrelange eigene Expertise und auch auf die aktuellen Themen des HIH Development Funds in München zurück.

Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten steigt seit 2010 moderat an, im dritten Quartal 2013 mit einer Jahresrate von 2,2 Prozent. Anders ist dies in den Großstädten und Regionen mit besonders hohen Preissteigerungen, wo Immobilienfinanzierungen mit hohem Fremdkapitalanteil durchaus verbreitet sind.²

Ist eine Projektentwicklung auch ohne Banken möglich? Chancen und Risiken alternativer Finanzierungsstrukturen untersucht der abschließende Artikel.

Das Team der Produktauswahl und -kontrolle der Warburg Bank dankt unserem Gastautor für seinen Beitrag und wünscht bei dieser Extraausgabe zum Thema Wohnimmobilien eine im besten Sinne „erbauliche“ Lektüre.

Uwe Boehmer

Der Autor leitet die Abteilung Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.

1: Bundesbank warnt vor Immobilien-Blase, Deutsche Wirtschafts Nachrichten, 17.02.14

2: Finanzstabilitätsbericht 2013, Deutsche Bundesbank, 12. November 2013

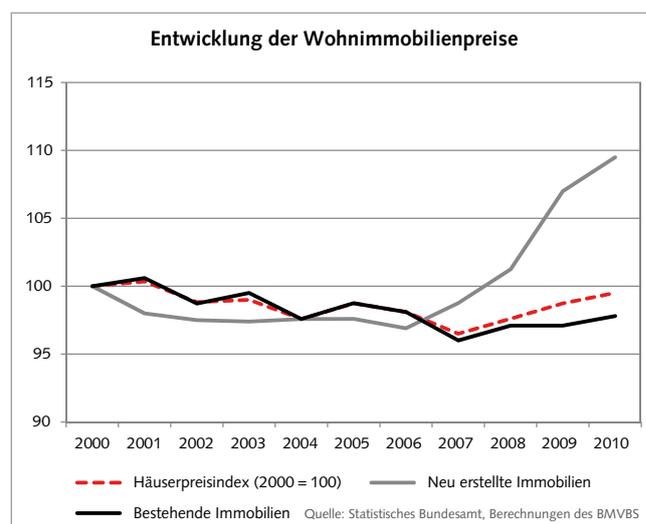
Entwicklung des Wohnimmobilienmarktes in Deutschland:

Der deutsche Wohnungsmarkt boomt weiter!

Betrachtet man die Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt in den letzten Jahren, steht der Trend immer höher steigender Mieten und Preise für Wohnungen und Häuser eindeutig im Vordergrund. So sind vor allem in einigen deutschen Großstädten seit 2010 die Kauf- und Mietpreise bereits um ein Viertel und in Einzelfällen sogar noch stärker gestiegen. Doch wie hoch und wie lange werden die Preise noch steigen? Boomt der Markt weiter, oder entwickelt sich bald eine Blase, die zu platzen droht? Nach jüngsten Aussagen der Deutschen Bundesbank sei keine Spekulationsblase erkennbar, vielmehr übersteige die Nachfrage das Angebot und treibe dadurch die Preise. Allerdings ist diese Aussage differenziert zu betrachten, denn der deutsche Immobilienmarkt ist angebotsseitig geprägt von hohen regionalen Unterschieden. So ist die Eigentumsquote derzeit in Westdeutschland höher als in Ostdeutschland, die neuen Länder holen aber auf. Während in den alten Bundesländern bis 2025 ein Anstieg der Eigentumsquote um vier Prozentpunkt auf 47 Prozent zu erwarten ist, soll die Quote in den neuen Ländern sogar um sechs Prozentpunkte auf 36 Prozent zunehmen.

Auch wenn immer mehr Deutsche in den eigenen vier Wänden wohnen, besteht deutschlandweit noch ein recht hoher Mietanteil, der kulturell und ökonomisch bedingt ist. Als Folge der fast vollständigen Zerstörung der deutschen Städte während des Zweiten Weltkrieges fehlten nach 1945 rund 4,5 Millionen Wohnungen. Der Staat reagierte und förderte den sozialen Wohnungsbau mit Zuschüssen, um sehr schnell sehr viel Wohnraum zu schaffen. Mitte der 1980er Jahre wurde die Förderung schließlich aufgrund der hohen Staatsverschuldung eingestellt. Aktuell verlieren im Zuge der laufenden Liberalisierung des Wohnungsmarktes jährlich ca. 100.000 Wohnungen ihren Status als Sozialwohnung. Gute und verkäufliche Altbestände in attraktiven Großstädten wie Hamburg, Berlin, München oder Frankfurt werden saniert und teuer vermarktet. Auch wenn die Verteuerung und Modernisierung viele Stadtbewohner an den Stadtrand verdrängt hat, bleibt die Nachfrage nach innerstädtischem Wohnraum weiter hoch, so dass das Angebot an Bestandswohnungen nicht ausreicht. Nach Angaben des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung werden bis zum Jahr 2025 in Deutschland 2,9 Millionen zusätzliche Wohnungen benötigt. Nachdem die Neubautätigkeit nach dem Bauboom Anfang der 1990er Jahre rückläufig verlief, war ab Mitte 2009 wieder ein Aufwärtstrend erkennbar. Einen deutlichen Aufschwung erlebte die Wohnungsbautätigkeit schließlich im Jahr 2011. Dabei nimmt die Anzahl der Neubauten vor allem in den

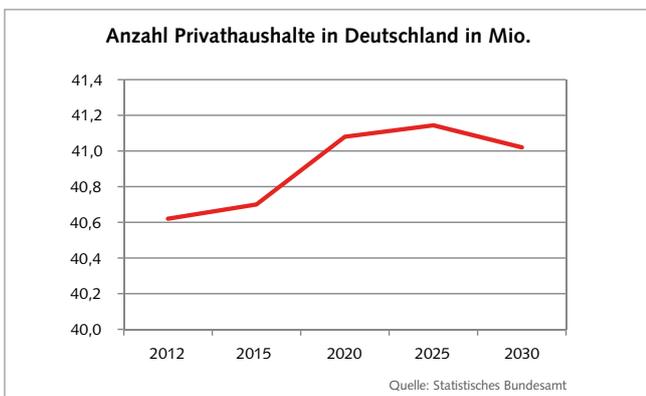
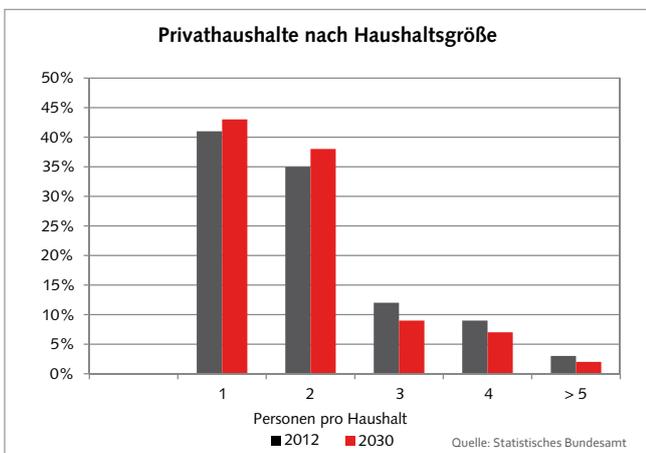
großen Städten mit starker Wohnungsnachfrage besonders deutlich zu. In den attraktiven Lagen von Hamburg, Berlin oder München sind die Freiflächen allerdings rar, so dass der Versuch unternommen wird, das knappe Wohnungsangebot im Wege der Nachverdichtung und Lückenbebauung auszuweiten. Doch das Angebot hochwertiger Immobilien hat auch seinen Preis. Die Baukosten für Neubau-Wohnimmobilien sind seit 2010 jährlich um zwei bis drei Prozent und somit leicht über dem Inflationsniveau gestiegen und können sich je nach Ausstattung auf bis zu EUR 2.000 pro Quadratmeter belaufen. Während seit 2007 die Preise für Bestandsimmobilien nur leicht nach oben gegangen sind, verzeichnen Neubau-Wohnimmobilien einen wesentlich höheren Anstieg.



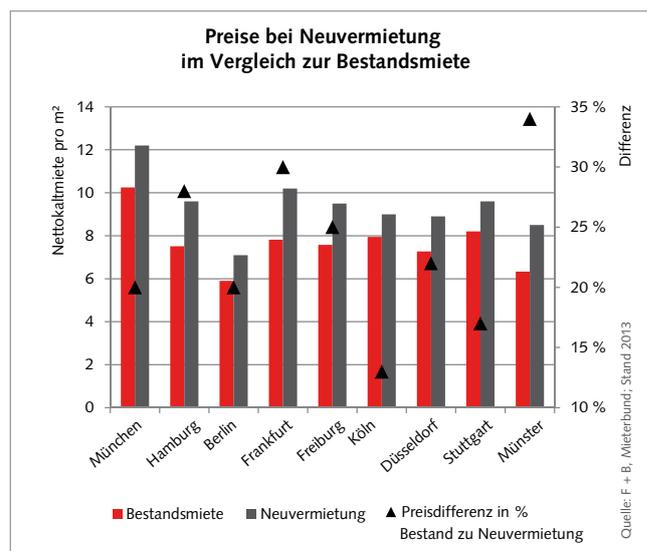
Die anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien in den deutschen Großstädten wird durch den demographischen Wandel und durch strukturelle Entwicklungen begründet. So ist im gesamten Bundesgebiet ein fortschreitender Anstieg der Singlehaushalte sowie ein genereller Trend zum innerstädtischen Leben zu beobachten, was vor allem durch die veränderten Lebensformen der Menschen (regionale Mobilität, Zerbrechen der Großfamilien, hohe Scheidungsraten, steigende Zahl der Seniorenhaushalte) erklärt werden kann. Das verfügbare Einkommen der Menschen nimmt infolge von kontinuierlich steigenden Akademikerquoten sowie einer hohen Beschäftigungsrate und attraktiv vergüteten Arbeitsplätzen stetig zu. Mittlerweile hat die Zahl der Studenten mit über 2,5 Millionen ein Rekordhoch erreicht. Aber auch die Arbeitslosenquote liegt mit 6,8 Prozent im April dieses Jahres auf einem sehr niedrigen Stand im Vergleich der letzten zehn

Jahre. Der Anteil des Mietaufkommens an dem verfügbaren Einkommen ist in Deutschland durchschnittlich zwar geringer als in anderen Ländern, allerdings fällt die Mietkostenbelastung in den Metropolen wie Hamburg, Berlin und München mit 20 bis 30 Prozent – je nach Wohnlage – deutlich höher aus. Im Vergleich zu Weltstädten wie New York oder London, wo der Mietaufwand rund 40 Prozent beträgt, liegen die deutschen Großstädte allerdings noch auf einem niedrigen Niveau.

Einen weiteren Auslöser für den Trend zur Urbanisierung stellt die schlechte Infrastruktur hierzulande dar. Nicht ausreichend ausgebaute Autobahnen und mangelnde Transportmöglichkeiten erschweren vielen Arbeitnehmern das Pendeln zwischen Arbeitsplatz und Wohnort. Aber auch ältere Menschen zieht es immer mehr in die „City“ – dorthin, wo die kulturelle und medizinische Versorgung sowie die Mobilität weitaus besser ausgestaltet ist als in der Peripherie. Im Zuge der Urbanisierung ist festzustellen, dass trotz sinkender Bevölkerungszahlen, welche nach Berechnung des Statistischen Bundesamtes im Jahr 2025 auf 79 Millionen Menschen und im Jahr 2060 auf 65 Millionen zurückgehen werden, die Anzahl der Haushalte im Jahr 2025 mit 41,1 Millionen ihren Höhepunkt erreicht. Während bis 2020 ein Zuwachs von ca. 500.000 Haushalten erwartet wird, fällt der Anstieg von 2020 bis 2025 mit knapp 60.000 eher gebremst aus.



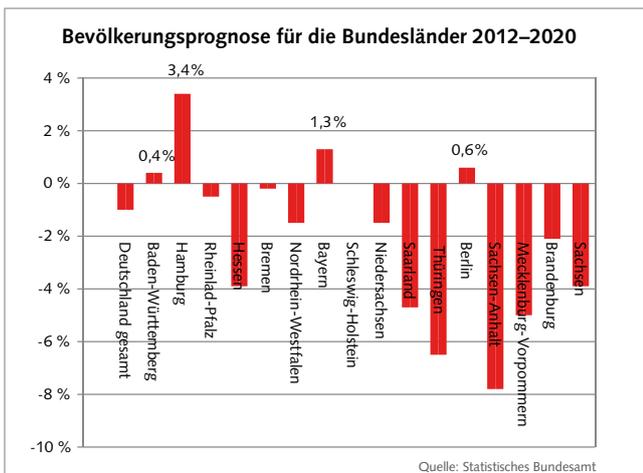
Angesichts der demographischen Entwicklung und einer stabil wachsenden Anzahl an Haushalten ist zumindest auf mittlere Sicht zu erwarten, dass die Kaufpreise und die Mieten in den Wachstumsregionen weiter ansteigen. Deutschlandweit ist von einem moderaten Anstieg auszugehen; für die begehrten Standorte wie Berlin, Hamburg, München oder Frankfurt geht das Analysehaus bulwiengesa im Jahr 2014 von einem deutlichen Aufschlag von etwa fünf Prozent aus. In Frankfurt hat die Differenz zwischen dem Preis bei Neuvermietung und Bestandsmiete bereits 30 Prozent erreicht.



Allein in den ersten drei Monaten des Jahres 2014 sind in den Großstädten die Preise bei Neuvertragsmieten schon um fast drei Prozent gestiegen – so schnell wie im gesamten Vorjahr. Grund hierfür könnte die geplante Mietpreisbremse sein, die 2015 in Kraft treten soll. Es scheint so, als sicherten sich die Eigentümer bei ihren Mietwohnungen noch schnell jene Gewinne, die ihnen zukünftig verwehrt bleiben. Eigentlich bezweckt die Mietpreisbremse das Ausbremsen von Abzockern und die damit einhergehenden rasant steigenden Mieten. Jedoch entwickelt sich das Instrument der Wohnungspolitik der neuen Regierung momentan widersprüchlich und könnte den ohnehin hohen Nachfrageüberhang nach Wohnimmobilien sogar weiter verstärken und als Baubremse wirken. Für Investoren, die eine Immobilie als Kapitalanlage erwerben, führt die Mietpreisbremse zu einer Deckelung der Renditeerwartungen.

An einigen Landstrichen der Bundesrepublik geht der Boom allerdings vollständig vorbei. Während in den großen Städten der Wohnraum knapp ist, leiden weite Teile Ostdeutschlands sowie die ländlichen Regionen unter hohen Leerständen. In diesen Regionen waren im Jahr 2012 Preisrückgänge von bis zu 15 Prozent festzustellen.

Neben der Mietpreisentwicklung spielen die Ausstattung, z. B. die Qualität der Bäder oder die Eignung für barrierefreies



Wohnen für Ältere und Behinderte, besonders aber die gestiegenen Nebenkosten, allen voran die Heizkosten, eine wesentliche Rolle. Der Kostenanstieg fördert eine zunehmende Anzahl an energieeffizienteren Neubauten. Im Jahr 2011 zahlten Mieter durchschnittlich bis zu 2,97 Euro pro Quadratmeter und Monat für die Betriebsnebenkosten; Tendenz steigend. Somit ziehen immer mehr Mieter und Käufer die sogenannte zweite Miete als wichtigen Faktor in ihre Anmietungentscheidung mit ein.

Der Boom am Immobilienmarkt ist auch durch die unverändert hohe Nachfrage von privaten Investoren nach Vermögensanlagen mit hohem Kapitalerhalt getrieben. Während die Geldanlage in Spar- und Termingelder oder in festverzinsliche Wertpapiere deutlich unattraktiver werden, rücken Investitionen in Wohnimmobilien immer stärker in den Vordergrund. Auch bei den Investoren konzentriert sich die Nachfrage auf Wohnimmobilien in attraktiven Lagen von Großstädten und Ballungszentren. Mit einem Transaktionsvolumen von rund 5,6 Mrd. Euro verzeichnen die Anfangsmonate 2014 den höchsten Quartalsumsatz seit Beginn der Lehman-Krise.

Ausblick

Die Kauf- und Mietpreise dürften auch weiterhin steigen. Die in den Medien geführte Diskussion über eine Überhitzung des Wohnungsmarktes könnte, wenn überhaupt, nur wenige Top-7-Metropolen betreffen. Wie dargestellt, resultiert der Boom dort angebotsseitig aus einem erklärbaren Nachholbedarf sowie dem Zwang zur Modernisierung und Qualitätsverbesserung der Gebäude. Die dargestellten Treiber der Nachfrage erscheinen auf mittlere Sicht stabil und sind auf fundamentale Daten zurückzuführen. Das Mietpreiswachstum erscheint organisch, gesund und (noch) bezahlbar. Im Gegensatz zu einer echten Preisblase, wie sie im Jahr 2007 in den Vereinigten Staaten zu sehen war, als überschäumende Gewinnerwartungen und hohe Kreditfinanzierungen zum Platzen der Blase geführt haben, sind in Deutschland eine konservative Kreditvergabe und Investitionen mit hohen Eigenkapitalquoten zu beobachten, bei denen Immobilienanlagen als ein langfristiges Investment angesehen werden. So analysiert die Bundesbank im Rahmen des Finanzmarktstabilitätsberichts, ob bei den finanzierenden Banken die Standards bei der Kreditvergabe verändert und Kreditanforderungen gelockert werden. Laut dem jüngsten Bericht der Deutschen Bundesbank lässt sich bisher keine Lockerung der Kreditvergabestandards feststellen. Dennoch ist bei langfristigen Investitionen Vorsicht geboten, denn das Risiko steigender Zinsen ist nicht außer Acht zu lassen. Aufgrund der niedrigen Zinsen liegt der Schuldendienst für einen Wohnungskauf auf dem niedrigsten Stand seit sieben Jahren, so dass bei steigenden Zinsen Wohnungskäufer Schwierigkeiten mit der Anschlussfinanzierung bekommen könnten.

Wegen der auch in naher Zukunft intakten Erwartungen negativer Realzinsen und einer hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten sollte die Nachfrage nach Investitionen in Wohnimmobilien mittelfristig jedoch weiterhin anhalten.

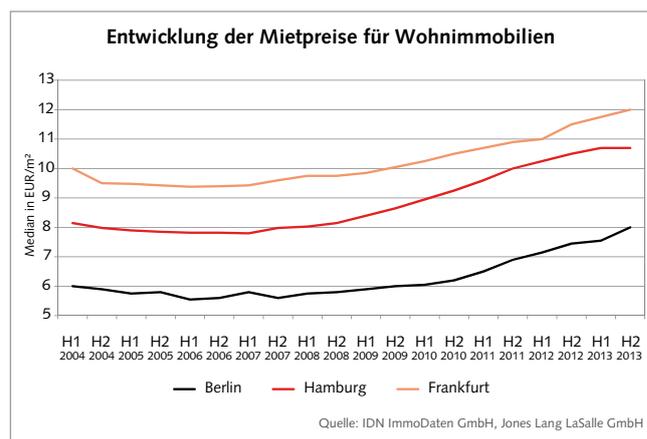
Marjan Sarrafan

Die Autorin ist Trainee bei M.M.Warburg & CO und derzeit in der Abteilung Produktauswahl- und kontrolle tätig.

Regionale Wohnimmobilienmärkte im Fokus: Berlin, Hamburg und Frankfurt

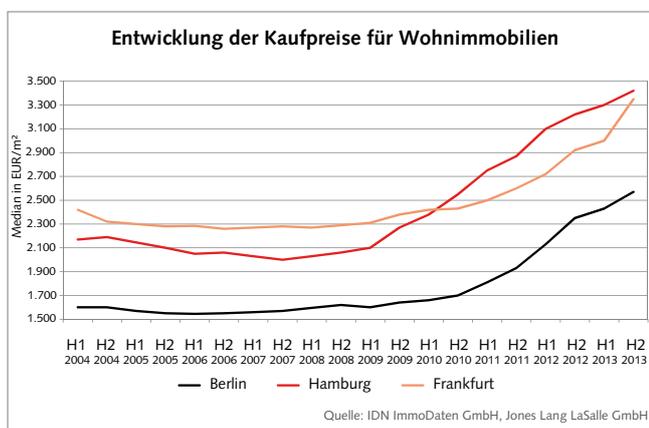
Im Jahr 2013 wurden in Deutschland Wohnungsportfolios im Wert von EUR 15,8 Mrd. gehandelt, womit der Wert des Vorjahres um mehr als 40 Prozent überschritten und der höchste Wert seit 2005 erreicht wurde. EUR 6,7 Mrd. des gesamten Handelsvolumens entfielen dabei auf Berlin, so dass die Stadt den größten deutschen Transaktionsmarkt darstellt. Mit großem Abstand folgen Frankfurt bzw. die Rhein-Main-Region mit EUR 523 Mio. sowie Hamburg mit EUR 426 Mio. Das ebenfalls zu den sogenannten Top-5-Standorten gehörende München liegt mit EUR 150 Mio. Transaktionsvolumen deutlich darunter. Jedoch haben sich 2013 nicht nur die Handelsvolumina deutlich erhöht, sondern auch die für die Wohnimmobilien gezahlten Preise. Die Zunahmen an vorab verkauften Projektentwicklungen in deutschen Großstädten waren hierbei einer der Hauptgründe für die Preissteigerung. Die drei genannten Märkte Berlin, Hamburg und Frankfurt sind aber nicht nur aufgrund der hohen Transaktionsvolumina für Projektentwicklungen von Wohnimmobilien interessant, sondern weisen weitere bedeutende Eigenschaften auf. So hat Berlin unter Deutschlands größten Städten auf der einen Seite die geringste Kaufkraft, auf der anderen Seite aber auch die mit Abstand niedrigsten Wohnungsmieten. Die Kaufkraft pro Einwohner beträgt in Berlin 83 Prozent des Hamburger und 82 Prozent des Frankfurter Wertes, was vor allem auch durch die vorherrschenden Berufsbranchen an den jeweiligen Standorten begründet werden kann: Während in Hamburg und Frankfurt Logistikunternehmen bzw. Banken zu den wichtigsten Arbeitgebern gehören, liegt der Schwerpunkt in Berlin auf den Bereichen Kultur und Verwaltung. Da auf der anderen Seite die Berliner Angebotsmieten nur 77 Prozent der Hamburger und sogar nur 68 Prozent der Frankfurter Mieten betragen, herrscht in Berlin weiterhin ein vergleichsweise günstiges Verhältnis zwischen Kaufkraft und Wohnkosten. Berlin konnte also trotz seines Aufschwungs und der im Hinblick auf die steigenden Mieten und Immobilienpreise oftmals genann-

ten Nachholeffekte noch nicht zu den anderen Großstädten aufschließen. Dementsprechend verlief die Entwicklung der Kaufpreise für Wohnimmobilien in Berlin und Hamburg sowie der Mietpreise in Berlin, Hamburg und Frankfurt in den letzten Jahren weitestgehend parallel.



Dabei gibt es innerhalb Berlins erhebliche Preisunterschiede, so dass der Beurteilung der Mikrolage eine besondere Relevanz zukommt: Die Preisspanne zwischen den Bezirken ist bei Eigentumswohnungen mehr als dreimal so groß wie im Mietsegment. In Berlin Mitte kosten Wohnungen rund 2,6-mal so viel wie in Marzahn-Hellersdorf. Die Preise scheinen hierbei in den zentralen Gebieten nach oben limitiert zu sein, da zuletzt nur noch geringe Steigerungen in den Angebotspreisen verzeichnet worden sind, was eine gewisse Rationalität des Berliner Marktes zeigt. Trotz der zuletzt niedrigen Steigerungsraten bleiben die Wohnimmobilien in Mitte mit Abstand die teuersten in Berlin. Ferner erfreut sich das Wohnen in Wassernähe einer zunehmenden Beliebtheit. Die Wohnviertel um die Spree herum, darunter Kreuzberg und Moabit, bieten dabei eine hohe Lebensqualität und werden weiterhin im Fokus stehen.

Auch in Hamburg gehören die Wohnlagen am Wasser seit jeher zu den begehrtesten Lagen. Die Anziehungskraft der Stadt ist dabei ungebrochen: Hamburg erwartet bis 2030 einen Zuwachs von über 50.000 Einwohnern, so dass sich die Nachfrage auf dem Wohnungsmarkt weiterhin auf einem hohen Niveau bewegen wird. Und obwohl der Anteil an Einpersonenhaushalten genau wie in Berlin und Frankfurt bereits bei 54 Prozent liegt, wird von einer weiterhin zunehmenden Bedeutung der Ein- und Zweipersonenhaushalte auf dem Wohnungsmarkt ausgegangen. Die Knappheit an bezahlbarem Wohnraum hat den Hamburger Senat bereits 2011 dazu veranlasst, einen Vertrag zur Ankurbelung des Wohnungsneubaus mit den Bezirken abzuschließen. Erklärtes Ziel ist es, die



Genehmigungen für Wohnungsbauprojekte zu beschleunigen und jedes Jahr 6.000 neue Wohnungen entstehen zu lassen. Nachdem von 2011 bis 2013 jedes Jahr deutlich über 6.000 Wohneinheiten genehmigt und in der Vergangenheit in Hamburg in der Regel nur ein Anteil von fünf bis acht Prozent der genehmigten Wohnungen nicht gebaut worden ist, ist somit von einem spürbaren Anstieg der Fertigstellungszahlen auszugehen. Die vom Hamburger Senat angestrebte Zahl von 6.000 Wohnungen dürfte damit im Jahr 2014 erreicht werden.

Während in Berlin und Hamburg die Standorte durch die Stadtgrenzen relativ klar umrissen sind, wird im Hinblick auf die Immobilienmärkte bei Frankfurt neben der Stadt selbst auch immer das gesamte Rhein-Main-Gebiet mit berücksichtigt. Hierzu gehören insgesamt 18 Landkreise und sieben Städte, unter anderem auch die hessische Landeshauptstadt Wiesbaden. Neben der zentralen Lage im Rhein-Main-Gebiet

und einem Preisniveau deutlich unter dem von Frankfurt weist Wiesbaden hierbei historisches Ambiente mit viel Kultur, ein grünes Stadtbild sowie eine gute Infrastruktur auf.

Insgesamt ist das Umfeld für Projektentwicklungen in Berlin, Hamburg und dem Rhein-Main-Gebiet zurzeit positiv. Die künftigen Markttrends werden dabei in allen drei Standorten wesentlich von der Entwicklung der Bau- und Entwicklungskosten sowie der Finanzierungskosten abhängen, aber auch von dem zu erwartenden steigenden Angebot an neuen Wohnimmobilien, so dass auf mittlere Sicht lediglich moderate Preissteigerungen zu erwarten sind.

Falko Schulz

Der Autor ist Analyst in der Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.

Risiken der Projektentwicklung

Risiken von Projektentwicklungen können sehr vielfältig sein und bereits lange vor Baubeginn zu unerwarteten Wendungen führen. Bei Beteiligung an einem Fonds, welcher zur Kapitalisierung von Projektentwicklungen dient, sind neben den fondstypischen Risiken vielschichtige und nur teilweise vorhersehbare Probleme auf Projektebene denkbar, wie beispielhaft nachfolgend geschildert:

Verzögerungsrisiken

Im Zuge einer Kapitalisierung von Projektentwicklungen sieht eine übliche Strukturierung vor, dass die Gesamtinvestitionskosten zum allergrößten Anteil über ein Baudarlehen einer Geschäftsbank abgebildet werden. Dieses ist in der Regel grundbuchlich abgesichert und entsprechend risikoadäquat relativ moderat verzinst. Da über diese Finanzierungsform jedoch üblicherweise nur etwa 75 Prozent der Gesamtinvestitionskosten abgebildet werden können und der Projektentwickler sich darum bemüht, seinen tatsächlichen Eigenkapitalanteil kleinzuhalten, verbleibt eine Lücke von etwa 20 Prozent. Wenn diese über Fremdkapital geschlossen werden soll (Mezzaninkapital), so stehen zur Absicherung dieser Mittel keine werthaltigen Sicherheiten auf Projektebene zur Verfügung. Entsprechend höher wird die Verzinsung dieser Mittel ausfallen, um das insoweit höhere Risiko zu berücksichtigen. Für den Fall einer längeren Laufzeit als bei Projektstrukturierung geplant, kann die höhere Verzin-

sung unter Umständen bewirken, dass der Projektgewinn durch höhere Kapitalkosten aufgezehrt wird. Verzögerungen des Projektes können daher zu einer geringeren Kapitalverzinsung beim Mezzaningeber und beim Projektentwickler führen.





Rechtsrisiken auf Projektebene

Ein Projekt steht und fällt mit der Baugenehmigung. Diese muss bestandskräftig vorliegen, um die eigentliche Umsetzung des Bauvorhabens anzugehen. Solange dies nicht der Fall ist, ist eine genaue zeitliche Planung des Projekts nicht abschließend möglich. Zu groß ist das Risiko, dass z. B. die Genehmigung am Ende anders als beantragt oder später erteilt wird oder dass eine bereits erteilte Genehmigung beispielsweise unter nachbarrechtlichen Aspekten angegriffen wird, was zu langen und kostspieligen Gerichtsverfahren führen kann. Im Lichte des bereits erwähnten zeitlichen Aspekts ist das ein Problem, das die Profitabilität des Gesamtprojekts infrage stellen kann. Hier können auch Naturschutzaspekte oder denkmalschutzrechtliche Fragestellungen von Bedeutung sein.

Rechtsrisiken können auch in späteren Projektphasen erhebliche Bedeutung bekommen, beispielsweise dann, wenn es um die Nutzung der errichteten Flächen geht und entsprechende Genehmigungen von Behörden verweigert werden oder wenn eine unumgängliche Umplanung nicht genehmigt wird.

Bürgerinteressen/Nachbarinteressen

Auch Nachbarinteressen, die nicht unmittelbar auf dem Rechtsweg geklärt werden können, sind zu beachten. Im Zusammenhang mit den vielerorts latent existenten Gentrifizierungsängsten können Projekte schnell in ein falsches Licht geraten. Besonders über soziale Netzwerke bzw. elektronische Medien kann ein erhebliches Momentum entstehen und zu einer negativen Meinungsbildung führen. Solange beispielsweise ein Genehmigungsverfahren noch nicht abgeschlossen ist, kann aus solchen Vorgängen eine politische Debatte resultieren, die durchaus Schadenspotenzial hat und schwebende Verfahren negativ beeinflussen kann.

Baurisiken

Auch baubezogene Schwierigkeiten können auf ganz unerwartete Weise auftauchen. Eine eingehende Untersuchung

eines kriegsbetroffenen Baugrundstücks ist sinnvoll, wenn, wie jüngst in München geschehen, eine Blindgängerthematik nicht ausgeschlossen werden kann. Dort wurde bei einer Kampfmittelsuche eine Fliiegerbombe entdeckt. Darüber hinaus sind Baugrund- und auch Kontaminationsrisiken nicht vollständig auszuschließen. Erst wenn das Erdreich tatsächlich ausgehoben wird und die Erdschichten für die Gründung erreicht werden, können die Kosten genau definiert werden. Eingehende Untersuchungen führen zu guten Kostenschätzungen, wobei die tatsächlichen Kosten natürlich immer noch von der Schätzung abweichen können.

Letztlich kommt auch der Auswahl der Bauunternehmen eine besondere Bedeutung zu. Es ist eine enge Verbindung für mehrere Jahre, die der Projektentwickler mit den Bauausführenden eingeht. Alle Parteien sollten von den Qualitäten der anderen zutiefst überzeugt sein.

Vermarktung

Der Wurm muss dem Fisch schmecken und nicht dem Angler. Was ist die Zielgruppe für den Standort? Welche Ansprüche hat diese Zielgruppe? Welcher Bedarf besteht an dem Standort? Seien es Mieter oder Käufer für eine Immobilie – eine genaue Analyse der Vermarktungssituation ist unerlässlich.

Fazit

Wer die Renditechance nutzen will, die in einer Projektentwicklung zweifellos steckt, und sich gegen die vorgenannten und ggf. gegen weitere Risiken schützen will, wird bei der Managementauswahl sehr selektiv vorgehen und sich neben einer konservativen Kostenkalkulation auch die Reserven für Unvorhergesehenes darstellen lassen.

Dr. Stefan Best

Dr. Stefan Best ist Geschäftsführer der HIH Hamburgische Immobilien Handlung GmbH

Bildquelle: HIH Hamburgische Immobilien Handlung GmbH

Chancen und Risiken der Immobilien-Projektfinanzierung ohne Bankkredite

Es klingt ungewohnt, wenn ein Initiator – noch dazu ein Spezialist für Projektentwicklungen – Wert darauf legt, die Finanzierung seiner Vorhaben ohne die Abhängigkeit von Banken und speziell von deren Krediten vorzunehmen. Er vergibt dadurch die Nutzung des Leverage-Effekts. Zur Erinnerung: Der Leverage-Effekt beschreibt die Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität. Durch den Einsatz von Fremdkapital (anstelle von Eigenkapital) kann die Eigenkapitalrendite für die Eigentümer gesteigert werden. Die Voraussetzung für einen positiven Leverage-Effekt ist bei Immobilien-Projektentwicklungen erfüllt, denn die Investitionsrendite (Gesamtkapitalrendite) des Projekts liegt üblicherweise über dem Fremdkapitalzins. Die Nutzung des Leverage-Effekts geht einher mit der Erhöhung des Verschuldungsgrads und damit der Abhängigkeit von der Finanzierungsbereitschaft von Banken.

In den Jahren nach der Lehman-Insolvenz haben Investoren den Vorteil schätzen gelernt, unabhängig von Banken und damit von Finanzierungspartnern zu sein, die nicht notwendigerweise gleichgerichtete Interessen mit den Eigenkapitalgebern verfolgen, da sie in der Regel vorrangig mit dinglichen Sicherheiten ausgestattet sind und eigenen bzw. aufsichtsrechtlichen Zielen verpflichtet sind. Gerade in kritischen Phasen einer Projektentwicklung wird den Banken nachgesagt, die Reißleine in Form einer außerordentlichen Kündigung zu früh zu ziehen und das Projekt zu gefährden.

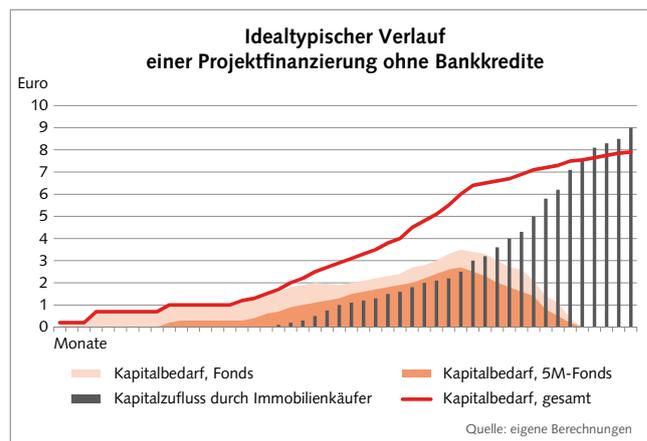
Es hat für einen Projektentwickler im Immobilienbereich also sehr viel Charme, zu prüfen, ob es auch andere Finanzierungsquellen gibt und ob man ohne Banken auskommen kann.

Zunächst einmal sind die verschiedenen Phasen und die sich daraus ergebenden Risikograde der Gesamtfinanzierung zu beschreiben:

Phase		Risikograd
A	Vorplanung und Ankauf des Grundstücks	Sehr hoch
B	Schaffung eines Baurechts / Risiken der behördlichen Genehmigungspraxis	Sehr hoch
C	Bauphase	Hoch
D	Abverkauf der erstellten Immobilien an Kapitalanleger oder Eigennutzer	Hoch

Die Banken finanzieren üblicherweise bereits unter Darstellung einer erheblichen Eigenkapitalposition des Projektentwicklers in der Anfangsphase A. Ab Bauphase werden die Eigenkapitalanforderungen in Relation zum Kredit geringer, da sukzessive mit Baufortschritt und abgestellt auf die Bonität des Bauunternehmens beleihbares Immobilienvermögen entsteht.

Gelingt es schon in diesen Frühphasen, die erforderlichen Mittel von einem oder einer Vielzahl von Eigenkapitalfonds zu beschaffen, ist die erste Voraussetzung geschaffen, um ohne Banken zu finanzieren. In der Grafik ist dargestellt, wie sich der Gesamtkapitalbedarf eines Immobilienprojekts idealtypisch über die Gesamtlaufzeit von 48 Monaten entwickelt



und wie in der Frühphase die Finanzierung über Immobilienfonds für Projektfinanzierungen helfen kann. Die Verfügbarkeit dieser Fondsmittel ist dabei eine wesentliche Voraussetzung. Stimmt die Eigenmittelbeschaffung dieser Fonds und damit das Timing der Mittelzufuhr zum Projekt nicht, droht das Projekt zu scheitern, wobei die Verluste aus der Vorplanung bis zum Grundstücksankauf noch überschaubar sein und beim Initiator liegen dürften.

Ein weiterer Finanzierungspartner ist vonnöten. Ist die Projektentwicklung so ausgelegt, dass ein Abverkauf der fertiggestellten Immobilienteile, z. B. in Form von Eigentumswohnungen, fester Kalkulationsbestandteil ist, dann kann ein frühzeitig einsetzender Vertrieb dieser Partner sein. In der Grafik beginnt der Abverkauf der Immobilienteile konzeptionell bereits vom Reißbrett aus und mit Beginn der Bauphase. Voraussetzung für diesen Finanzierungsbeitrag ist ein unabhängiger, umsatzstarker und erfahrener Vertrieb, der bereits bei Projektbeginn Einfluss auf die Projektausgestaltung mit Blick auf die Marktgängigkeit der Immobilie haben muss. Aktuell gilt zudem: Der Baubeginn erfolgt generell erst nach Abverkauf von 25 bis 30 Prozent aller Einheiten. In der aktuellen Situation am deutschen Wohnimmobilienmarkt sind nicht nur die späteren Eigennutzer, sondern auch institutionelle Immobilienfonds oder Pensionskassen bereit, schon in dieser Frühphase des Projekts Eigentum zu erwerben. In der Folge müssen sie als Bauherren auch das Finanzierungsrisiko übernehmen und entlasten den Projektentwickler (und seine finanzierenden Fonds) hinsichtlich des Kapitalbedarfs durch

eine Kaufpreiszahlung nach Baufortschritt, wie es in der MaBV (Makler- und Bauträgerverordnung) verbindlich geregelt ist. Die institutionellen Käufer sichern sich durch die Übernahme von Projektfinanzierungsrisiken nicht nur eine noch auskömmlichere Rendite, die aktuell bei ca. vier bis fünf Prozent p. a. Ankaufsrendite liegen dürfte, sondern auch erhöhte Mitsprache- und Gestaltungsrechte am eigentlichen Projekt.

Kann der Investor von Projektentwicklungsfonds ohne Bankkredite mit einem Leverage-Effekt rechnen? Die Antwort wurde bereits gegeben: Ja, solange die Gesamtkapitalrendite bei Immobilienprojekten die z. B. von Käufern erwartete Ankaufsrendite von vier bis fünf Prozent p. a. übersteigt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Aufwandsposition Kosten der Kreditbeschaffung inklusive Bereitstellungsprovision und die Zinsen für die Zwischenfinanzierung entfallen, aber dafür die Vertriebskosten deutlich erhöht sein werden – im Kern kalkulatorisch nahezu ein Nullsummenspiel.

Die Chance einer bankenunabhängigen Finanzierung von Immobilien-Entwicklungsprojekten ist gegeben, die Risiken müssen allerdings auch in der zeitlichen Prognose abgewogen werden.

1. Ist der Absatz der (fertigen) Immobilien zu den kalkulierten Preisen bereits ab der Planungsphase möglich? Ist der mandatierte Vertrieb erfahren genug, diese Verkäufe darzustellen? Hierbei ist ein zügiger und störungsfreier Absatz erforderlich, um das Projekt gerade in der Frühphase nicht in Liquiditätsprobleme zu bringen.
2. Sind risikofreudige Fondszeichner für Projektfinanzierungsfonds vorhanden, um die Anlaufkosten zu finanzieren?
3. Verfügt der initiiierende Projektentwickler über Eigenmittel, die ggf. als Reserve verfügbar sind, oder wird dieses Eigenkapital durch eine Vielzahl von anderen Projekten eher überstrapaziert?



Im schlechtesten Fall dürfte immer noch der Weg zu den Banken offen stehen, eventuell allerdings zu Kreditkonditionen, die für den Investor bestenfalls Kapitalerhalt, aber keine Rendite erwarten lassen.

Zu guter Letzt empfehlen wir dringend, auf kurze Laufzeiten von maximal fünf Jahren zu achten, um eine hinreichend sichere Prognose der Finanzierungsverhältnisse inklusive Zinssatzentwicklung zu gewährleisten.

Uwe Boehmer



M. M. WARBURG & CO

1798

Private Banking Hamburg

Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

Telefon +49 40 3282-2400 · Fax +49 40 3618-1000

privatebanking@mmwarburg.com

Private Banking Köln

Brückenstraße 17 · 50667 Köln

Telefon +49 221 27294-12 · Fax +49 221 2571882

Private Banking Frankfurt

Liebigstraße 6 · 60323 Frankfurt am Main

Telefon +49 69 505071-70 · Fax +49 69 724298

Private Banking München

Maximilianstraße 2 · 80539 München

Tel. +49 89 255596-0 · Fax +49 89 255596-199

www.mmwarburg.com