



CUREM

Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

Masterthesis
zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

Projektentwicklungen mit Eigenkapitalsubstituten – eine Perspektive im Schweizer Markt?

Name: Jörg Schützle
Adresse: Austrasse 7, 8045 Zürich

Eingereicht bei: *Mirco Riondato Peach Property Group AG, Zürich (Betreuer).*
Dr. Job von Nell, FINAP GmbH, Berlin (Koreferent).

Abgabedatum: 14. August 2009

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	II
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangslage	1
1.1 Gliederung	1
2 Projektentwicklung	4
2.1 Theorie	4
2.1.1 Grundlagen	4
2.1.2 Entwicklungsprozess	7
2.1.3 Kapitalbedarf und Risiko	11
2.2 Praxis Schweiz	17
2.2.1 Entwicklungslandschaft	17
2.2.2 Forward-Contract-Modell	21
2.2.3 Zusammenfassung	27
3 Finanzierung der Projektentwicklung	28
3.1 Theorie	28
3.1.1 Grundlagen der Finanzierung / Klassische Finanzierung	28
3.1.2 Strukturierte Finanzierung / Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten	31
3.1.3 Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten	37
3.2 Praxis Schweiz	43
3.2.1 Finanzierung von Projektentwicklungen in der Schweiz	43
3.2.2 Gründe für den geringen Einsatz Eigenkapitalsubstituten in der Schweiz	46
3.2.3 Ausblick	49
4 Schluss	52
Literaturverzeichnis	54
Anhang	
Interviewpartner	57
Interviewleitfaden Projektentwickler	58
Interviewleitfaden Kapitalgeber	62
Ehrenwörtliche Erklärung	66

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vier Faktoren der Projektentwicklung	5
Abbildung 2: Phasenmodell des Projektentwicklungsprozesses	8
Abbildung 3: Leistungen im Entwicklungsprozess	11
Abbildung 4: Kumulierter Kapitalbedarf im Projektentwicklungsprozess	13
Abbildung 5: Risiko und Informationsgehalt im Projektentwicklungsprozess	14
Abbildung 6: Entwicklung Wohneigentum im Trader-Modell	19
Abbildung 7: Forward-Contract-Modell	21
Abbildung 8: Einsatz von Eigenkapital und Fremdkapital in der Projektentwicklung	29
Abbildung 9: Vergleich klassischer mit strukturierter Finanzierung	33
Abbildung 10: Joint Venture	36
Abbildung 11: Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten	38
Abbildung 12: Projektentwicklung mit Finanzierungsgesellschaft	45

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Immobilienprojektentwicklung ist ein kapitalintensives und risikoreiches Betätigungsfeld, auf dem verschiedene Agenten aktiv sind: Einige Entwickler sind den grossen, kapitalstarken Totalunternehmungen¹ angeschlossen, andere sind kleiner, unabhängig, und meist kapitalschwächer. Alle finden sich in der täglichen Arbeit mit der Herausforderung konfrontiert, genügend Kapital für die Projektentwicklung bereitzustellen, und alle können von einem Projektmisserfolg schwer getroffen werden.

In der gegenwärtigen Kreditkrise ist die Kapitalbereitstellung erschwert worden. Die restriktivere Kreditvergabepolitik der Banken führt, sofern überhaupt finanziert wird, zu höheren Eigenkapital-Anforderungen und Kreditkosten. Zusätzlich bewirkt auf Seite der Endinvestoren die Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes eine gewisse Zurückhaltung beim Kauf von Projektentwicklungen.

Es stellt sich daher die Frage, wie die Entwickler in diesem Umfeld weiterhin erfolgreich Projektentwicklung betreiben können. Eine Variante, um in einem Marktumfeld mit gestiegenen Eigenkapitalanforderungen weiter entwickeln zu können, sind *Eigenkapitalsubstitute*.² Sie bieten in Zeiten der restriktiven Kreditvergabe eine willkommene Möglichkeit, das Eigenkapital projektbasiert aufzustocken. Diese (zumindest für die Projektentwicklung) neuen Finanzprodukte haben sich in den letzten Jahren in Deutschland etabliert.³ Bereits ein flüchtiger Blick zeigt jedoch, dass sie in der Schweiz nicht verbreitet sind.

Ausgehend von der aktuellen Situation und den Beobachtungen aus dem Ausland setzt sich diese Arbeit mit der Frage auseinander, ob Eigenkapitalsubstitute auch im Schweizer Umfeld eingesetzt werden könnten und so den Entwickler helfen könnten, den höheren Eigenkapitalbedarf zu decken.

1.2 Gliederung

Die Arbeit ist in zwei Teile gegliedert. Der erste Teil (Kapitel 2) setzt sich mit der Projektentwicklung auseinander. Der zweite Teil (Kapitel 3) fokussiert auf die Finanzie-

¹ Unter der Bezeichnung Totalunternehmer fasse ich General- und Totalunternehmungen zusammen. Die Generalunternehmungen in der Schweiz arbeiten allesamt auch im Totalunternehmermodell. Sofern diese Unternehmungen in der Projektentwicklung tätig sind, erfolgt die Baudurchführung im Totalunternehmermandat.

² Unter Eigenkapitalsubstituten verstehe ich Mittel, die internes Eigenkapital ersetzen: Mezzanine-Kapital und Joint Venture Finanzierungen.

³ Gemäss einer Branchenumfrage finanzieren beinahe ein Drittel der Entwickler in Deutschland ihre Projekte mit Eigenkapitalsubstituten. Vgl. Schulten/Lippold, S. 500.

rung. Beide Teile bestehen ihrerseits aus einem Theorie- und einem Praxisteil. Im Theorieteil orientiere ich mich an der Literatur. Die vorhandene deutschsprachige Literatur bezieht sich überwiegend auf Deutschland. Im Praxisteil schwenke ich dann auf die Schweiz um, und arbeite in Abgrenzung zur Theorie die Besonderheiten der Situation in der Schweiz heraus. Dabei stütze ich mich neben eigenen Beobachtungen auf die profunden Marktkenntnisse meiner Interviewpartner.⁴

Beim Erarbeiten der Masterthesis und bei den Interviews ist mir aufgefallen, dass die meisten Interviewpartner das mangelnde Risikoverständnis und die entsprechend zu geringe Risikoverzinsung als ein Hauptproblem der Schweizer Entwickler erwähnen. Um gerade diese Problematik aufzunehmen, setzt sich der erste Teil dieser Arbeit auf einer theoretischen Ebene detailliert mit dem Projektentwicklungsprozess, dem dabei anfallenden Kapitalbedarf und den damit verbundenen Risiken⁵ auseinander. Nur vor diesem Hintergrund kann eine Diskussion über die Vor- und Nachteile, Chancen und Risiken geführt werden, welche die Eigenkapitalsubstitute dem Entwickler bieten. Im Anschluss an die theoretische Abhandlung bespreche ich die Schweizer Projektentwicklungslandschaft.

Der zweite Teil der Arbeit beginnt erneut mit Theorie – diesmal mit Fokus auf die Eigenkapitalsubstitute. Ich untersuche die Rolle, die diese innovativen Konstrukte in der Finanzierung von Projektentwicklungen spielen können, und die Vorteile, die sie im Gegensatz zur klassischen (Bau-) Kreditfinanzierung bieten. Die Diskussion der Vorteile stützt sich auf die detaillierten Kenntnisse des phasenabhängigen Kapitalbedarfs und das Risikoverständnis, das im ersten Teil der Arbeit herausgearbeitet worden ist. Vor diesem theoretischen Hintergrund lassen sich dann auch die Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten im Schweizer Markt unter Berücksichtigung der Besonderheiten desselben diskutieren. Deshalb folgt auf den Theorieblock erneut ein Blick auf die Praxis in der Schweiz. Wie erwähnt wird in der Schweiz selten mit Eigenkapitalsubstituten gearbeitet. Aufgrund der Erkenntnisse über die Entwicklungspraxis in der Schweiz kann nun aufgezeigt werden, welche Mechanismen hier über die Kapitalknappheit hinwegführen und welche Vor- und Nachteile diese gegenüber der Arbeit mit Eigenkapitalsubstituten haben.

Aufgrund der Kenntnisse über die Projektentwicklung und die Finanzierung derselben in Theorie und in der Schweizer Praxis fasse ich anschliessend zusammenfassen, welche Faktoren im Schweizer Markt den Einsatz von Eigenkapitalsubstituten bisher gering

⁴ Auf Wunsch mehrerer Interviewpartner wurden die Verweise auf die Interviews anonymisiert.

⁵ Im Rahmen dieser Masterthesis werde ich aufzeigen, welche Risiken es im Entwicklungsprozess gibt. Ich werde nicht auf einzelne Risikoquantifizierungs- und Bewertungsmethoden näher eingehen. Dies würde den Rahmen dieser Masterthesis sprengen.

gehalten haben. Ausgehend davon möchte ich zum Abschluss auf den Ausgangspunkt der Masterthesis, die Krise zurückkommen und einen Ausblick wagen: Wird die Krise den Einsatz von Eigenkapitalsubstituten in der Schweiz fördern? Die Beantwortung dieser Frage ist abhängig davon, wie sich die hier etablierten Entwicklungsmodelle in der Krise verhalten werden.

2 Projektentwicklung

2.1 Theorie

2.1.1 Grundlagen

Die Projektentwicklung wird allgemein als Teilbereich des Immobilienmanagements verstanden. Sie bildet eine abgeschlossene Phase im Lebenszyklus einer Immobilie, in der innerhalb einer definierten Zeit ein definiertes Ziel erreicht werden soll.⁶ Trotz dieses abgeschlossenen Projektcharakters kann im Lebenszyklus einer Immobilie mehrmals eine Projektentwicklung durchgeführt werden: Allgemein spricht man immer dann von Projektentwicklung, wenn innerhalb des Immobilienmanagements durch bauliche Massnahmen eine wertschöpfende Umnutzung vorgenommen wird. Projektentwicklung kann also sowohl die Entwicklung von Neubauprojekten als auch die Revitalisierung von vorhandenen Immobilien bedeuten.⁷ In beiden Fällen verfolgt die Projektentwicklung einen interdisziplinären Ansatz. Sie organisiert sowohl die planungs- und baubezogenen Prozesse als auch sämtliche betriebswirtschaftlichen Aspekte.⁸

Versucht man, über diese erste, grobe Definition hinauszugehen, stösst man in der Theorie wie auch in der Praxis auf sehr unterschiedliche und teilweise unklare Vorstellungen von Immobilien-Projektentwicklung.⁹ Die heute im deutschsprachigen Raum gebräuchlichste Definition stammt aus den 1990er Jahren, und wurde von Diederichs entwickelt.¹⁰ Sie unterscheidet vier Faktoren, deren Kombination zu einer „dauerhaft“ rentablen Immobilie das Ziel der Projektentwicklung ist:

- Standort
- Projektidee
- Kapital
- Zeit (Timing)

In der Faktorkombination spiegelt sich der interdisziplinäre Charakter der Projektentwicklung wieder. So verlangt zum Beispiel allein schon die Projektidee – verstanden als

⁶ Vgl. Bienert, S. 9.

⁷ Vgl. Pitschke, S. 39f.

⁸ Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 37ff.; Pitschke, S. 42f.

⁹ Gemäss Schulte liegen „eine definitorische Abgrenzung oder gar Richtlinien für die Tätigkeit der Projektentwicklung“ nicht vor. (Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 27). Eine analoge Feststellung findet sich bei Pitschke (Vgl. Pitschke, S. 39). Dies führt unter anderem zu der Schwierigkeit, dass es keine klar definierten Leistungsbilder und Honorarstrukturen für die Projektentwicklung gibt. Zu diesem Thema sind in den letzten Jahren im deutschsprachigen Raum zwei wesentliche Arbeiten erschienen: Fischer verfasste dazu 2004 eine Dissertation, und die Erkenntnisse daraus sind in zahlreiche weitere Artikel von Fischer (gemeinsam mit Bone-Winkel) eingeflossen. Die jüngste Arbeit in diesem Gebiet stammt von Hoffmann 2007. Sie beschäftigt sich mit der Leistungsvergütung beim Service-Developer-Modell.

¹⁰ Vgl. Diederichs, S. 15ff. Auf diese Definition beziehen sich die meisten Autoren im deutschsprachigen Raum, die über Projektentwicklung schreiben. Vgl. Schäfer/Conzen, S. 6; Schulte/Bone-Winkel, S. 27; Pitschke, S. 39.

Nutzungs- bzw. Vermietungskonzept – eingehende Markt-, Standort- und Wettbewerbskenntnisse,¹¹ welche dann mit den weiteren Faktoren zu einem unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten erfolgreichen Projekt kombiniert werden müssen.

Der Prozess der Projektentwicklung kann sich unterschiedlich abspielen. Es ist entscheidend, welche der Faktoren (Standort, Nutzung oder Kapital) gegeben sind und welche als passende Ergänzung gesucht und akquiriert (Standort, Kapital) oder entwickelt (Projektidee, Nutzung) werden müssen. Die Faktorkombination spielt sich immer vor dem Hintergrund der Zeit (Timing/Marktzyklus) ab und beeinflusst so die Projektentwicklung massgeblich.

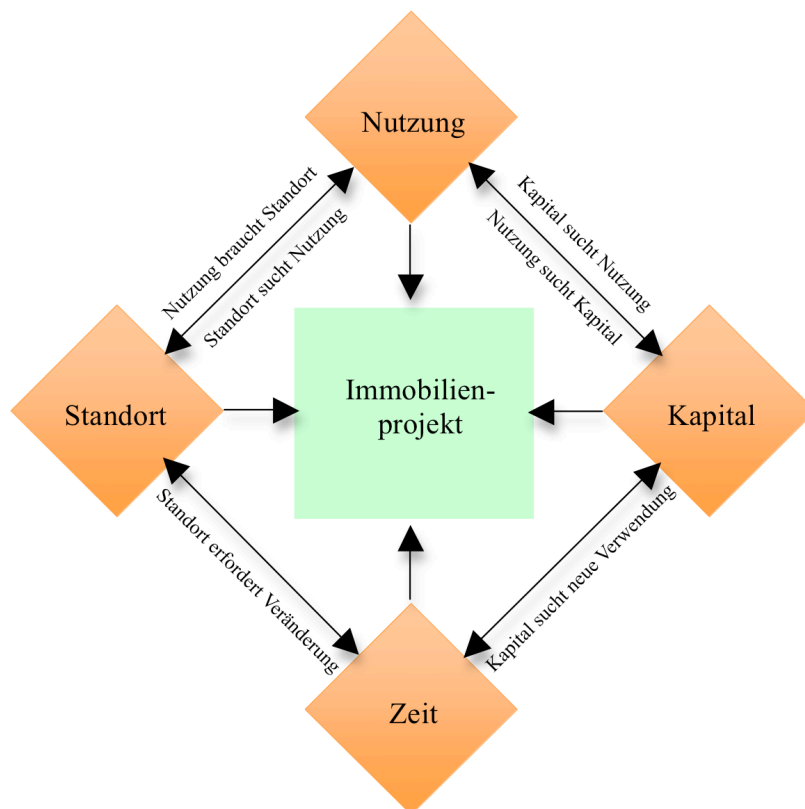


Abbildung 1: Vier Faktoren der Projektentwicklung¹²

Die Zeit spielt in dieser Kombination eine wichtige Rolle, die nicht unterschätzt werden darf, da sich während der Entwicklung eines Objektes (die gemäss Diederichs im Durchschnitt auf 3-5 Jahre zu veranschlagen ist) die Rahmenbedingungen verändern können (Nutzernachfrage, Konkurrenzprojekte, Finanzierungsbedingungen¹³, etc.). Die

¹¹ Vgl. Pitschke, S. 40.

¹² Nach Skript von Nell, S. 17.

¹³ Der Faktor Finanzierung kann bei Projektentwicklungen in zweierlei Weise durch den Faktor Zeit beeinflusst werden: Bei langen Entwicklungszeiten steigen die Kapitalkosten und in Downcycle-Phasen wird die Kapitalbeschaffung erschwert. Vgl. Schulte/Bone-Winkel S. 29, 69ff.

ungenügende Berücksichtigung der Veränderungen dieser dynamischen Faktoren führt zu Fehlplanungen, bzw. zur Erstellung von nicht marktgerechten Immobilien.¹⁴

Der Faktor Zeit umfasst somit das spekulative Element der Projektentwicklung.¹⁵ Die Projektentwicklung zeichnet sich durch eine Entwicklung „auf Vorrat“ aus. Die eigentlichen Nutzer und Abnehmer der Projektentwicklung werden erst während oder nach Abschluss des Entwicklungsprozesses gefunden.

Pitschke betont diesen spekulativen Aspekt, indem er ausgehend von Diederichs Definition die beiden Kunden des Projektentwicklers, den „Nutzer“ und den „Abnehmer“ der Immobilie, ins Zentrum rückt.¹⁶ Dabei ist zu berücksichtigen, dass die beiden Kunden sehr unterschiedliche Anforderungen an die Immobilie stellen.¹⁷ Der Abnehmer (auch Endinvestor genannt) übernimmt nach Abschluss des Projektentwicklungsprozesses das Eigentum an der Immobilie. Er hält sie entweder zur Eigennutzung oder als Kapitalanlage¹⁸, mit dem Ziel, regelmässige Einnahmen aus der Vermietung zu erzielen. Aus seiner Sicht ist die Immobilie eine reine Kapitalanlage (Renditeimmobilien) und muss hinsichtlich des Risiko/Renditeprofils optimiert sein. Der Nutzer hingegen mietet die Immobilie, und interessiert sich daher in erster Linie für den Nutzen, den ihm die Fläche bietet (Lage, Repräsentativität, Grösse etc.). Je höher der spezifische Nutzen oder Wert der Fläche ausfällt, desto höher ist die Zahlungsbereitschaft des Nutzers, und ist er bereit, mehr zu zahlen, erhöht sich auch der Marktwert¹⁹ der Immobilie. In der Projektentwicklung geht es somit darum, durch eine Optimierung der Nutzung²⁰ den Wert der Immobilie für den zukünftigen, noch nicht bekannten Nutzer zu erhöhen, und in Folge davon erhöht sich auch der Marktwert der Immobilie, so dass der Endinvestor profitiert.

Neben der wirtschaftlichen Rentabilität der Immobilie, die durch die Faktorenkombination und die Berücksichtigung des Zusammenspiels der Ansprüche von Nutzern und

¹⁴ Vgl. Rottke/Werneck, S. 3f., Reul, S. 708f.

¹⁵ Vgl. Pitschke, S. 39. Allerdings kann Projektentwicklung auch für den Sonderfall, dass Nutzer und Abnehmer von Beginn an bekannt sind, ausgeführt werden.

¹⁶ Pitschke, S. 39f. Gemäss Falk verfolgt die Projektentwicklung das Ziel, die Investoren und die Nutzer zusammenzuführen. Vgl. Falk, S. 501.

¹⁷ Nur bei selbstgenutzten Immobilien fallen der Nutzer und Abnehmer zusammen, z.B. Fabrikationshallen von Non-Property Companies oder auch privat genutztes Wohneigentum.

¹⁸ Der wirtschaftliche Nutzen einer Immobilie resultiert nicht aus dem Vermögensgegenstand Immobilie (Sach-/Realwert), sondern aus den Zahlungsströmen, die über die wirtschaftliche Nutzungsdauer einer Immobilie aus deren entgeltlicher Überlassung generiert werden. Das Ziel jeder Investition in Immobilien ist es, dass die anfänglichen Auszahlungen für den Erwerb der Immobilie durch die zukünftig erwarteten Einzahlungen übertroffen werden. Vgl. Bienert, S. 11.

¹⁹ Der Marktwert kann in unterschiedlicher Weise bestimmt werden. Die zwei gebräuchlichsten Methoden zur Wertermittlung von Renditeimmobilien (Büro, Hotel, Handel, Mietwohnungen) in der Schweiz sind die statische Ertragswert-Methode (Kapitalisierung) und die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF).

²⁰ Zur Idee des „Highest-and-Best-Use“. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 37, 72; Geltner/Miller, S. 64.

Endinvestoren optimiert werden kann, steht aus der Sicht des Projektentwicklers der Projekterfolg im Zentrum. Dieser wirtschaftliche Projekterfolg wird als *Trading-Profit* bezeichnet.²¹ Hier geht es um die Wertsteigerung der Immobilie durch die Leistung und den Kapitaleinsatz des Projektentwicklers. Sind seine Investitionskosten (Entwicklerhonorar, Baukosten, Finanzierung, etc.) niedriger als die durch die Nutzungsverbesserung erzielte Marktwertsteigerung, resultiert ein Projekterfolg.

Ein Projektentwickler, der diese Art von Projekterfolg anstrebt, wird als *Trader-Developer* bezeichnet. Der Trader-Developer ist der Projektentwickler im engeren Sinne. Er erwirbt im eigenen Namen ein Grundstück oder eine bestehende Immobilie, um als Bauherr auf eigene Rechnung und eigenes Risiko zu planen und bauen. Das Ziel der Entwicklungstätigkeit ist der Verkauf des schlüsselfertigen (vermieteten) Objektes an einen Endinvestor.

Vom Trader-Developer zu unterscheiden sind der *Service-Developer*, und der *Investor-Developer*. Der Service-Developer erbringt die Projektentwicklung als reine Dienstleistung, für die er ein Managementhonorar bezieht.²² Der Investor-Developer wiederum unterscheidet sich vom Trader-Developer darin, dass er für den eigenen Bestand entwickelt. Die Immobilie wird nach der Fertigstellung in das eigene Portfolio übernommen und fortan vom Asset-Management betreut.

Im Rahmen dieser Arbeit konzentriere ich mich auf den Trader-Developer, da er einen grossen Finanzierungsbedarf hat und im Gegensatz zum Investor-Developer nicht über ein grosses Bestandesportfolio mit laufenden Erträgen verfügt.

2.1.2 Entwicklungsprozess

Zur Beschreibung des Projektentwicklungsprozesses werden derzeit verschiedene Modelle verwendet²³: Gleichgewichtsmodell²⁴, Institutionenmodell²⁵, Strukturmodell²⁶ und

²¹ Der Trading-Profit ist nicht als eine „Jahresverzinsung“, sondern vielmehr als „dimensionslose Grösse“ bzw. Marge zu verstehen, die sich aus der Differenz zwischen dem geplanten Verkaufserlös und der Gesamtinvestitionssumme errechnet. Der Trading-Profit wird abhängig vom Risiko der Entwicklung mit zwischen 10-20% der Investitionssumme angegeben. Vgl. Pitschke S. 41, vgl. Interviewpartner A.

²² Ein weiterer Anbieter, der sich erst in den letzten Jahren herausgebildet hat, ist das Asset Management. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 25. Da die Asset-Manager häufig externe Dienstleister sind, kann dieser Typ unter dem Service-Developer subsumiert werden.

²³ Vgl. Schulte/Bone-Winkel S. 30ff.

²⁴ Das Gleichgewichtsmodell geht von volkswirtschaftlichen Überlegungen aus. Das Modell nimmt an, dass die Angebots- und Nachfragebewegungen nach Projektentwicklungsaktivitäten durch Veränderungen der Mieten, Renditen und Kaufpreise induziert werden. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 30ff.

²⁵ Das Institutionenmodell stellt vor dem Hintergrund behavioristischer bzw. institutionenökonomischer Überlegungen die am Projektentwicklungsprozess beteiligten Akteure und ihre Beziehungen in den Mittelpunkt der Betrachtung. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 30ff.

Phasenmodell. Im Rahmen dieser Masterthesis stütze ich mich auf das *Phasenmodell*. Es betrachtet den Projektentwicklungsprozess aus betriebswirtschaftlicher Sicht, und eignet sich daher dazu, den Finanzierungsbedarf und die entsprechenden Risiken darzustellen um darauf aufbauend die hier zur Diskussion stehenden Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten zu besprechen.

Im Phasenmodell wird der in der Realität zu durchlaufende Projektentwicklungsprozess in idealtypische Phasen zerlegt, und es werden die in jeder Phase zu erbringenden Leistungen erfasst. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die in den einzelnen Phasen zu erbringenden Leistungen sich in der Realität teilweise über mehrere Phasen hinziehen können und dass sie in Bezug auf die Reihenfolge sehr flexibel sind.

Ich beziehe mich im Folgenden auf das Phasenmodell nach Bone-Winkel.²⁷ Er gliedert den Prozess in fünf Phasen: *Projektinitiierung*, *Projektkonzeption*, *Projektkonkretisierung* und *Projektmanagement* folgen aufeinander, während die fünfte Phase, die *Projektvermarktung*, sowohl den Projektentwicklungsprozess als auch die anschließende *Nutzungsphase* zur Sicherung des Cash-Flows begleitet.²⁸ Die Nutzungsphase wird teilweise auch als Facility Management bezeichnet.

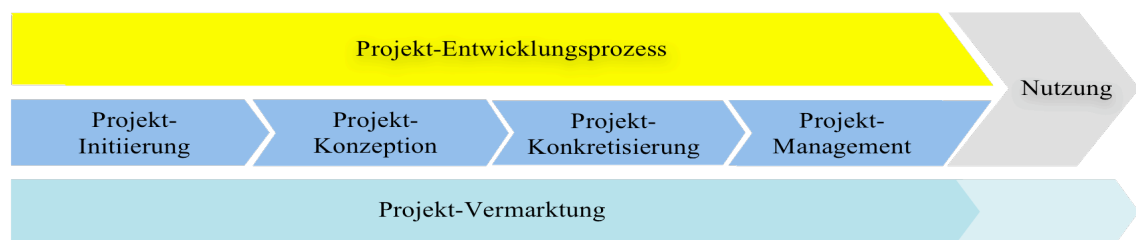


Abbildung 2: Phasenmodell des Projektentwicklungsprozesses²⁹

Im gesamten Entwicklungsprozess gilt es vor Beginn der Entwicklungstätigkeit *Kontrollpunkte* und die entsprechenden *Exit-Szenarien* (Abbruch der Entwicklung oder Verkauf des Projektes) zu definieren. Im Regelfall ist am Ende jeder Phase zu entscheiden, ob das Projekt in der nächsten Phase weiter verfolgt wird, ob es abgebrochen wird, oder ob es ab Initiierungsphase neu aufgerollt werden soll. Im Folgenden werde ich die unterschiedlichen Phasen und die damit verbundenen Leistungen des Projektentwicklers kurz umreißen:

²⁶ Das Strukturmodell basiert auf der marxistischen Systemauffassung und untersucht den Projektentwicklungsprozess in erster Linie als Spiel der Kräfte von Kapital, Arbeit und Eigentum. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 30ff.

²⁷ Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 37ff. Geltner/Miller schlagen andere Phasen/Gliederung des Entwicklungsprozesses vor. Ich beziehe mich auf Bone-Winkel, da sein Modell im deutschen Sprachraum die grösste Verbreitung gefunden hat.

²⁸ Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 35ff.; Pitschke, S. 42.

²⁹ Eigene Darstellung, nach Von Nell, Skript, S. 22.

Phase 1) Projektinitiierung

Die Projektinitiierung bildet die erste Phase und den Ausgangspunkt jeder Projektentwicklung. Am Anfang stehen in der Regel zwei der Faktoren von Diederichs: Der Standort und die Projektidee. Meist ist entweder das Grundstück oder die Projektidee gegeben, und der jeweils andere Faktor wird im ersten Schritt ergänzt.³⁰ Die Situation, dass Kapital auf der Suche nach Investitionsmöglichkeiten den Ausgangspunkt einer Projektentwicklung bildet, tritt eher selten auf.

Ich gehe von der Variante aus, dass ein Grundstück gegeben ist. In diesem Fall erstellt der Projektentwickler eine grobe Standortanalyse und eine grobe Beschreibung der Grundzüge des Projektes (Nutzung, Flächen). Die wirtschaftliche Tragfähigkeit wird mit einer einfachen Projektentwicklungsrechnung überprüft.³¹ Dabei ist ein grobes, schnelles Vorgehen wichtig. Denn in dieser Phase ist die Unsicherheit über die Weiterführung der Projektentwicklung maximal und daher sind kostenintensive Analysen auf spätere Phasen zu verschieben, in denen bereits grössere Sicherheit über die Durchführung erlangt werden konnte. Bei wirtschaftlicher Tragfähigkeit des Projektes und dem Entscheid, das Projekt weiter zu führen, sollte die Grundstückssicherung erfolgen.³²

Phase 2) Konzeptionsphase

In der Konzeptionsphase erfolgt die Überprüfung und Präzisierung der in der Initiierungsphase getroffenen Annahmen durch verfeinerte Analysen. Zur Bestätigung des Erfolgspotentials wird eine detaillierte Machbarkeitsstudie³³ erarbeitet, die das Projekt hinsichtlich der wirtschaftlichen, technischen und planungsrechtlichen Aspekte untersucht. Ziel dieser weiterführenden Analysen ist, Nutzungskonzept, Rendite und somit auch die Realisierungschancen zu optimieren und gegenüber Dritten (Nutzern, Investoren, Financiers) nachvollziehbar zu machen. Falls noch nicht getätigt, erfolgt in dieser Phase zudem die Sicherung des Objekts/Grundstücks; allenfalls auch der Erwerb. Der Erwerb kann auch noch später stattfinden, doch ist dabei zu berücksichtigen, dass sich im Verlauf der Zeit das Risiko für den Entwickler erhöht, nicht mehr Zugriff auf das Grundstück zu erhalten.

³⁰ Gemäss Schäfer/Conzen hat sowohl die Lage des Grundstücks wie auch die allgemeine Nachfragesituation einen wesentlichen Einfluss auf den Beginn der Projektentwicklung. An weniger guten Standorten und in Zeiten geringer Nachfrage steht der potenzielle Nutzer deutlich häufiger im Vordergrund, wohingegen an sehr guten Lagen auch in Zeiten geringer Nachfrage der potenzielle Nutzer weniger stark ins Gewicht fällt, wenn über den Beginn der Projektentwicklung entschieden wird. Schäfer/Conzen, S. 6.

³¹ Hierbei werden die Gesamtkosten des Projektes den erwarteten Gesamterträgen gegenübergestellt. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 40; Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Pitschke, S. 255ff.

³² Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 40; Kadesch, S. 122ff.; Geltner/Miller, S.760.

³³ Darunter fallen: Standort- und Marktanalyse, Analyse des Nutzungskonzeptes, Wettbewerbsanalyse, Risikoanalyse, Wirtschaftlichkeitsanalyse.

Phase 3) Projektkonkretisierung

Mit der Phase Projektkonkretisierung tritt die Projektentwicklung in die Verhandlungs- und Entscheidungsphase ein. In dieser Phase werden viele in den beiden vorhergehenden Phasen begonnene Leistungen abgeschlossen. Der Projektentwickler tritt an die Öffentlichkeit und steht von nun an im Informationsaustausch mit Behörden und Interessensträgern.

Das interdisziplinäre Projektteam wird durch den Beizug von Planern ausgebaut. Beginn der Ausarbeitung der architektonischen Gestaltung, Baueingabeplanung und Erwirkung der rechtskräftigen Baubewilligung. Schliesslich fallen in diese Phase die Verhandlung und der Abschluss der Finanzierung sowie die Verhandlung mit potenziellen Investoren und Mietinteressenten.

Nach Erhalt der Baubewilligung und unter der Voraussetzung, dass bestimmte Meilensteine erreicht sind (Finanzierungszusage, Vermietungsstand, Vergabe von Bauleistung), kann mit der Realisierung des Projektes begonnen werden. Zudem beinhaltet die Phase Projektkonkretisierung den Grundstückskauf, sofern dieser noch nicht vollzogen wurde (Objekterwerb). Dies ist der letztmögliche Zeitpunkt, um das Projekt vor dem Objekterwerb und Baubeginn abzubereiten.

Phase 4) Projektmanagement

Die Phase des Projektmanagements tritt teilweise parallel zur Phase Projektkonkretisierung auf. Hauptleistung ist die Baudurchführung: Die Ergebnisse der Projektinitiierung und Projektkonzeption werden in konkrete Pläne umgesetzt und es wird mit dem Bau begonnen. Der Projektentwickler übernimmt dabei als Bauherrenvertreter die Rolle des Bauherrn. In dieser Phase geht es um das kaufmännische und technische Projektmanagement sowie um das Controlling. Am Ende dieser letzten Phase des Projektentwicklungsprozesses steht die schlüsselfertige Immobilie.

Phase 5) Projektvermarktung

Die Marketingaufgaben werden begleitend während des ganzen Projektentwicklungsprozesses wahrgenommen und können auch noch nach der Fertigstellung der Immobilie weiterlaufen. Das primäre Ziel des Marketings ist die Schaffung eines Immobilienproduktes³⁴ mit klar definierten Eigenschaften. Es geht um den Aufbau von USPs³⁵, die dem Nutzer und oder Investor später einen Nutzenvorteil gegenüber Konkurrenzprodukten verleihen, so dass dieser Mehrnutzen neben dem Preis für die Kaufentscheidung

³⁴ Vgl. Sotelo, S. 701.

ausschlaggebend wird. Das Marketing gestaltet auch den Vermarktungsprozess (Vermietung/Verkauf an Investor), und es umfasst die öffentliche Kommunikation (PR) für das Projekt.³⁶

Wie alle Leistungen dieser fünften Phase können auch Vermietung und Veräußerung (Objektverkauf) des Projektes parallel zu jeder der anderen vier Phasen stattfindenden. Je nach Stand wird der Projektentwicklungsprozess entweder mit der Vermarktung oder mit der Übergabe der schlüsselfertigen Immobilie abgeschlossen.

Die folgende Abbildung zeigt die Phasen und Leistungen nochmals im Überblick:

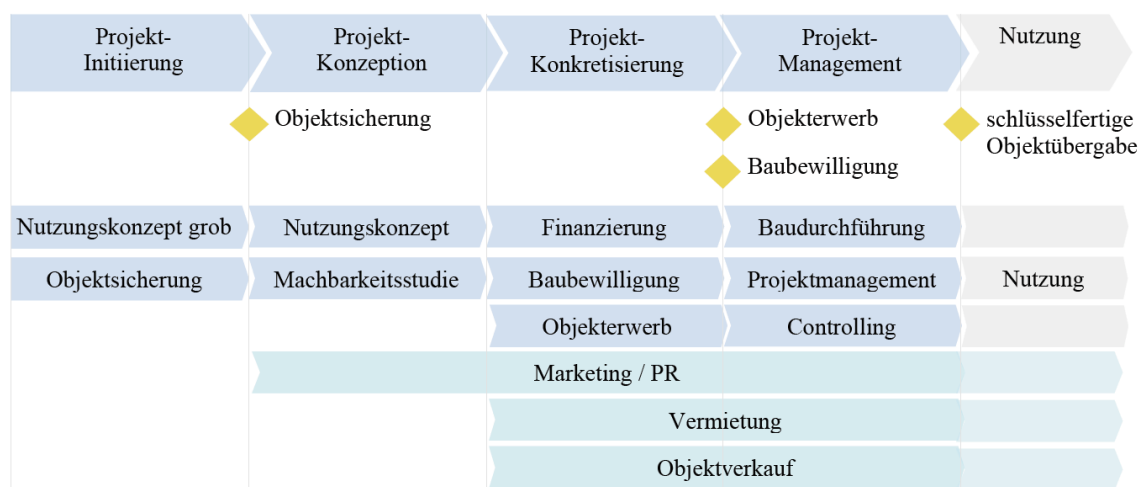


Abbildung 3: Leistungen im Entwicklungsprozess³⁷

2.1.3 Kapitalbedarf und Risiko

Im vorangehenden Kapitel wurde aufgezeigt, welche Leistungen im Projektentwicklungsprozess erbracht werden. In diesem Kapitel soll nun daraus der kumulierte *Kapitalbedarf* und das jeweilige *Risiko* für eine Projektentwicklung abgeleitet werden. Im Rahmen der Masterthesis untersuche ich die Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten in der Projektentwicklung. Dafür ist es wichtig, den Kapitalbedarf und die Risiken einer Projektentwicklung genau zu kennen. Zur Darstellung folge ich dem oben vorgestellten Phasenmodell. Ich beginne mit dem Kapitalbedarf pro Phase, um in einem zweiten Schritt die daraus resultierende Kurve mit der Risikokurve ergänzen zu können.

³⁵ Unique selling proposition bezeichnet die Alleinstellungsmerkmale: die herausragende Eigenschaft der Immobilie, die sie von der Konkurrenz abhebt.

³⁶ Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 54f.

³⁷ Eigene Darstellung.

Phase 1) Initiierungsphase

In der Initiierungsphase fallen die Kosten für die Durchführung der groben Standortanalyse und für die Erstellung des Nutzungskonzeptes an. Die Leistungen werden i.d.R. durch den Projektentwickler erbracht. Nur selten werden externe Berater etc. hinzugezogen, so dass in den meisten Fällen nur interne Honorarkosten anfallen. In dieser Phase wird wegen der sehr hohen Abbruchwahrscheinlichkeit des Projektes darauf geachtet, den Aufwand und die Kosten minimal zu halten. Wird in dieser Phase bereits das Objekt gesichert, kommen allenfalls Sicherungs- und daraus entstehende Finanzierungskosten dazu.

Phase 2 u. 3) Konzeptions- und Konkretisierungsphase

Die Konzeptions- und Konkretisierungsphase fasse ich hinsichtlich des Kapitalbedarfs zusammen, da sie in der Praxis häufig fließend ineinander übergehen. Für die Durchführung der Machbarkeitsstudie werden teilweise externe Experten beauftragt, was Kosten verursacht. Ausserdem wird das Planungsteam zusammengestellt und mit der architektonischen Ausarbeitung sowie der Ausarbeitung der Baugenehmigungsunterlagen beauftragt. Hierfür fallen wiederum relativ hohe externe Kosten an. Der gestiegene Planungs- und Koordinationsbedarf des ganzen Projektteams führt auf Seiten des Projektentwicklers zudem zu höheren internen Kosten, und zusätzlich kommen Sicherungskosten in Betracht, falls das Objekt bereits zum Abschluss der Initiierungsphase gesichert wurde. Schliesslich entstehen Kosten durch die Gebühren für die Baubewilligung und die parallel aufgenommene Projektvermarktung (Erstellung von Unterlagen sowie Durchführung allfälliger Vermarktungsevents).

Phase 4) Projektmanagement

In dieser Phase muss das Objekt spätestens übernommen werden, damit die geplanten Arbeiten durchgeführt werden können. Für den Kauf des Objektes wird viel Kapital benötigt. Die Planung läuft weiter auf Hochtouren und verursacht vor allem auf Seiten des Planungsteams hohe Kosten. Der interne Planungs- und Koordinationsaufwand ist nach wie vor hoch und verursacht zusätzliche interne Kosten. Auch die Vermarktungsaktivitäten verursachen i.d.R. weitere laufende Kosten. Den grössten Kapitalbedarf stellen allerdings die Baukosten dar. Diese kumulieren mit dem Baufortschritt. Die Kapitalkosten zur Finanzierung von Grundstück und Bau bilden in dieser Phase einen substantiellen Anteil an den Kosten.

Grafisch lässt sich der Finanzierungsbedarf im Verlauf der fünf Phasen folgendermassen darstellen:

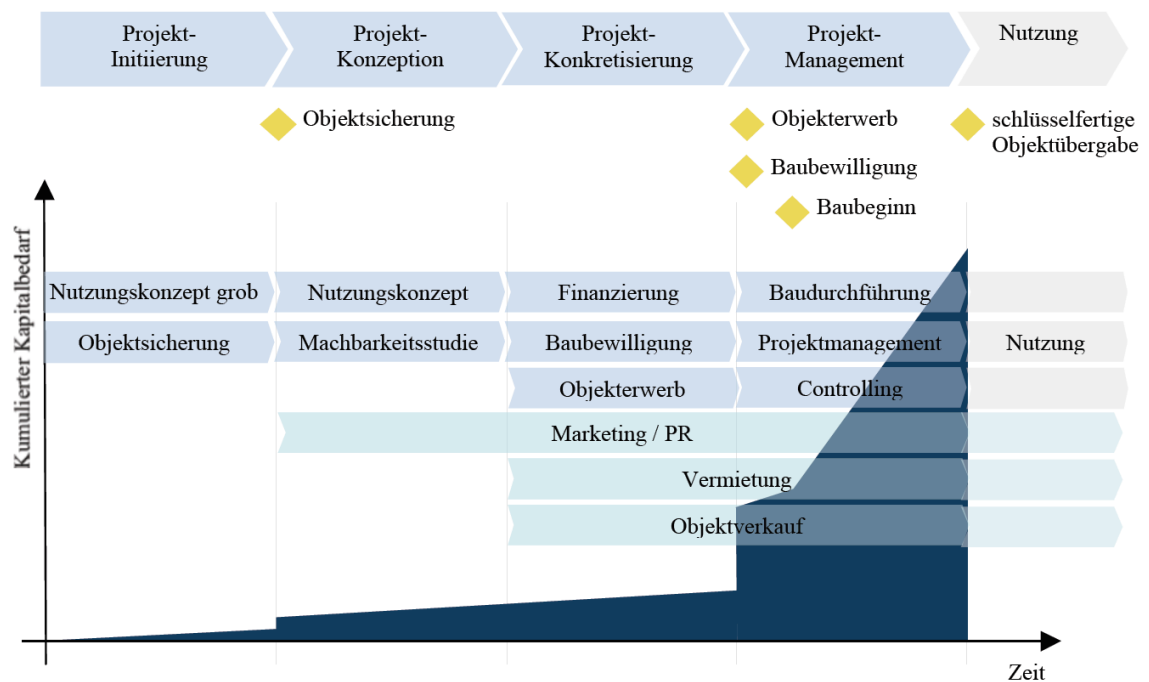


Abbildung 4: Kumulierter Kapitalbedarf im Projektentwicklungsprozess³⁸

Wie gesehen nimmt das einzusetzende Kapital mit dem Prozessverlauf zu. Um zu zeigen, welchem Risiko das Kapital in der jeweiligen Phase ausgesetzt ist, werde ich im Folgenden die Risikoexposition erläutern. Wie bei der Erörterung der fünf Phasen dargestellt, basiert eine Projektentwicklung zu Beginn aufgrund mangelnder Informationen³⁹ auf zahlreichen groben Annahmen. Das Risiko⁴⁰, dass das Projekt nicht den erwarteten Erfolg hat, weil sich die Annahmen nicht bestätigen, ist deshalb am Anfang sehr hoch. Um das Risiko zu minimieren müssen die Annahmen so rasch wie möglich durch Fakten⁴¹ ersetzt werden. Mit dem fortschreitenden Prozess wird das Projekt konkretisiert, so dass die Sicherheit bezüglich Projekterfolg mit jeder Phase zunimmt. Grafisch lässt sich dies als im Verlauf des Projekts steigender Informationsgehalt darstellen – wie in der nachfolgenden Abbildung mit der grünen Linie.

Gleichzeitig nimmt aber die Flexibilität ab, und die Möglichkeit, am Projekt Anpassungen vorzunehmen, verringert sich. Wenn Anpassungen in einer späteren Phase getroffen werden müssen, geht durch die bereits erbrachten und nun hinfälligen Leistungen viel mehr Kapital verloren als in frühen Phasen. Dieser Verlust belastet den Projektentwick-

³⁸ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Geltner/Miller und Nüesch Development.

³⁹ Beispielsweise gibt es erst Prognosen über die zukünftige Nachfrage nach der Immobilie und über die Entwicklung der Baukosten. Zu Beginn ist nicht bekannt, ob und zu welchem Preis es dem Entwickler gelingt, das beabsichtigte Grundstück zu sichern, bzw. zu kaufen.

⁴⁰ Zur Definition von Risiko als – positive oder negative – Abweichung vom Erwartungswert (Streuung) vgl. Sotelo, S. 707, Skript Scherrer.

⁴¹ Die getroffenen Annahmen bezüglich u.a. Grundstückskosten, Planungskosten, Baukosten, Mietzinsen, Finanzierungskosten werden durch effektive Kosten/Zahlen – etwa zur Vergabe von Bauleistungen, zum Erfolg der Vorvermietung und zum Abschluss der Finanzierung – hinterlegt und bestätigt.

lungsgewinn in zweierlei Hinsicht: Zum einen laufen wegen der Verlängerung der Planungszeit die Finanzierungskosten auf, zum anderen entstehen bei Anpassungen neue, gewissermassen „doppelte“ Planungskosten.

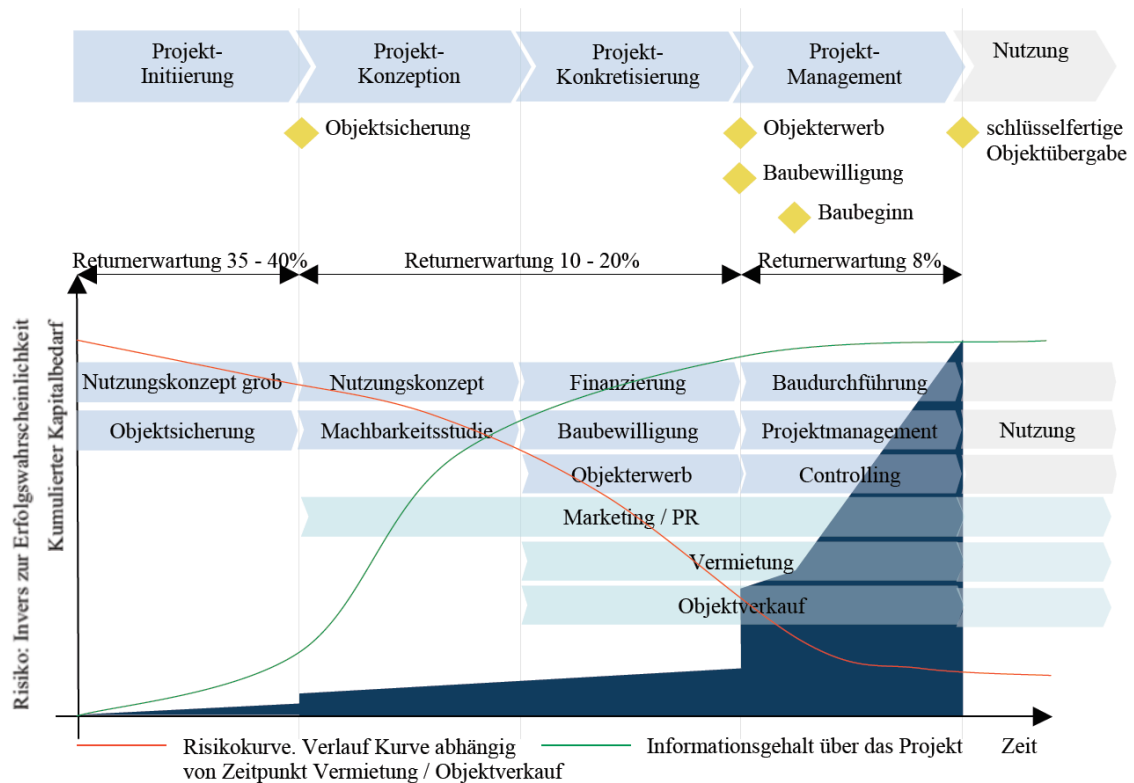


Abbildung 5: Risiko und Informationsgehalt im Projektentwicklungsprozess⁴²

Die Abbildung zeigt zusätzlich zum steigenden Informationsgehalt das Risiko (rote Linie). Die Risikokurve stellt die Return-Erwartung für das investierte Kapital in jeder Phase dar. Daran ist ersichtlich, dass wenig Kapital in risikoreichen Phasen eine hohe Renditeerwartung (und damit adäquate Risikoverzinsung) trägt, wohingegen der grosse Kapitaleinsatz in der Projekt-Management Phase vergleichsweise geringe Returnerwartungen hat.⁴³

Das Gesamtrisiko setzt sich aus diversen phasen- und leistungsspezifischen Risiken zusammen, die auch in Dauer und Intensität variieren.⁴⁴ Im Folgenden werden die im Rah-

⁴² Eigene Darstellung, in Anlehnung an Geltner/Miller, Nüesch Development, Scherrer, Bienert, S. 166.

⁴³ Geltner/Miller, S. 760. Im bei diesen Autoren geschilderten Entwicklungsprozess wird der Bau zuerst erstellt und danach vermietet. Hierdurch bleibt das Vermietungsrisiko länger hoch, dafür wird das Baukostenrisiko reduziert. Geltner/Miller geben als Beispiel für die Returnerwartung bis Ende Phase Projekt-Konkretisierung 40% Returnerwartung auf dem investierten Kapital an. Für die Phase Projektmanagement beläuft sich die Returnerwartung auf 20%; für die Vermietung auf 10%; und nach (Voll-) Vermietung und Beginn der Nutzung auf 8%.

⁴⁴ Vgl. Pitschke, S. 47ff.; Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 48ff.; Vgl. Zoller/Wilhelm, S. 174ff.

Rahmen dieser Arbeit relevanten Risiken kurz vorgestellt. Risikomanagement erhält hohe Bedeutung und ist phasenabhängig zu tätigen.⁴⁵

- Entwicklungsrisiko:

Unter dem Entwicklungsrisiko verstehen Schulte und Bone-Winkel das Risiko der Entwicklung einer nicht marktkonformen Immobilie, so dass aufgrund unzureichender Standort- und Nutzungsadäquanz Schwierigkeiten bei der angestrebten Vermietung und Veräusserung auftreten.⁴⁶

- Planungsrisiko:

Das Planungsrisiko liegt darin, dass aufgrund der sich verdichtenden Informationen in den Phasen Projektinitiierung und Projektkonzeption der Planungsprozess abgebrochen werden muss. In diesem Fall gehen die im Projektentwicklungsprozess bereits erbrachten Vorleistungen verloren,

- Zeitrisiko:

Das Überschreiten der geplanten Entwicklungs- und Vermarktungsdauer führt aufgrund des hohen Kapitaleinsatzes zu hohen Kapitalkosten, die den Projektentwicklungsgewinn rasch aufzehren können.⁴⁷ Die Gründe für die Überschreitung der Entwicklungsdauer sind vielzählig.

- Genehmigungsrisiko

Das Genehmigungsrisiko ist abhängig davon, ob die Projektentwicklung auf einem Grundstück innerhalb der Bauzone stattfindet, oder ob die Ausnutzung des Grundstückes erst noch durch einen Gestaltungsplan oder ähnliche Massnahmen in Zusammenarbeit mit den Behörden definiert werden muss. Im ersten Fall besteht das Risiko überwiegend darin, dass die Nachbarn oder öffentliche Verbände gegen das geplante Projekt Einsprache erheben und dadurch den Entwicklungsprozess massiv in die Länge ziehen. Im zweiten Fall ist bereits von Anfang an mit (zeit-)aufwändigen Genehmigungsverfahren und ebenfalls mit Einsprachen zu rechnen. In diesem Fall kann die Baubewilligung von der Baubehörde aber auch ganz verweigert werden.

- Finanzierungsrisiko/Zinsänderungsrisiko:

Die Projektentwicklungen sind sehr kapitalintensiv. I.d.R. wird der hohe Kapitalbedarf mit erheblichen Fremdkapitalmitteln gedeckt. Deshalb ist der Projektentwickler (sofern er nicht eine Festverzinsung abschliesst) dem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt.

⁴⁵ Vgl. Pitschke, S. 162; Massnahmen gegen Einzelrisiken bei Vgl. Zoller/Wilhelm, S. 178; Tytko, S. 161.

⁴⁶ Vgl. Schulte, S. 48; Zoller/Wilhelm unterteilen das Entwicklungsrisiko in mehrere Einzelrisiken: Vermietungs-, Vermarktungs- und Ertragsrisiko. Zoller/Wilhelm, S. 177f.

- **Kostenrisiko:**
Sämtliche dargestellten Risiken wirken sich direkt auf die Kosten und damit auf den Projektentwicklungsgewinn aus. Weil die Baukosten den grössten Teil der Kosten ausmachen, stellt das Baukostenrisiko den grössten Teil des Kostenrisikos dar.

Zusammenfassung

In der hier verwendeten Darstellung anhand des Phasenmodells erscheint die Projektentwicklung primär als operativer Prozess, und auf dieser Grundlage lassen sich der Kapitalbedarf sowie die Risiken erörtern. Eine Projektentwicklung stellt jedoch darüber hinaus auch eine Investition dar. Die Entwicklung einer Immobilie ist eine Investition, da auf die Auszahlung (Entwicklungskosten, Baukosten, etc.) Einzahlungen folgen, entweder durch Mieteinnahmen oder durch Verkauf/Verwertung. Geltner/Miller unterscheiden die Investitionen in eine Projektentwicklung dahingehend, ob das investierte Kapital vom Projektentwickler stammt oder von Dritten, also weiteren Investoren, beigesteuert wird. Bevor ich im Finanzierungskapitel genauer auf diesen Aspekt eingehe, verweile ich noch ein wenig beim Phasenmodell und vergleiche die Praxis in der Schweiz mit dem bisher beschriebenen theoretischen Prozess.

⁴⁷ So zeigen Schulte/Bone-Winkel auf, dass der Trading-Profit von rund 15% lediglich für die Finanzierung von eineinhalb bis zwei Jahren Leerstand ausreicht. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, S. 47.

2.2 Praxis Schweiz

2.2.1 Entwicklungslandschaft

Nachdem ich im vorangehenden Kapitel die Theorie der Projektentwicklung vorgestellt habe, werde ich nun auf die Praxis in der Schweiz eingehen. Dazu stütze ich mich neben eigenen Beobachtungen auf die wertvollen Erfahrungen und Einschätzungen meiner Interviewpartner aus dem In- und Ausland. Um es vorwegzunehmen, im Schweizer Markt ist neben den aus dem Theorieteil bekannten Entwicklungsmodellen ein weiteres Modell verbreitet, das sog. *Forward-Contract-Modell*⁴⁸, das einen Spezialfall des Trader-Development Modells darstellt. Bevor ich ausführlicher darauf eingehe, möchte ich im Überblick die Schweizerische Entwicklungslandschaft skizzieren.

In der Schweiz werden unterschiedliche Entwicklungsmodelle bei unterschiedlichen Entwicklungsobjekten eingesetzt. Es ist zu unterscheiden zwischen:

- Wohneigentum
- Renditeobjekten (Wohnen, Büro, Handel, Hotel)
- Arealentwicklung

Die Reihenfolge dieser Aufzählung ist nicht zufällig gewählt, denn die drei Kategorien unterscheiden sich nach Investitionsvolumen und Entwicklungsdauer (und somit der Bindungsdauer des Kapitals). Beim Wohneigentum ist das Investitionsvolumen in der Regel am kleinsten und die Dauer am kürzesten. Beide Faktoren nehmen bei den Renditeobjekten zu und sind bei den Arealen am grössten. In den letzten Jahren fand der überwiegende Anteil der Entwicklungsaktivität in der Schweiz im Bereich der Renditeobjekte statt, und hier vor allem im Mietwohnungsbau. Im Folgenden werde ich den Markt hinsichtlich Entwicklungstypen und Beteiligten beschreiben, um den jeweiligen Kapitalbedarf und das Risiko auf Seiten des Projektentwicklers darzustellen.

Wohneigentum

Die Entwicklung von Wohneigentum erfolgt für private Abnehmer/Käufer. Auf der Nachfragerseite stehen hier somit meist Käufer ohne Immobilien-Know-how, die weder die notwendige Zeit, noch die Möglichkeiten⁴⁹ haben, eine Eigenentwicklung durchzuführen. Sie fragen daher schlüsselfertige Immobilien nach. Als Antwort darauf wenden die Entwickler das Trader-Modell an, wie es in der Theorie beschrieben ist: Sie bieten die volle Leistungstiefe über alle Phasen, tragen damit das gesamte Risiko und stellen

⁴⁸ Rottke (2004), S. 298. Andere Bezeichnungen dafür sind: Forward-Deal oder TU-Entwickler-Modell.

⁴⁹ Der überwiegende Teil der Wohneigentumsobjekte in der Schweiz wird im Stockwerkeigentum ausgeführt. Die privaten Abnehmer müssten für eine Eigenentwicklung also als Bauträger aktiv werden, einen grossen Kapitalbedarf aufbringen und massive Risiken eingehen.

das Kapital für die Entwicklung. Dafür schöpfen sie die volle Wertschöpfung auf dem Grundstück ab.⁵⁰

Üblicherweise wird bei der Entwicklung von Wohnimmobilien das Grundstück angebunden und der Entwicklungsprozess bis zur rechtskräftigen Baubewilligung vorangetrieben. Parallel dazu läuft der Vorverkauf. Der Grundstückskauf und der Baubeginn erfolgen dann erst ab einem Vorverkaufsstand von 30-50%.⁵¹ Die Anzahlungen der Käufer werden direkt für die Finanzierung des Grundstückskaufs verwendet, wodurch der Entwickler seinen Kapitaleinsatz gering hält.⁵² Ab einem Vorverkaufsstand von 30-50% erhält der Entwickler i.d.R. eine Finanzierung (Baukredit) von der Bank. Dies bedeutet für den Entwickler einen geringen Kapitalbedarf und ein abschätzbares Risiko bezüglich Vermarktung.

Als Anbieter der Entwicklungsleistungen treten hier vor allem die börsenkotierten Schweizer Immobilien-AGs⁵³, General- und Totalunternehmungen⁵⁴, sowie unabhängige Entwickler⁵⁵ auf. Letztere haben sich häufig auf einzelne Segmente (z.B. luxuriöses Wohnen) oder auf bestimmte Regionen spezialisiert und sich einen Namen als Experten in ihrem jeweiligen Spezialgebiet geschaffen.⁵⁶

Derzeit ist im Schweizer Markt eine Entwicklung festzustellen, welche die idealtypische Durchführung dieses Modells erschwert. Das Modell geht von dem Idealfall aus, dass der Entwickler das Grundstück anbinden kann, ohne es direkt erwerben zu müssen. In den letzten Jahren war Wohneigentum vor allem in den Agglomerationen jedoch so stark gefragt, dass die Landeigentümer in diesen Lagen nicht mehr auf risikoreiche Landsicherungsverträge angewiesen sind, sondern nun direkt verkaufen.⁵⁷ Das bedeutet, dass der Kapitalbedarf für den Entwickler zu einem früheren Zeitpunkt bedeutend grösser ist und das Kapital deutlich länger gebunden bleibt. Ausserdem muss der Entwickler das Grundstück zu einem Zeitpunkt kaufen, wo er noch grosse Risiken trägt und noch keine Anzahlungen von Käuferseite vorliegen. In der folgenden Abbildung werden der Idealfall und das in der gegenwärtigen Entwicklung entstandene Szenario (gestrichelt) dargestellt.

⁵⁰ Vgl. Interviewpartner A, Interviewpartner B.

⁵¹ MOBIMO gibt einen Vorvermarktungsstand von 30-40% bei Wohneigentum als Grundlage für Baubeginn an. Vgl. Breiner, S. 14.

⁵² Voraussetzung, dass die Anzahlungen verwendet werden können: die Anzahlungen sind nicht sicherzustellen und nicht zu verzinsen.

⁵³ Allreal, Mobimo, PSP, etc.

⁵⁴ Implenja, Karl Steiner AG, Frutiger, Alfred Müller, Peikert, Arigon, etc..

⁵⁵ Simmengroup (SHERE), Peach Property Group, Beat Odinga AG, Feldmann Immobilien AG. Ich bezeichne diese Anbieter als unabhängige Entwickler, da sie nicht zu einem Baudienstleistungskonzern gehören.

⁵⁶ Vgl. Interviewpartner B.

⁵⁷ Vgl. Interviewpartner F.

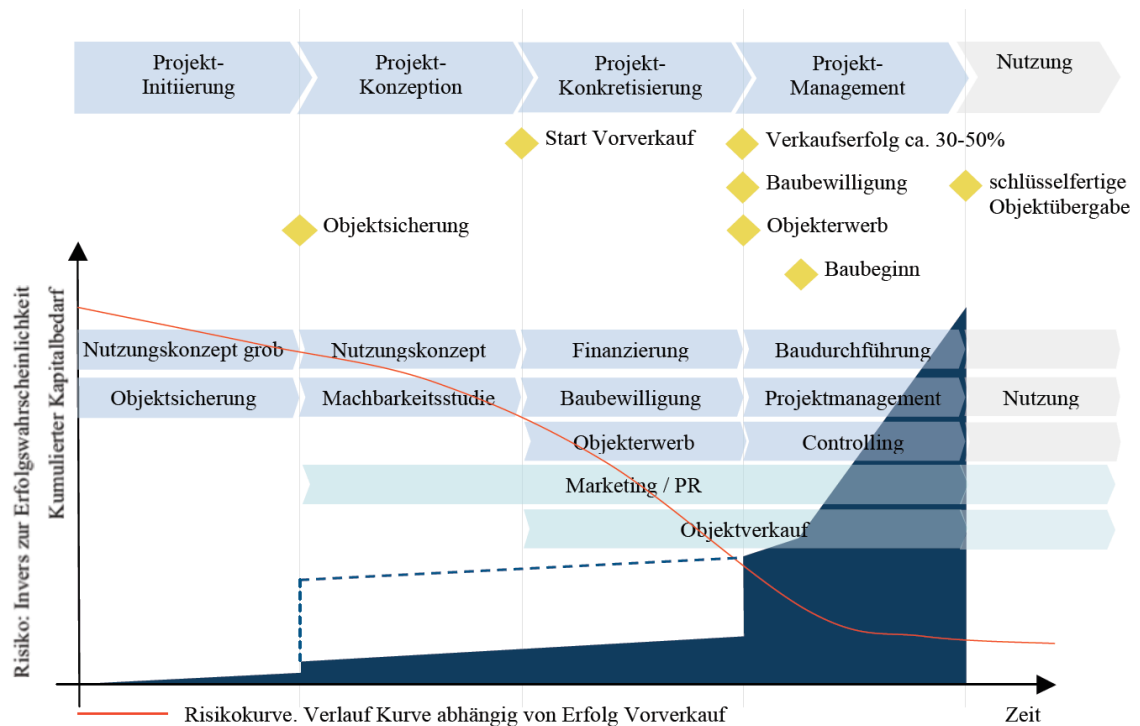


Abbildung 6: Entwicklung Wohneigentum im Trader-Modell⁵⁸

Durch den erhöhten Kapitalbedarf und das gestiegene Risiko wird das Marktumfeld für Entwickler mit relativ schwacher Kapitalausstattung schwieriger. Weniger kapitalstarke Anbieter können in diesem Marktsegment kaum mehr Grundstücke akquirieren.

Renditeobjekte

Die Abnehmer von Renditeimmobilien sind institutionelle Endinvestoren aus dem In- und Ausland sowie private Kapitalanleger. Sie unterscheiden sich hinsichtlich der von ihnen nachgefragten Entwicklungstiefe.

Private Investoren und die grossen internationalen (institutionellen) Investoren bevorzugen fertig entwickelte und bereits vermietete Objekte.⁵⁹ Sie sind somit Abnehmer von Entwicklungen im Trader-Modell.

Der überwiegende Teil der Entwicklungen wird aber von Schweizer institutionellen Investoren abgenommen. Diese betreiben häufig ein aktives Asset Management und sind inzwischen grossenteils bereit, früh in die Entwicklungen einzusteigen.⁶⁰ Sie fragen

⁵⁸ Eigene Darstellung.

⁵⁹ Der Hauptgrund dafür ist in fehlenden Kenntnissen über und in der (mangelhaften) Transparenz des Schweizer Marktes zu sehen. Vgl. Interviewpartner D.

⁶⁰ Bei Schweizer institutionellen Investoren hat sich der Einstiegszeitpunkt in den letzten Jahren (ab 2000) nach vorne verschoben. In dieser Zeit haben die Investoren gezielt eigenes Entwicklungs-Know-how innerhalb des Asset Managements aufgebaut. Als Begründung für diese Entwicklung wird unter anderem der Anlagenotstand genannt. Vgl. Interviewpartner C, Interviewpartner A. Ein anderer Interviewpartner verweist darauf, dass in Deutschland in der zurückliegenden Marktübertreibungsphase die Endinvestoren ebenfalls bereit waren, früh in die Entwicklungen einzusteigen. Vgl. Interviewpartner H. Ein Interviewpartner hat Beispiele für Investoren genannt, die nicht an Entwicklungen im Trader-Modell inter-

Entwicklungen im „verkürzten“ Trader-Modell, dem Forward-Contract-Modell, nach. Dadurch verringern sich für den Entwickler der Kapitalbedarf und die Bindungsdauer des Kapitals. Für den Investor verändert sich das Risiko-/Renditeprofil. Die klassischen Core Investoren bewegen sich dadurch in Richtung Value Added⁶¹ Investoren.⁶²

Eine Ausnahme bilden die Spezialobjekte wie Hotels und Shoppingcenter. Bei diesen verlangt der Abnehmer den Nachweis nachhaltiger Cash-Flows. Sie können daher erst nach einer Annutzungsphase von 1-2 Jahren verkauft werden.⁶³ Dies bedingt einen grossen Kapitalbedarf auf Seiten des Projektentwicklers und eine sehr lange Kapitalbindung.

Entsprechend des unterschiedlichen Kapitalbedarfs auf Seiten des Entwicklers unterscheiden sich auch die Anbieter: Anbieter von Entwicklungsleistungen im Trader-Modell sind typischerweise die börsenkotierten Immobilien-AGs und einige der grossen Totalunternehmer sowie ausländische Projektentwickler.⁶⁴ Das Forward-Contract-Modell wird überwiegend von Totalunternehmungen⁶⁵ und unabhängigen Entwicklern⁶⁶ angeboten. Es ist daher auch unter der Bezeichnung TU-Entwicklungsmodell bekannt. Auf die Details dieses Modells gehe ich im folgenden Kapitel ein.

Arealentwicklungen

Arealentwicklungen machen einen kleinen Marktanteil aus. Sie werden in der Schweiz auf zwei unterschiedliche Arten entwickelt. Die Mehrzahl der Areale wird von kapitalkräftigen, börsenkotierten Immobilien-AGs⁶⁷ als Investor-Developer entwickelt. D.h. sie stellen das gesamte Kapital zur Verfügung und tragen das ganze Risiko. Einen Teil der fertigen Objekte bringen sie abhängig vom Marktzyklus auf den Markt.⁶⁸ Ein kleinerer Teil der Arealentwicklungen wird jedoch von Totalunternehmungen – wiederum nach dem Forward-Contract-Modell – durchgeführt.⁶⁹

essiert sind und deshalb früher einsteigen: CSAM, Pensimo, Axa Immobilien, Swisscanto, etc. Vgl. Interviewpartner D.

⁶¹Core Investoren investieren nur in sehr gute Lagen und in vermietete Bestandesimmobilien. Sie erwirtschaften ihre Rendite aus laufenden Erträgen. Value Added Investoren hingegen investieren auch in Lagen mit Wertsteigerungspotenzial und in Projektentwicklungen. Ihre Rendite setzt sich aus laufenden Erträgen und Wertsteigerungsanteilen zusammen.

⁶² Vgl. Interviewpartner C.

⁶³ Vgl. Interviewpartner A, Interviewpartner H. Auch hierzu gibt es Ausnahmen, zum Beispiel das Einkaufszentrum Sihlcity in Zürich.

⁶⁴ HOCHTIEF Development Schweiz AG, ING Real Estate Germany GmbH, STRABAG Real Estate.

⁶⁵ Karl Steiner AG, Implenia, Halter, Losinger/Marazzi.

⁶⁶ Kamata Development, K-Werkstatt, etc.

⁶⁷ Als Beispiele seien einige Areale aus der Region Zürich aufgeführt: Maag-Areal, Hürlimann-Areal (PSP); Escher-Wyss-Areal, Richti-Areal, Toni-Areal (Allreal).

⁶⁸ Vgl. Interviewpartner E.

⁶⁹ Beispiele aus der Region Zürich hierfür: Coop-Areal, Sihlpapier-Areal (Marazzi); Sihlcity (Karl Steiner AG)

2.2.2 Forward-Contract-Modell

Das *Forward-Contract-Modell*, bei dem Investoren mit einem eigenen Asset Management frühzeitig in die Entwicklung einsteigen, findet sich so, wie es in der Schweiz vorkommt, in der Theorie nicht explizit beschreiben. Ich werde es deshalb im Folgenden ausführlicher erläutern.

Der Forward-Contract ist ein Termin-Geschäft. Es lässt sich, wie erwähnt, als ein „verkürztes“ Trader-Development verstehen, bei dem das Projekt vom Entwickler über die Vorphasen auf eigene Rechnung und eigenes Risiko „an-entwickelt“ wird. Nach Erhalt der Baubewilligung und ab einem Vorvermietungsstand von 70-80% wird das Projekt an den Endinvestor verkauft, der es dann unter Übernahme einiger „Rest“-Risiken „fertig-entwickelt“. Gleichzeitig erhält der Entwickler, der das Projekt verkauft, einen TU-Vertrag zur Ausführung des Projekts.⁷⁰ Er erbringt also nach Verkauf noch die Bauleistungen. In der folgenden Abbildung sind die Leistungen und der entsprechende Kapitalbedarf farblich nach Entwickler (blau) und Endinvestor (grau) dargestellt.

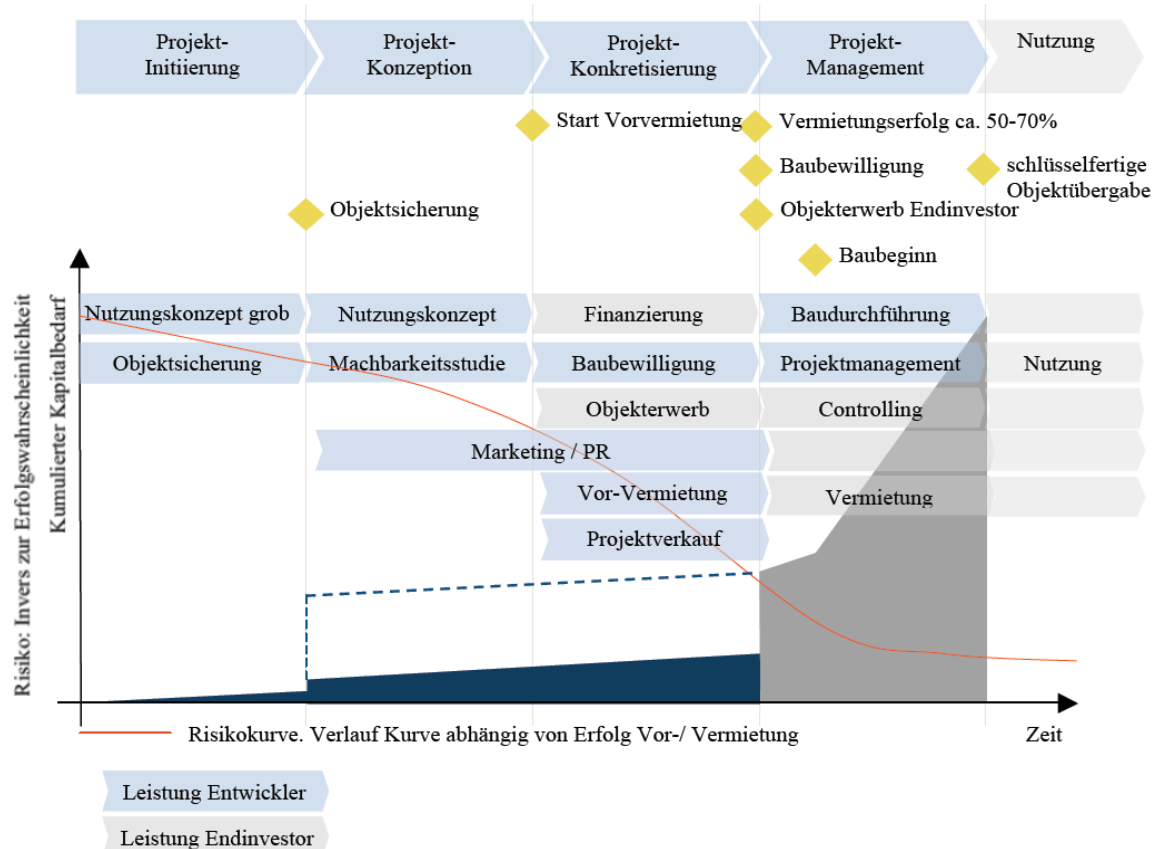


Abbildung 7: Forward-Contract-Modell⁷¹

⁷⁰ Vgl. Interviewpartner A.

⁷¹ Eigene Darstellung.

Das Land wird durch den Entwickler angebunden und beim Verkauf des Projekts wird der Landsicherungsvertrag direkt an den Endinvestor⁷² weiter gereicht. Ab diesem Zeitpunkt teilen sich der Entwickler und der Endinvestor das Risiko. Der Kapitalbedarf für den Entwickler stellt sich folgendermassen dar: In den frühen Phasen wird das Kapital durch den Entwickler gestellt. Im weiteren Verlauf steigt der Entwickler aus und bleibt nur noch als TU involviert, während der Kapitalbedarf für den Landkauf und die Bau- durchführung vom Endinvestor gedeckt wird. Voraussetzung dafür, dass ein Entwickler ohne grossen Kapitalbedarf und lange Kapitalbindung nach diesem Modell entwickeln kann, ist folglich, dass das Land gesichert werden kann.⁷³

Der Investor kauft das Projekt mit Abschlägen,⁷⁴ und kann durch seine eigene Entwicklungsleistung (Vermietung) von der Wertsteigerung profitieren. Zudem ermöglicht der frühe Einstieg dem Investor die frühzeitige Sicherung guter Anlageobjekte⁷⁵ und die erlaubt es, auf das Projekt Einfluss zu nehmen.

Im Forward-Contract-Modell werden demnach sowohl der Kapitalbedarf als auch das Risiko zwischen Entwickler und Endinvestor geteilt. Es lohnt sich, diese Aufteilung genauer zu betrachten:

Von den in Kapitel 2.1.3 diskutierten Risiken einer Projektentwicklung übernimmt im Forward-Contract-Modell der Entwickler das Planungsrisiko, das Genehmigungsrisiko,⁷⁶ sowie das Baugrund- und Baukostenrisiko⁷⁷. Das Vermietungsrisiko wird aufgeteilt. Der Entwickler übernimmt bei Gewerbeimmobilien die Vorvermietung bis zu 70-80%. Die restlichen 20-30% trägt der Endinvestor. Bei Mietwohnungen übernimmt i.d.R. der Endinvestor das Vermietungsrisiko, teilweise lässt er sich als Sicherheit eine Mietzinsgarantie für 1-2 Jahre nach Fertigstellung geben. Das Finanzierungsrisiko trägt

⁷² Obwohl die Nachfrage dafür vorhanden ist, gibt es in der Schweiz kaum Zwischeninvestoren. Vgl. Interviewpartner A, Interviewpartner E.

⁷³ Wie unter der Kategorie Wohneigentum erwähnt, wird dies im aktuellen Markumfeld aber immer schwieriger. In Abhängigkeit der Lage des Grundstückes gilt dies je länger je mehr auch für Renditeimmobilien und Areale.

⁷⁴ Grundsätzlich wird der Käufer aufgrund mangelnder Kenntnisse des Projektes die Risikoabschläge hoch ansetzen. Risikozuschläge im Kapitalisierungssatz (=All Risk Yield) oder bei der Ermittlung des DCF-Wertes, durch einrechnen von Leerstand, etc. Momentan ist zu beobachten, dass die Investoren aufgrund des grossen Anlagedrucks bereit sind, geringe Abschläge in Kauf zu nehmen. Vgl. Interviewpartner A.

⁷⁵ Die Investoren betreiben vertikale Integration und versuchen sich so, Vorteile vor der Konkurrenz zu verschaffen. Es herrscht ein grosser Anlagedruck und in den Agglomerationen sind die interessanten Anlageobjekte rar, so dass eine früher Einstieg in die Entwicklung wichtig ist, um die Objekte sichern zu können. Der frühe Einstieg hat es trotz der Aktivität der High-Leveraged-Buyers den konservativ finanzierten Investoren ermöglicht, „günstig“ zu guten Objekten zu kommen.

⁷⁶ Damit gehen die Vorleistungen bis zum Abschluss der Phase Projektkonkretisierung auf das Risiko und die Rechnung des Entwicklers. Vgl. Interviewpartner A.

⁷⁷ Der grösste Block des Kostenrisikos ist damit vom Endinvestor auf den Entwickler überwält.

ebenfalls der Endinvestor, da er die Kapitalbereitstellung für die kostenintensiven Phasen – Grundstückserwerb und Baukosten – übernimmt.

Aus Risikogesichtspunkten sind die Risiken somit beim *Best Owner* angesiedelt: Das Vermietungsrisiko – bzw. ein allfälliger (Rest-)Leerstand – ist beim Endinvestor am besten aufgehoben, denn er besitzt das Know-how zur Vermietung und er hat die bessere Risikotragfähigkeit für den Leerstand.⁷⁸ Planungs-, Genehmigungs- und Baukostenrisiko hingegen sind beim Totalunternehmer am besten angesiedelt, da er in diesen Bereichen als Experte über das beste Wissen verfügt.

Ähnlich sieht es in Bezug auf den Kapitalbedarf aus: Der grosse Kapitalbedarf fällt beim Endinvestor an, der über genügend finanzielle Mittel verfügt und sich i.d.R. günstiger refinanzieren kann.⁷⁹ Der Entwickler muss lediglich die weniger kapitalintensive Vorphase finanzieren. Dies bietet dem Entwickler den Vorteil, dass er verhältnismässig wenig Kapital einsetzen muss, und dass dieses durch den frühen Ausstieg für neue Investitionen zur Verfügung steht.

Betrachtet man das Forward-Contract Modell also unter den Gesichtspunkten der Risikoverteilung und des Kapitalbedarfs, scheint es auf den ersten Blick ein partnerschaftliches Modell zu sein, in dem die Risiken und der Kapitalbedarf beim Best Owner angeordnet sind. Bei einer genaueren Betrachtung zeigt sich aber, dass es nur eine scheinbare Partnerschaft ist und die Risikoverteilung einseitig zu Lasten der Projektentwickler erfolgt.⁸⁰

Da zum Zeitpunkt der Übernahme durch den Endinvestor die Immobilie mehrheitlich vermietet ist, fällt das Vermietungsrisiko für den Endinvestor sehr gering aus. Mit dieser Sicherheit könnten die Projekte dann auch mit einem gewöhnlichen Baukredit fertig entwickelt werden.⁸¹ Das heisst, dass das Projekt ohne externe Mitsprache entwickelt werden könnte und nach Fertigstellung ohne Abschläge verkauft werden könnte. Im

⁷⁸ Vgl. Interviewpartner C: „Best Owner best price: Der kapitalstarke Gross-Investor hat i.d.R. bei kapitalintensiven Grossprojekten eine bessere Risikofähigkeit als der übliche Trader-Developer. Der bestgeeignete Eigentümer ist fähig, den besten Preis zu bezahlen. Der langfristige hohe Leerstand in einer Immobilie kann für den Entwickler, welcher über ungenügende Kapitalreserven verfügt, ggf. eine substantielle Bedrohung bedeuten. Entwickler sind bestrebt, mit dem eingesetzten Kapital möglichst hohe Umsätze an Projekten zu erzielen. Hingegen suchen ‘Buy and Hold’ orientierte Grossinvestoren Anlagen mit langfristig nachhaltig stabilem Wertsteigerungspotential und sind ggf. bereit, längerfristige Leerstandsperioden durchzustehen, da in der Langzeitperspektive bei guten Objekten lagebedingt hohe Wertsteigerungspotentiale schlummern.“

⁷⁹ Aufgrund des Anlagedrucks sind die Opportunitätskosten des Geldes für Investoren sehr niedrig. Vgl. Interviewpartner A.

⁸⁰ Der Kaufvertrag enthält i.d.R. Vorbehalte und wird erst bei Rechtskraft der Baubewilligung/Baufreigabe und Erreichen eines gewissen Vorvermietungsstandes rechtskräftig. Vgl. Interviewpartner A.

⁸¹ Vgl. Interviewpartner A „Wenn ich diverse Vorverträge mit guten Mietern habe, dann brauche ich den institutionellen Endinvestor nicht. Ich bekomme das Geld auch von einer Bank. Das ist der Denkfehler, den viele Projektentwickler machen. Und ohne, dass hier (Zeitpunkt Kaufvertrag) vorvermietet ist, steigen auch die Inst. Endinvestoren nicht ein. Das ist der Punkt!“

Schweizer Markt werden zudem die Risiken, die der Projektentwickler in diesem Modell auf sich nimmt, häufig nicht mit einer entsprechenden Rendite verzinst.⁸²

Auf Grund dieser Nachteile für den Entwickler ist es erstaunlich, dass das Forward-Contract-Modell in der Schweiz eine derart grosse Verbreitung findet. Dazu kommt, dass es sich fast nur in der Schweiz grosser Beliebtheit erfreut.⁸³ Es drängt sich daher die Frage auf, worin sich der Schweizer Markt bzw. die den Schweizer Markt beeinflussenden Faktoren von den anderen Immobilienmärkten unterscheiden.

Erstaunlicherweise stützt sich die am häufigsten vorgebrachte Erklärung des Phänomens nicht auf hard facts, wie dies zum Beispiel Gesetzgebungen oder Richtlinien wären, sondern auf die Herkunft der Entwickler. Die Ursache wird darin gesehen, dass es mehrheitlich Totalunternehmer sind, die ihr Kerngeschäft mit der Projektentwicklung strategisch erweitert haben.⁸⁴ Nach dieser Erklärung wenden die Entwickler das Forward-Contract-Modell an, um durch vertikale Integration an einen konkurrenzlosen TU-Auftrag zu gelangen und so ihre Auslastung zu sichern und ihre Margen im Kerngeschäft zu erhöhen. Die Projektentwicklung dient folglich der Akquisition von Bauleistung. Aus dieser Motivation lässt sich auch schliessen, dass für den Totalunternehmer nicht nur der Trading-Profit (als Risikoverzinsung) und die Risikotragung⁸⁵ im Vordergrund stehen, sondern auch die bei der Ausführung des Projekts zu erwirtschaftende TU-Marge (und folglich das Bauvolumen).⁸⁶ Aus dieser Denkweise kann wiederum abgeleitet werden, dass der TU, um sich einen Auftrag zu sichern, bereit ist, einen höheren Landpreis zu zahlen, da er an der Auslastung und am Bauvolumen interessiert ist und nicht am Trading-Profit.⁸⁷

⁸² Vgl. Interviewpartner A.

⁸³ Ein Interviewpartner bezeichnet das Forward-Contract-Modell als eine Besonderheit des Schweizer Marktes. In Deutschland sei dieses Modell allerdings in Phasen der Marktüberhebung auch häufiger angewendet worden. Er bezieht die Anwendung auf das zur Investition zur Verfügung stehende Kapital. Vgl. Interviewpartner H. Diese Ansicht stützt auch die Aussagen anderer Interviewpartner bezüglich des Anlagenotstandes in der Schweiz, und dass die Investoren als Reaktion darauf ihr Asset-Management ausgeweitet haben. Gemäss einem anderen Interviewpartner wird das Forward-Contract-Modell teilweise auch in Frankreich angewendet. Vgl. Interviewpartner C.

⁸⁴ Praktisch alle Projektentwicklungsunternehmen in der Schweiz sind aus den Bau- und Baudienstleistungskonzernen heraus entstanden. Deshalb gäbe es in der Schweiz bis jetzt eigentlich noch keine wirkliche Development-Kultur. Vgl. Interviewpartner A. Vgl. hierzu auch Fillmann, S. 26, Kamení, S. 24f.

⁸⁵ Zwei Interviewpartner, die sich als Trader-Developer bezeichnen, sehen die Risikotragung als ihre Kernkompetenz. Beide betonen auch, dass sie nur Risiken eingehen, die sie kalkulieren können, und deshalb nicht vorzeitig das Projekt verkaufen müssen. Wenn sie einen Forward-Deal abschliessen, dann ohne Margenverzicht. Vgl. Interviewpartner H, Interviewpartner D.

⁸⁶ Ein Development mit geringem Trading Profit kann immer noch einen TU-Auftrag mit guter TU-Marge beinhalten und für Auslastung sorgen. Würde man nur den Trading-Profit betrachten, so würde man das Projekt ablehnen. Da schaffen die Interessen des Entwicklers und des Totalunternehmers gegeneinander. Vgl. Interviewpartner A, Interviewpartner B.

⁸⁷ Ein Entwickler rechnet in seiner Kalkulation (Residualwert) sowohl ein Baukostenrisiko (z.B. 5%) und zusätzlich einen Trading Profit (z.B. 10-20%) mit ein. Ein Totalunternehmer rechnet in der Logik des Bauauftrages nur das Baukostenrisiko mit ein. Ihm ist die Anwendung des Trading Profits fremd. Die Ri-

Von einigen Interviewpartnern wird denn auch hervorgehoben, dass beim Forward-Contract-Modell durch die Fixierung auf das Bauvolumen und die Auslastung das Risiko/Renditeverhältnis in ein Missverhältnis gerate. Das Modell berge für die Totalunternehmer enorme Risiken, derer sie sich aufgrund ihrer Herkunft aus der TU-Branche nicht immer bewusst seien.⁸⁸

In den Gesprächen mit Vertretern der TU-Branche hat sich allerdings gezeigt, dass diese sich von der verbreiteten Interpretation der TU-Projektentwicklung distanzieren. Die meisten TU betonen, dass sie die Projektentwicklung als eigenes Profitcenter⁸⁹ oder gar eigenes Unternehmen⁹⁰ führen und durchaus den Trading-Profit-Gedanken verfolgen. Die Projektentwicklung dient gemäss dieser Selbst-Einschätzung also nicht primär dazu, TU-Aufträge zu akquirieren.

Ein anderer Erklärungsversuch für die untypische Verbreitung des Forward-Contract-Modell in der Schweiz stützt sich auf das spezifische Verhalten einiger Marktteilnehmer: auf die Risikoaversität von Banken und Endinvestoren. Im Gegensatz zu ausländischen Banken verfügen die Schweizer Banken über kein spezifisches Finanzierungs-Know-how für Projektentwicklungen,⁹¹ weshalb sie in vielen Fällen erst zu einer Finanzierung bereit sind, wenn der Endinvestor bekannt ist.⁹² Gleichzeitig verhalten sich auch viele Schweizer Endinvestoren risikoavers,⁹³ so dass im Prinzip eine Patt-Situation entsteht, in der das Projekt an der Finanzierung scheitert – es sei denn, der Projektentwickler stellt das gesamte Kapital und übernimmt das volle Risiko über alle Phasen. Das bedingt aber eine im Schweizer Markt sehr selten vorhandene Kapitalstärke des Projektentwicklers.

sikozuschläge des Entwicklers sind folglich höher als die des Totalunternehmers, der nur an dem Projekt interessiert ist. Wegen der erhöhten Risikozuschläge kann der Entwickler weniger fürs Land bieten als der TU. Ausserdem ist ein Totalunternehmer primär an der hinter einer Entwicklung stehenden Bauleistung interessiert. Darum gibt es eine hohe Konkurrenz um die guten, schnell bebaubaren Grundstücke. Dies führt zu einem enormen Margendruck.

⁸⁸ Vgl. Interviewpartner A: „Mein Hauptargument, die Hauptkrux ist ganz einfach: der Totalunternehmer-Entwickler versteht meines Erachtens das Risiko nicht, das er eingeht. Und die Margen, die im TU/GU-Bereich erwirtschaftet werden, decken meines Erachtens die Risiken, die eingegangen werden, in den meisten Fällen nicht. Und deshalb ist die Vermengung von TU und Development extrem gefährlich.“

⁸⁹ Vgl. Interviewpartner A, Interviewpartner C, Interviewpartner B.

⁹⁰ Beispiel Halter Unternehmungen. Halter war ursprünglich eine Bauunternehmung. Inzwischen besteht die Halter Gruppe aus mehreren selbständigen Unternehmungen (Bauunternehmung, Totalunternehmung, Projektentwicklung, Immobilien). Der Projektentwickler vergibt teilweise Aufträge an andere Totalunternehmungen.

⁹¹ Vgl. Interviewpartner F, Interviewpartner A, Interviewpartner E.

⁹² Vgl. Interviewpartner F.

⁹³ Vgl. Interviewpartner A. Diese Aussage ist scheinbar paradox. Doch gehen die Schweizer Endinvestoren de facto nur geringe Risiken ein und können so im Gegensatz zu beispielsweise Anglo-amerikanischen Investoren als risikoavers qualifiziert werden. Vgl. Interviewpartner F. Diese risikoaverse Haltung mag auch ein Grund dafür sein, dass das Service-Development in der Schweiz nur eine so geringe Verbreitung findet. Vgl. Interviewpartner A.

Vor diesem Hintergrund hat der Anlagedruck der letzten Jahre das Aufkommen des Forward-Contract-Modells als Kompromiss begünstigt. Hier kann die Bank auf ihrer risikoaversen Position verharren, während sich der Endinvestor – aufgrund des Anlagedrucks – bereit erklärt, das Projekt unter der Übernahme einiger (geringer) Rest-Risiken zu einem relativ frühen Zeitpunkt zu kaufen. Der Grossteil der Entwicklungsrisiken fällt dabei dem Entwickler zu, ohne wie vorne gezeigt, eine adäquate Risikoverzinsung zu erhalten.

Zusätzlich zu den beiden Erklärungsversuchen, die sich gegenseitig keinesfalls ausschliessen, kann auch ein spezifisch Schweizerischer *hard fact* zur Erklärung des Phänomens hinzugezogen werden: die Grundstücksgewinnsteuer.⁹⁴ Es handelt sich dabei um eine Spekulationssteuer, welche die Grundstücksspekulation unterbinden soll. Bei Kauf und Weiterverkauf von Grundstücken/Immobilien innerhalb von drei Jahren wird der Gewinn mit sehr hohen Steuern belegt. Danach reduziert sich der Steuersatz langsam, bis er nach 20 Jahren sein Minimum erreicht. Insbesondere die Weiterveräußerung innerhalb von zwei Jahren kann eine Besteuerung von bis zu 60% des Gewinns auslösen.

Um die Grundstücksgewinnsteuer zu vermeiden, muss beachtet werden, dass (bei kurzer Haltedauer) die durch die Projektentwicklung erzielte Wertsteigerung nicht auf dem Objekt/Grundstück erfolgt. Dies gelingt zum Beispiel,⁹⁵ indem das Grundstück vom Alteigentümer direkt an den Endinvestor verkauft wird. So fällt der Gewinn durch die Wertsteigerung auf dem Grundstück beim Alteigentümer an, der das Grundstück i.d.R. bereits länger als fünf Jahre besitzt. Der Entwickler übernimmt in diesem Setting nur die Aufgabe, das Grundstück zu sichern, und erhält vom Alteigentümer einen Anteil an der Wertsteigerung. Dies ist das Szenario, wie es im Forward-Contract-Modell vorgesehen ist.

Wie bereits angedeutet, schliessen sich die drei Erklärungsversuche keinesfalls gegenseitig aus. Vielmehr bilden sie alle zusammen eine Erklärung, die zweifelsohne noch in weiterführenden Untersuchungen ergänzt und präzisiert werden sollte.

⁹⁴ Die Grundstücksgewinnsteuer ist vergleichbar mit der Spekulationssteuer in Deutschland. Diese ist jedoch weniger hoch und greift nur bei Weiterverkäufen innert zwei Jahren.

⁹⁵ Eine andere Strategie, um die Grundstücksgewinnsteuer zu umgehen, besteht darin, den Gewinn in anderen, ebenfalls vom Entwickler erbrachten Leistungen (z.B. Bauleistung, Planungsleistung, etc.) zu „verstecken“. Vgl. Interviewpartner B. Die Grundstücksgewinnsteuer verhindert eine reine Landentwicklung wie sie in Angelsächsischen Ländern betrieben wird. Vgl. Interviewpartner F. Ausserdem erschwert die Grundstücksgewinnsteuer den Einstieg von Zwischeninvestoren z.B. ab Baubewilligung bis Fertigstellung und Vermietung, bzw. macht diesen uninteressant.

2.2.3 Zusammenfassung

Abschliessend kann festgehalten werden, dass im Schweizer Projektentwicklungsmarkt drei Entwicklungsmodelle (Trader-, Forward-Contract-, Investor-Developer) mit unterschiedlicher Leistungstiefe, unterschiedlichem Kapitalbedarf und Risiko-/Rendite-profil auszumachen sind. Die beiden erstgenannten dominieren, wobei jeweils unterschiedliche Entwicklungsobjekte im Vordergrund stehen:

- Trader-Development: für Wohneigentum (und in geringem Umfang für Renditeobjekte)
- Forward-Contract-Development: für Renditeobjekte (und in geringem Umfang für Areale)

Bei der Entwicklung nach dem Trader-Modell besteht ein grosser Kapitalbedarf in der Phase Projekt-Management. Allerdings können bei der Entwicklung von Wohneigentum auch die Anzahlungen der Käufer – in Abhängigkeit vom Verkaufserfolg – eingesetzt werden. Da die kapitalintensiven Leistungen wie Landkauf und Baudurchführung erst bei genügendem Vorverkaufserfolg durchgeführt werden, verringert sich auch das Risiko und wird somit tragbar. Da die Möglichkeit Land zu Sichern aber immer mehr wegfällt, wird auch dieses Segment immer risiko- und kapitalintensiver.

Bei der Entwicklung von Renditeimmobilien nach dem Trader-Modell hingegen sind die Investitionsvolumen i.d.R. grösser und der Entwickler kann keine Anzahlungen einsetzen. Hier sind somit ein grosser Kapitalbedarf und hohe Risikotragfähigkeit Voraussetzung. Um beides zu minimieren kommt hier bevorzugt das „verkürzte Trader-Modell“, das Forward-Contract-Modell zum Einsatz. So kann der grosse Kapitalbedarf in der Phase Projekt-Management auf den Endinvestor überwälzt werden.

Der nicht zu vernachlässigende Nachteil dabei ist aber, dass der Projektentwickler, wie erläutert, für das grosse Risiko, das er in diesem Modell übernimmt, keine adäquate Risikoverzinsung erhält.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie die Projektentwickler in diesem Umfeld sein Risiko-/Renditeprofil optimieren kann. Eine zentrale Rolle spielt dabei die Finanzierung. Ich möchte daher im Folgenden aufzeigen, welche Finanzierungsmöglichkeiten für Projektentwicklungen bestehen, und insbesondere, welche Chancen dabei Eigenkapitalsubstitute eröffnen.

Dazu werde ich in einem ersten Schritt die klassische Finanzierung vorstellen – die, um es vorwegzunehmen, in der Schweiz überwiegend angewendet wird – und daran anschliessend die weiterführenden Möglichkeiten erläutern, die strukturierte Finanzierung den Projektentwicklern bieten können. Nach diesem theoretischen Exkurs komme ich wieder zurück in die Schweiz und zeige auf, wie der Kapitalbedarf gegenwärtig gedeckt wird und wo sich Einsatzmöglichkeiten für Eigenkapitalsubstitute bieten.

3 Finanzierung der Projektentwicklung

3.1 Theorie

3.1.1 Grundlagen der Finanzierung / Klassische Finanzierung

Im Kapitel 2 habe ich den Projektentwicklungsprozess nach Phasen, Risiko und Kapitalbedarf dargestellt sowie die Praxis in der Schweiz geschildert. Dabei hat sich gezeigt, dass der Kapitalbedarf auf Seiten des Entwicklers je nach Objekttyp und Entwicklungsmodell unterschiedlich gross ist. Dementsprechend werden die einzelnen Segmente auch von unterschiedlichen Entwicklern bearbeitet.

In diesem Kapitel steht nun ein anderer Aspekt im Vordergrund: die Finanzierung, denn Projektentwicklung ist immer auch eine Investition. Dabei stellt sich aufbauend auf das vorangehende Kapitel die Frage, wie der Entwickler in welchem Prozessschritt das notwendige Kapital in das Projekt einbringen kann – wie die Projektentwicklung finanziert werden kann.

Um diese Frage zu beantworten werde ich in einem ersten Schritt die klassische Projektentwicklungsfinanzierung darstellen, die gewöhnlichen Kreditverträgen entspricht.

Finanzierung ist die Bereitstellung von Kapital für einen Investitionszweck. Das Kapital kann entweder als Eigenkapital oder als Fremdkapital in die Investition einfließen. Das Eigenkapital stellt der Investor, in unserem Falle der Projektentwickler, zur Verfügung. Das Fremdkapital kann er in Form von Krediten (senior loans) aufnehmen. Der Kreditnehmer erstattet dieses Kapital zurück und zahlt zusätzlich Zinsen für die Überlassung des Geldes. Die entsprechenden Modalitäten, Zeitspannen und Beträge sind Teil des jeweiligen Kreditvertrages.

Die Kreditfinanzierung erreicht typischerweise 70-75% der Projektkosten.⁹⁶ Die restlichen 25-30% der Investitionskosten sind über Eigenkapital zu decken. Das Eigenkapital dient dabei als „Garantiekapital“.⁹⁷ Es steht zur Deckung möglicher Verluste aus der Projektentwicklung zur Verfügung.⁹⁸ Das heisst: die Rückzahlungsansprüche der Eigenkapitalgeber sind nachrangig zu denen der Fremdkapital-Geber. Das Eigenkapital trägt somit ein deutlich höheres Verlustrisiko als das Fremdkapital. Um derart als Sicherheit dienen zu können, muss das Eigenkapital dem Kreditnehmer daher dauerhaft, mindestens aber während der gesamten Laufzeit des Kredites zur Verfügung stehen.⁹⁹ Die 25-30% Eigenkapital entsprechen ungefähr den Kosten, die in den ersten drei Pha-

⁹⁶ Vgl. Pitschke, S. 51.

⁹⁷ Achleitner/Thommen, S. 501.

⁹⁸ Vgl. Bienert, S. 18. Eigenkapital dient der Deckung der möglichen Verluste des Projektes, zum Beispiel, wenn der Veräusserungserlös nach der Fertigstellung unter den Prognosen liegt. Diese Schwankungen trägt das Eigenkapital.

⁹⁹ Vgl. Achleitner/Thommen, S. 501.

sen der Projektentwicklung¹⁰⁰ inklusive Objekterwerb anfallen. Die Kreditfinanzierung erfolgt klassischerweise erst in Phase Projektmanagement mit Baukrediten.¹⁰¹

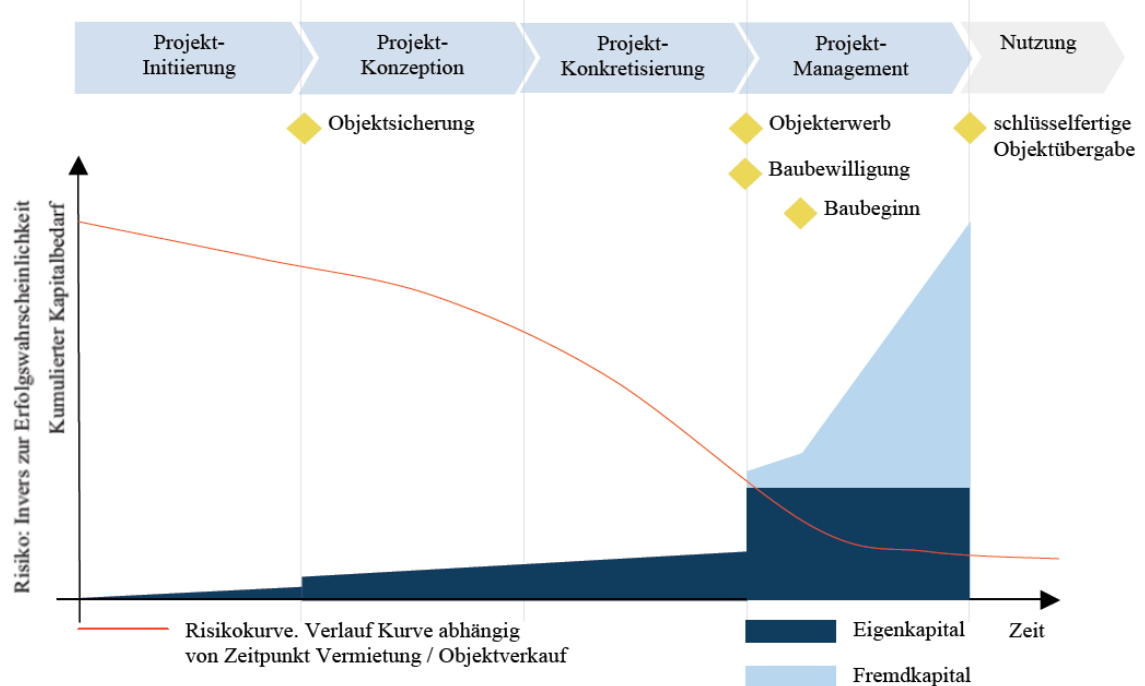


Abbildung 8: Einsatz von Eigenkapital und Fremdkapital in der Projektentwicklung¹⁰²

Neben dem benötigten Eigenkapital definiert der Kreditvertrag weitere Sicherheiten. In der Immobilienbranche werden üblicherweise Objekt-/Realkredite gewährt. In diesen Fällen sind die Rückzahlungsansprüche über das zu finanzierende Objekt in Form eines Grundpfandrechtes gesichert.¹⁰³ Diese Sicherheiten können bei allfälligem Zahlungsverzug (Zinszahlung oder Rückzahlung) durch das Instrument der Zwangsvollstreckung geltend gemacht werden.¹⁰⁴

In diesem Punkt wird der Unterschied zwischen der Finanzierung einer Bestandesimmobilie und der Finanzierung einer Projektentwicklung ersichtlich. Bei einer Bestandesimmobilie steht die Immobilie als Sicherheit für die Rückzahlung des Kredits zur Verfügung. Ausserdem erhält der Eigentümer laufende Einkünfte aus der Immobilie, mit

¹⁰⁰ Geltner/Miller sind der Ansicht, dass das kumulierte Kapital, das bis zu diesem Zeitpunkt in das Projekt investiert wurde normalerweise relativ gering ist und betrachten es als normale operative Kosten und Overhead des Projektentwicklers. Sie bezeichnen das vom Entwickler zur Verfügung gestellte Kapital als „entrepreneurial developer’s seed equity investment“. Gemäss Geltner/Miller öffnet sich erst mit dem Landkauf und dem Baubeginn das Entwicklungsprojekt für den Zuzug weiterer Investoren. Vgl. Geltner/Miller, S. 760f.

¹⁰¹ Vgl. Geltner/Miller, S. 761.

¹⁰² Eigene Darstellung. In Anlehnung an Geltner/Miller, S. 763.

¹⁰³ Vgl. Bienert, S. 19; Sotelo, S. 701. Die Alternative zur Kreditsicherung ist der Subjektkredit. Bei einem Subjektkredit wird bei der Kreditvergabe auf die Bonität des kreditnehmenden Unternehmens als Sicherheit abgestellt. Vgl. Bienert, S. 23.

¹⁰⁴ Vgl. Iblher, S. 543.

denen er den Kapitaldienst bedienen kann. Bei der Finanzierung einer Projektentwicklung handelt es sich aber um die Finanzierung eines Vorhabens/Projektes. Die zu finanzierende Immobilie ist (unter der Annahme einer spekulativen Projektentwicklung) noch nicht gebaut und erzeugt auch keine laufenden Erträge. Für die Beurteilung der Schuldendienstfähigkeit und damit zur Sicherung der Kreditvergabe ist stattdessen der zukünftige und im Moment der Kreditvergabe nur prognostizierte wirtschaftliche Erfolg des Projektes entscheidend.¹⁰⁵

Mit der Finanzierung einer Projektentwicklung geht der Financier also ein grösseres Risiko ein, als mit der Finanzierung eines Bestandsobjektes. Die Einschätzung des zukünftigen Cashflows bestimmt das Chancen/Risikoverhältnis.¹⁰⁶ Das Ziel des Kreditgebers ist es, kein unternehmerisches Risiko einzugehen. Als Entscheidungsgrundlage dienen daher alternativen Cashflow-Szenarien: Das Projekt muss selbst bei dem dabei antizipierten Worst-Case-Szenario noch wirtschaftlich tragfähig sein.¹⁰⁷ Gemäss Pitschke gilt die „Finanzierung von Objekten mit Fertigstellungs- und oder Vermarktungsrisiken (...) als vertretbar, wenn die ordnungsgemässe Kreditrückführung entweder aus dem Abverkauf oder aus den laufenden Erträgen des fertig gestellten Projektes gewährleistet scheint.“¹⁰⁸ Somit verbleibt das unternehmerische Risiko¹⁰⁹ vollständig beim Projektentwickler. Diese klare Trennung der Risiken spiegelt sich auch in den Renditeerwartungen wieder. Während der Kreditgeber oder Financier (i.d.R. eine Bank) nur die fixen Zinsen/Marge erhält, schöpft der Projektentwickler den ganzen Projektentwicklungserfolg ab.

Aufgrund des hohen Risikos auf Seiten des Projektentwicklers werden Immobilienentwicklungen häufig in temporären Projektgesellschaften getätigt, die ausschliesslich zu diesem Zweck¹¹⁰ gegründet und nach Abschluss der Projektentwicklung wieder aufgelöst werden.¹¹¹ Im Fall der klassischen Finanzierung hat die Projektgesellschaft nur einen Gesellschafter, den Projektentwickler.¹¹² Bei der Gründung der Gesellschaft werden i.d.R. das Grundstück und das benötigte Eigenkapital in die Gesellschaft mit eingebracht. Das Projekt wird in der Gesellschaft entwickelt; sie trägt das Risiko und in ihr

¹⁰⁵ Vgl. Spitzkopf, S. 266; Zoller/Wilhelm, S. 168; Tytko, S. 149.

¹⁰⁶ Vgl. Zoller/Wilhelm, S. 168.

¹⁰⁷ Vgl. Tytko, S. 150. Dass dieser Nachweis vorhanden sein muss, ist mit ein Grund, weshalb erst zu einem relativ späten Zeitpunkt Fremdkapital aufgenommen werden kann.

¹⁰⁸ Pitschke, S. 50.

¹⁰⁹ Pitschke zeigt auf, dass eine Korrelation von Kredithöhe und Ausfallhäufigkeit nachweisbar ist. D.h. bei zu hoher Belehnung trägt der Financier auch unternehmerisches Risiko mit. Vgl. Pitschke, S. 52.

¹¹⁰ Zweckgesellschaft, SPV (Special Purpose Vehicle).

¹¹¹ Vgl. Pitschke, S. 52f.

¹¹² Die Projektgesellschaft kann jedoch auch die Grundlage für die Joint Venture Finanzierung bilden, auf die ich im Kapitel 3.1.2. näher eingehe.

fallen die Gewinne an. Sowohl die Finanzierung (Kreditaufnahme) als auch die Haftung laufen über die Gesellschaft.

Bei der Haftung der Gesellschaft kann unterschieden werden zwischen Non- und Limited recourse. Bei der Variante Non recourse haftet ausschliesslich die Gesellschaft. Der Projektentwickler kann im Verlustfall nicht zur Haftung herangezogen werden. Um bessere Kreditmöglichkeiten zu haben, wird zur Finanzierung der Projektgesellschaft aber meist die Limited recourse Variante gewählt. Hier haben die Gläubiger zur Erfüllung ihrer Forderungen in gewissem reduziertem Umfang Durchgriff auf das Vermögen der Gesellschafter. Die Gesellschafter geben in diesem Fall z.B. Fertigstellungsgarantien oder persönliche Bürgschaften ab.¹¹³

Die klassische Finanzierung birgt sowohl für den Projektentwickler als auch für den Kapitalgeber positive und negative Aspekte. Es besteht eine klare Trennung zwischen dem abgesicherten Fremdkapitalgeber (mit fixem Zins für die Kreditüberlassung) und dem risikotragendem Kreditnehmer, der eine erfolgsabhängige Rendite erhält.

Aus Sicht der Bank ist es daher ein relativ sicheres, mit wenig Betreuungsaufwand verbundenes Geschäft. Zudem sticht positiv heraus, dass sich das benötigte Know-how auf klassische Finanzierungskenntnisse beschränkt. Es sind auch keine expliziten Immobilienmanagementkenntnisse erforderlich. Als negative Aspekte sind demgegenüber die relativ tiefen Margen zu erwähnen und die Tatsache, dass explizit keine Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg des Projektes vorgesehen ist.

Aus Sicht des Projektentwicklers sind die tiefen Zinssätze vorteilhaft. Zudem handelt es sich bei der klassischen Finanzierung um eine günstige Finanzierungsmöglichkeit, welche die unternehmerische Unabhängigkeit wahrt und den Gewinn rein beim Projektentwickler anfallen lässt.¹¹⁴ Dabei ist aber nicht zu vergessen, dass die klassische Finanzierung hohe Anforderungen an den Umfang des Eigenkapitals sowie eine hohe Risikotragfähigkeit und -bereitschaft fordert. Insbesondere für kleine Projektentwickler stellt der hohe Eigenkapitalbedarf eine in der klassischen Finanzierung nicht überbrückbare Schwierigkeit dar.

3.1.2 Strukturierte Finanzierung / Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten

Innovative Finanzinstrumente bieten eine Antwort auf die oben genannten, negativen Aspekte der klassischen Finanzierung, sowohl für den Projektentwickler als auch für den Financier. Das Ziel der strukturierten Finanzierung ist die Neugestaltung des Chancen-Risiko-Profiles. Angestrebt wird auf Seite des Projektentwicklers die Reduktion des

¹¹³ Vgl. Tytko, S. 152, Spitzkopf, S. 266.

Eigenkapitalbedarfs und des Risikos durch ein partnerschaftliches Risiko- und Rendite-Sharing. Dies gelingt, indem die charakteristischen Grenzen zwischen Eigenkapital und Fremdkapital aufgeweicht werden. Dazu werden die klassischen Bausteine (die erstrangig gesicherte Fremdfinanzierung durch die Bank (senior loan) und das vom Projektentwickler eingebrachte Eigenkapital) durch weitere, hybride Finanzierungsbausteine ergänzt, die ebenfalls unterschiedliche Chancen-Risiko Profile aufweisen. Diese Finanzierungsbausteine werden als *Eigenkapitalsubstitute* bezeichnet. Die ergänzenden Bestandteile einer strukturierten Finanzierung sind:

- *Mezzanine Kapital, nachrangiger Kredit (junior loan)*¹¹⁵
- *externes Eigenkapital mittels Joint Venture*¹¹⁶

Beide Bestandteile liegen bezüglich Risiko/Chancen-Profil zwischen dem senior loan und dem Eigenkapital. Die Rückzahlungsreihenfolge ist daher abgestuft „von ‚sicheren‘ Abschnitten über risikobehaftetere Teile bis hin zu solchen Abschnitten, die zweifelsohne unternehmerisches Risiko darstellen“¹¹⁷:

- 1) senior loan
- 2) Mezzanine Kapital
- 3) externes Eigenkapital/internes Eigenkapital

Die unterschiedlichen Tranchen können von unterschiedlichen Kapitalgebern gedeckt werden, die begrifflich zu unterscheiden sind: Alle Parteien, die explizit und bewusst Teile des unternehmerischen Risikos übernehmen, werden (in Abgrenzung zu den Finanziers) als *Investoren* oder auch *Sponsoren* bezeichnet.¹¹⁸ Innerhalb der Investoren wird der Projektentwickler terminologisch als *Initiator* abgegrenzt.

Entsprechend dem jeweiligen Risiko/Rendite-Profil unterscheiden sich auch die Rechte und Pflichten der beteiligten Parteien. Die Investoren erhalten im Gegenzug zu der er-

¹¹⁴ Schäfer/Conzen leiten daraus ab, dass aus Sicht der Projektentwickler ein maximaler Umfang der Fremdkapitalfinanzierung ideal sei. Dies würde keinerlei Eigenmittel binden und so die Eigenkapitalrentabilität maximieren. Schäfer/Conzen, S. 433.

¹¹⁵ Manche Autoren unterscheiden noch einen weiteren Baustein im Bereich zwischen Senior loan und Mezzanine, den junior loan, andere bezeichnen bereits den nachrangigen junior loan als Mezzanine Kapital. Vgl. Reul, S. 710; Eckert, S. 17. Ich beschränke mich hier auf die gröbere Unterteilung, bei der Junior loan = Mezzanine ist. Das Mezzanine Kapital ist sehr flexibel gestaltbar und kann daher verschiedene Formen annehmen. In manchen Fällen hat es eher fremdkapitalähnliche und in anderen eher eigenkapitalähnliche Eigenschaften. Siehe dazu weiter unten.

¹¹⁶ Das Eigenkapital wird nun unterteilt in internes und externes Eigenkapital.

¹¹⁷ Spitzkopf, S. 264f.

¹¹⁸ Bei den eigenkapitalähnlichen Mitteln handelt es sich um ausserbörsliches Beteiligungskapital. Dieses wird auch häufig als Private Equity, und da es sich um Beteiligungen in Immobilien handelt, als Real Estate Private Equity (REPE) bezeichnet. Das Beteiligungskapital wird entweder von Beteiligungsgesellschaften als Intermediären eingesammelt – die dann in der Projektentwicklung als Investoren auftreten –, oder aber die Investoren (z.B. Banken, HNWI) beteiligen sich direkt. Vgl. Rottke (2003), S. 32ff. Der Begriff REPE wird unterschiedlich verwendet, und bezeichnet etwa in der Definition von Rottke auch eine Anlagestrategie: „REPE (...) ist Beteiligungskapital, das von externen Investoren mit einem meist hohen Fremdkapitalhebel für kurz- bis mittelfristige Investitionen in allen typologischen und geographischen Immobilienmärkten zur Verfügung gestellt wird. Bei Bedarf wird aktive Managementunterstützung geleistet.“ Rottke (2004), S.275.

höhten Risikoexposition ihres Kapitals erweiterte Kontroll- und in bestimmten Fällen zusätzliche Einflussmöglichkeiten. Will der Projektentwickler sein Projekt mit Eigenkapitalsubstituten finanzieren, muss er daher seine Leistungen für die Investoren offenlegen und messbar machen.¹¹⁹

In einer typischen strukturierten Finanzierung müssen nicht beide ergänzenden Bausteine angewendet werden. So kann es durchaus sein, dass neben Fremdkapital nur die Mezzanine-Tranche in Kombination mit (internem) Eigenkapital des Projektentwicklers zum Einsatz kommt. Oder dass nur externes Eigenkapital mittels Joint Venture-Finanzierung einfließt und kein Mezzanine Kapital verwendet wird. Die verschiedenen Kombinationsmöglichkeiten sind in untenstehender Abbildung dargestellt:

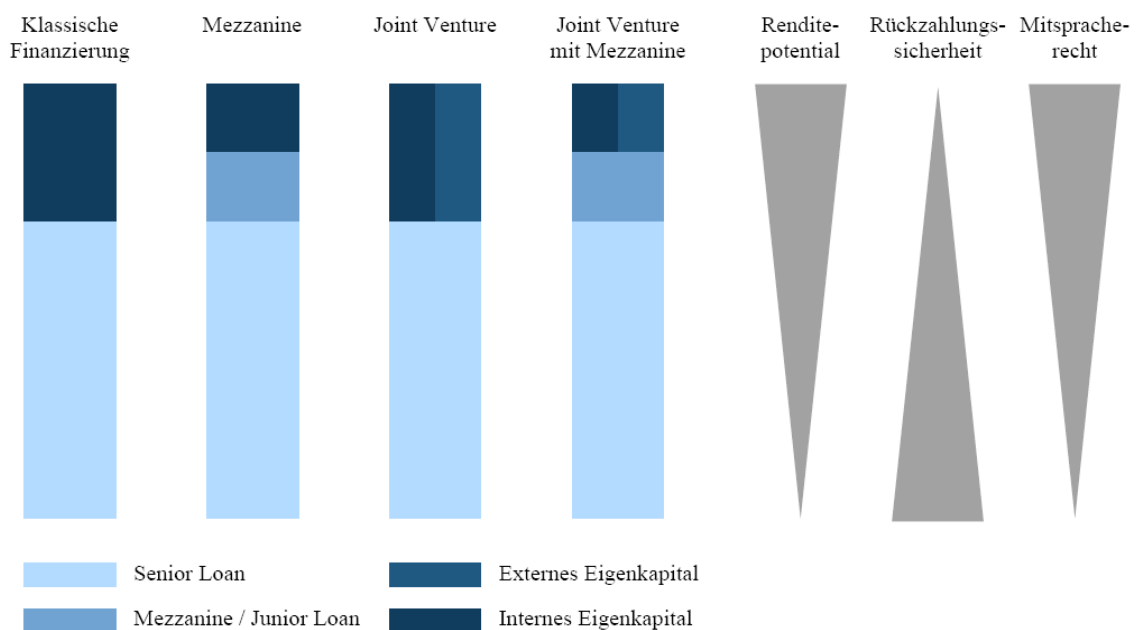


Abbildung 9: Vergleich klassischer mit strukturierter Finanzierung¹²⁰

Joint Venture und Mezzanine sind zwei unterschiedliche Strategien mit ähnlicher Wirkung. Beide übernehmen in unterschiedlichem Mass die Rolle des Eigenkapitals und substituieren das interne Eigenkapital des Initiators. Mezzanine und externes Eigenkapital können daher unter dem Begriff eigenkapitalähnliche Mittel (auch Eigenkapitalsubstitute oder Eigenkapitalsurrogate genannt) subsumiert werden. Dennoch lohnt es sich, die beiden Elemente einzeln genauer zu betrachten, da sie sich in zentralen Aspekten auch voneinander unterscheiden.¹²¹

¹¹⁹ Die Investoren fordern i.d.R. deutlich mehr Einsicht, Informationen und Kontrolle als ein Financier, der ein senior loan vergibt. Vgl. Interviewpartner H.

¹²⁰ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Pitschke/Bone-Winkel, S. 46 und Bienert, S. 381.

¹²¹ Steuerliche Aspekte werden hier nicht näher thematisiert. Beim Mezzanine Kapital ist die Zuordnung zu Fremd- oder Eigenkapital entscheidend für die steuerliche Behandlung. Vgl. Interviewpartner F.

Mezzanine Kapital

Mezzanine Kapital kann sowohl auf Unternehmensebene (Projektentwickler) wie auch auf Ebene der Projektgesellschaft eingesetzt werden. Letzteres wird in dieser Masterthesis näher betrachtet.

Das Mezzanine Kapital wird zeitlich befristet – meistens für die Projektdauer – vergeben. Die entsprechenden Verträge können in mehrerer Hinsicht sehr unterschiedlich ausformuliert werden: bezüglich Laufzeiten, Kündigungsmöglichkeiten, Verzinsungs-, Gewinn- und Verlustregelungen, Rückzahlungsmodalitäten, Haftung.¹²² Die Zuordnung von Mezzanine zu Eigenkapital oder Fremdkapital ist nicht eindeutig. Je nach vertraglicher Ausgestaltung kann es sich um Quasi-Eigenkapital (Equity-Mezzanine) oder Quasi-Fremdkapital (Debt Mezzanine) handeln.¹²³ Bei den Interviews habe ich festgestellt, dass Mezzanine überwiegend als Kreditgeschäft aufgefasst wird.¹²⁴

In Bezug auf die Vorteile für den Projektentwickler ist zentral, dass es sich beim Mezzanine Kapital um „wirtschaftliches und/oder bilanzielles Eigenkapital“ handelt, „ohne dass die Kapitalgeber Stimm- oder Einflussnahmerechte“¹²⁵ erhalten. Der Eigenkapitalcharakter des Mezzanine spiegelt sich auch in der Rückzahlungsreihenfolge wieder. Da es nachrangig zum Fremdkapital bedient wird, ergänzt es das Eigenkapital in der Sicherung des Fremdkapitals. Dadurch erweitert es die Haftungsbasis der Projektgesellschaft, was wiederum eine Erhöhung der Bonität zur Folge hat und Spielräume für die Aufnahme weiteren Fremdkapitals eröffnet.¹²⁶

Der Projektentwickler reduziert somit durch die Aufnahme einer Mezzanine Tranche den Umfang seiner Eigenkapitalinvestition und seine Risikoexposition, ohne seine unternehmerische Unabhängigkeit substantiell einzuschränken. Dafür bezahlt er dem Investor einen höheren, risikoadjustierten Zins.¹²⁷ Meist partizipiert der Investor zusätzlich über einen sog. „Equity-Kicker“¹²⁸ am Erfolg der Projektentwicklung. Die Aussicht auf den Equity-Kicker ermöglicht eine niedrigere fixe Vergütung.¹²⁹

¹²² Vgl. Reul, S. 710. Zur Mezzanine Finanzierung allgemein s. auch Pitschke, Tytko, S. 170.

¹²³ Vgl. Fedele, S. 727. Mezzanine Finanzierung ist nach Pitschke nach wie vor klassisches Kreditgeschäft. Es kann den Banken als Erweiterung des Geschäftsfeldes und zur Margenverbesserung dienen.

¹²⁴ Vgl. Interviewpartner E, Interviewpartner A, Interviewpartner H.

¹²⁵ Reul, S. 710.

¹²⁶ Fedele, S. 722.

¹²⁷ Da der Projektentwickler durch den Einsatz von Mezzanine Kapital mit zusätzlichen Zinszahlung belastet ist, wird teilweise zur Schonung des laufenden Cashflows eine endfällige Verzinsung vereinbart. Vgl. Fedele, S. 727.

¹²⁸ Erfolgsabhängige Komponente, Risikoprämie. Vgl. Fedele, S. 722.

¹²⁹ Vgl. Fedele, S. 727.

Bei Mezzanine Finanzierungen erhalten begleitende Kreditabsprachen, so genannte Covenants, eine hohe Bedeutung.¹³⁰ Sie stärken den Partnergedanken und ermöglichen dem Kapitalgeber eine risikoorientierte Kontrolle des Engagements. In Covenants werden z.B. die Kapitaldienstfähigkeit der Cashflows (DSCR) und die Darlehenshöhe zu Erstellungskosten (LTC) festgehalten.¹³¹ Für den Fall einer Verletzung der Covenants ist i.d.R. eine Nachschusspflicht für Eigenkapital vertraglich festgehalten.

Externes Eigenkapital mittels Joint Venture-Finanzierungen

Bei einem Joint Venture schliessen sich mehrere Unternehmen kooperativ zu einem Gemeinschaftsunternehmen oder in unserem Fall in einer Projektgesellschaft zusammen.¹³² Die Unternehmen behalten ihre wirtschaftliche und rechtliche Selbständigkeit und gründen das Gemeinschaftsunternehmen mit dem Ziel, z.B. Know-how und Kapital zusammen zu führen.¹³³ Alle Gesellschafter erhalten deshalb bei der Projektgestaltung und -abwicklung umfangreiche Mitspracherechte in Abhängigkeit ihrer Anteile an der Gesellschaft.¹³⁴

Im Joint Venture fließt neben dem internen Eigenkapital des Projektentwicklers externes Kapital der Gesellschafter in die Projektgesellschaft ein¹³⁵, das dann als externes Eigenkapital bezeichnet wird. Die Gesellschafter teilen sich somit sowohl die Risiken als auch die Rendite des Projektes. Die beiden Eigenkapitaltranchen, das interne und externe Eigenkapital, sind i.d.R. gleichrangig eingestuft. Die Anteile an der Projektgesellschaft sind jeweils fallspezifisch. Ein wesentliches Kriterium für die Anteilsbestimmung kommt von der Bilanz her. Bei einer Minderheitsbeteiligung muss die Projektgesellschaft nicht konsolidiert werden.¹³⁶ Bei der Gründung der Gesellschaft wird darauf geachtet, dass die Haftung auf die Gesellschaft (Non recourse) beschränkt, oder zumindest nur ein beschränkter Durchgriff (Limited recourse) auf die Gesellschafter möglich ist.

Die Aufgabenteilung in einem Joint Venture richtet sich nach den partizipierenden Gesellschaftern. Ein beispielhaftes Joint Venture kann man sich wie folgt vorstellen: Klas-

¹³⁰ Covenants bilden die Chancen und Risiken einer Immobilie resp. einer Projektentwicklung ab. Covenants gibt es auch bei klassischen (senior loan) Kreditvergaben. Bei Mezzanine Kapital erhalten sie eine besondere Bedeutung. Vgl. Eckert, S. 17; Spitzkopf S. 283.

¹³¹ DSCR (Debt Service Coverage Ratio); LTC (Loan to Cost); Vgl. Eckert, S. 17.

¹³² Ausländische Projektentwickler sehen in Joint Ventures auf Unternehmensebene (mit Schweizer Projektentwicklern oder Investoren) die Eintrittsmöglichkeit in den relativ geschlossenen Schweizer Markt. Ausserdem kann ein ausländischer Entwickler in einem Joint Venture (unter Berücksichtigung der Quoten) auch in der Entwicklung von Wohnimmobilien aktiv werden. Vgl. Interviewpartner H, Interviewpartner D.

¹³³ Tytko, S. 160. Oder auch aus strategischen Gründen, vgl. Interviewpartner A.

¹³⁴ Vgl. Interviewpartner A.

¹³⁵ Vgl. Rottke (2004), S. 275.

sische Financiers (z.B. Banken) oder andere Parteien treten als Investoren auf, und gründen gemeinsam mit dem Projektentwickler eine Projektgesellschaft. Der Projektentwickler bringt „eine Projektidee sowie sein Projektentwicklungswissen ein und übernimmt zumeist die unternehmerische Führung der Projektgesellschaft, während die Geschäftsbanken das Finanzierungskonzept entwickeln und in ihrer Rolle als Finanzinvestor Fremd- und Beteiligungskapital zur Verfügung stellen.“¹³⁷ Der typische Aufbau eines Joint Ventures ist in der Abbildung dargestellt.

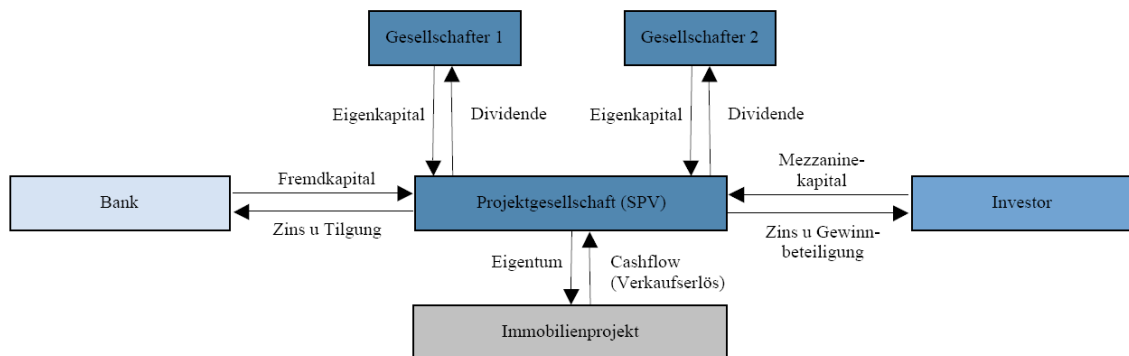


Abbildung 10: Joint Venture¹³⁸

Unterschiede zwischen Mezzanine Kapital und Joint Venture-Finanzierung

Der zentrale Unterschied zwischen den beiden Bausteinen Mezzanine Kapital und Externem Eigenkapital (Joint Venture-Finanzierung) liegt in den jeweiligen Risiko/Rendite-Profilen. Wie erwähnt unterscheiden sich Mezzanine und Joint Venture darüber hinaus aber auch in ihrer Auswirkung auf die unternehmerische Freiheit des Projektentwicklers. Diese bleibt bei Mezzanine weitestgehend erhalten: Der Projektentwickler muss seine Abläufe transparent machen und die Investoren in regelmässigen Reportings über den Projektverlauf informieren.¹³⁹ Im Falle von Verletzungen der Covenants ist i.d.R. eine Nachschusspflicht für Eigenkapital vorgesehen, oder der Mezzanine-Kapital-Geber übernimmt die Geschäftsführung (Projektleitung) vom Projektentwickler.¹⁴⁰ Anders im Joint Venture: hier wird die Mitarbeit¹⁴¹ der Gesellschafter an der Projektentwicklung angestrebt, was für den Investor mit einem signifikanten Mehraufwand verbunden ist. Teilweise werden auch strategische Joint Ventures eingegangen,

¹³⁶ Vgl. Interviewpartner A.

¹³⁷ Vgl. Tytko, S. 160.

¹³⁸ Eigene Darstellung, nach Eckert, S. 28.

¹³⁹ Ein Interviewpartner widerspricht dieser Ansicht: „Die Mezzanine Finanzierung schützt den Entwickler nicht vor einer gleich starken Mitsprache wie bei einem Joint Venture Partner. Die Mezzanine Geber haben sogar teilweise eigene Workout Abteilungen.“ Vgl. Interviewpartner H.

¹⁴⁰ Vgl. Interviewpartner H.

¹⁴¹ Dabei wird darauf geachtet, dass jeder Gesellschafter seinem Know-how entsprechende Rollen und Risiken übernimmt. Ist beispielsweise eine (Immobilien-)Bank ein Gesellschafter in einem Joint Venture, so übernimmt diese auch die Bereitstellung und das Management der Finanzierung. Oder ein kleinerer,

bei denen beispielsweise ein Gesellschafter kein Know-how, dafür aber das Grundstück einbringt.¹⁴²

Im Bezug auf die Projektgesellschaft haben beide Produkte wenn auch einen leicht unterschiedlichen, so doch in beiden Fällen positiven Einfluss. Sie führen zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis¹⁴³, was die Bonität erhöht und zukünftige Kreditaufnahmen erleichtert. Gleichzeitig verbessert sich die Bonität des Projektentwicklers, da er weniger Eigenkapital in der Projektgesellschaft gebunden hat, und auch seine Kreditlinie wird nicht belastet.¹⁴⁴

3.1.3 Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten

Nachdem ich in den vorangehenden Unterkapiteln aufgezeigt habe, wie sich die strukturierte Finanzierung von der klassischen Finanzierung unterscheidet, kann ich nun herausarbeiten, wann diese innovativen Finanzierungsmodelle in der Projektentwicklung sinnvoll eingesetzt werden können. Ich werde hierfür nicht weiter zwischen Mezzanine Kapital und Externem Eigenkapital unterscheiden, sondern beide unter dem Begriff Eigenkapitalsubstitute zusammenfassen.

Im Vergleich zur klassischen Kredit-Finanzierung können Eigenkapitalsubstitute bereits in früheren Phasen zum Einsatz kommen. Einzig der Kapitalbedarf und das Risiko der Initiierungsphase muss voll durch den Projektentwickler getragen werden. Aber bereits mit den Erkenntnissen aus Phase 1 lassen sich nach Ansicht einiger Interviewpartner Investoren für die folgenden Phasen gewinnen.¹⁴⁵ Dabei kann es durchaus sein, dass die (Zwischen-) Investoren für die Phasen 2 und 3 – die für das eingegangene hohe Risiko eine entsprechend hohe Risikoverzinsung erwarten – durch andere Zwischeninvestoren in Phase 4 mit geringerer Risikoverzinsung ersetzt werden.¹⁴⁶ In Phase 4 erhält der Entwickler dann zusätzlich die Kreditfinanzierung des Financiers.

lokaler Projektentwickler zieht zur Realisierung des Projektes das Know-how eines grösseren Projektentwicklers heran.

¹⁴² Vgl. Interviewpartner A.

¹⁴³ Der Eigenkapital-Anteil – auch die Eigenkapital-Quote genannt – ist eine grundsätzliche Kennziffer bei der Beurteilung von Investitions-Projekten. Die Quote sagt aus, wie viel Verlust das Projekt erleiden kann, ohne dass der Kredit des Financiers gefährdet ist.

¹⁴⁴ Vgl. Tytko, S. 152.

¹⁴⁵ Sobald der Entwickler eine Projektidee mit einer Skizze und ersten Berechnungen hat, kann er bei einem Investor um eine Beteiligung/Investition anfragen. Diese Ansicht vertreten mehrere Interviewpartner. Vgl. Interviewpartner G, Interviewpartner A, Interviewpartner E, Interviewpartner F. Damit widersprechen Sie der Ansicht von Geltner/Miller, wonach in der Projektentwicklung erst in Phase 4 Eigenkapitalsubstitute eingesetzt werden können.

¹⁴⁶ Vgl. Interviewpartner F.

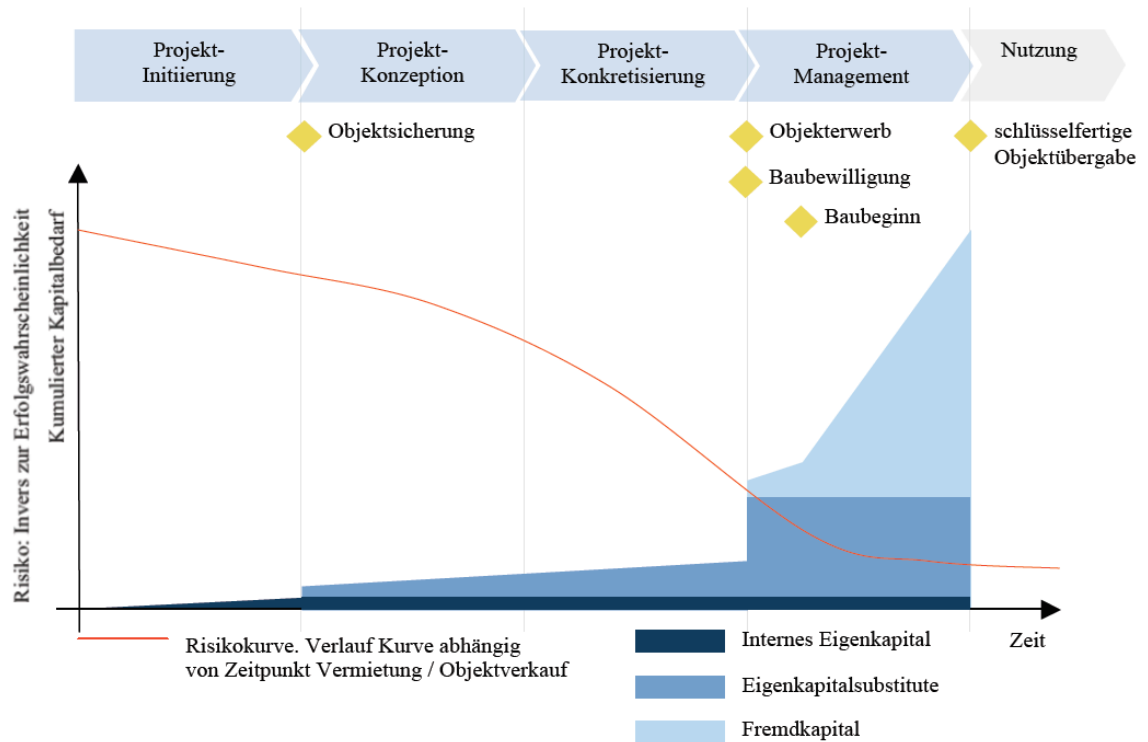


Abbildung 11: Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten¹⁴⁷

Grundsätzlich machen Eigenkapitalsubstitute immer dann Sinn, wenn das Eigenkapital des Entwicklers knapp ist. Bei Kapitalmangel lässt sich mit Eigenkapitalsubstituten die Lücke zwischen internem Eigenkapital und Fremdkapital füllen. Oftmals kann dadurch das Projekt überhaupt erst realisiert werden.

Doch nicht nur kapitalschwache Entwickler profitieren von Eigenkapitalsubstituten. Auch Entwickler mit genügender Eigenkapitalausstattung können damit ihre Performance verbessern:

- Im Erfolgsfall erhöht sich durch den reduzierten Eigenkapitaleinsatz die Eigenkapitalrendite des Entwicklers. Es tritt ein so genannter positiver Leverage-Effekt ein.
- In Boomphasen kann der Projektentwickler mit seinem begrenzten Eigenkapital mehr Projekte gleichzeitig anschieben, und somit das Momentum besser ausnutzen (Timing).

Zusätzlich führt der Einsatz von Eigenkapitalsubstituten in zweierlei Hinsicht zu einer Risikoreduktion:

- Aufgrund des geringeren Eigenmitteleinsatzes je Projekt kann der Projektentwickler mit seinem vorhandenen Kapital mehr Projekte gleichzeitig entwickeln und so eine Risikodiversifikation erreichen.

¹⁴⁷ Eigene Darstellung.

- Aufgrund der Reduktion des Kapitaleinsatzes in einem Projekt wird für den Entwickler im Verlustfall der absolute Verlust geringer ausfallen.

Mit Eigenkapitalsubstituten kann auf Projektebene Eigenkapital in Projekte eingebracht werden. Das bedeutet, dass der Entwickler nicht auf Unternehmensebene Eigenkapital, z.B. durch Hinzunahme weiterer Gesellschafter aufnehmen muss. Eigenkapitalsubstitute gewährleisten somit die unternehmerische Unabhängigkeit des Entwicklers.

Aber Eigenkapitalsubstitute haben nicht nur Vorteile. Als Nachteile sind aus Sicht des Projektentwicklers zu nennen:

- Eigenkapitalsubstitutgeber haben hohe Rendite- und Gewinnbeteiligungsforderungen. Durch höhere Kapitalkosten und durch die Beteiligung der Investoren am Projekterfolg reduziert sich für den Entwickler der (absolute) Entwicklungsgewinn. In den ersten beiden Phasen ist der Kapitalbedarf im Verhältnis zum gesamten Investitionsvolumen jedoch relativ gering, weshalb auch eine relativ hohe Verzinsung die Kapitalkosten des Gesamtprojektes nur geringfügig erhöht und damit den Gewinn nur wenig verringert.¹⁴⁸
- Der Projektentwickler muss seine Prozesse und seine Wertschöpfung in dem spezifischen Projekt für die Investoren transparent machen, für deren Controlling Reportings erstellen und die Mitsprache des Kapitalgebers akzeptieren. Durch die Mitsprache der Investoren verliert der Entwickler seine unternehmerische Freiheit ein Stück weit, und es besteht die Gefahr, dass er unter Umständen unter Druck gesetzt wird.¹⁴⁹
- Aufgrund der aufwändigen Prüfungen (Due Diligence) und Aufbereitung der Projektunterlagen¹⁵⁰ eignen sich Eigenkapitalsubstitute erst für grössere Investitionsvolumina.

In einem zweiten Schritt stelle ich die Vor- und Nachteile für den Investor dar, um aufzuzeigen, dass Eigenkapitalsubstitute auch für diesen eine interessante Alternative zur klassischen Investition in Projektentwicklungen ist. Vorweg möchte ich einleitend kurz aufzeigen, wie ein Investor klassisch in Projektentwicklungen investieren kann. Dem

¹⁴⁸ Vgl. Interviewpartner A.

¹⁴⁹ Zwei Aspekte: 1) Der Investor kann sich aufgrund seiner Anteilmehrheit an der Projektgesellschaft bei Entscheidungen über das grössere Know-how des Projektentwicklers hinwegsetzen. 2) Der Projektentwickler läuft Gefahr, dass der Investor die finanzielle Abhängigkeit des Entwicklers ausnützt und das gesamte Projekt übernimmt und damit den gesamten Projekterfolg realisiert, wohingegen der Entwickler lediglich eine Management-Fee erhält.

¹⁵⁰ Die sorgfältige Aufbereitung der Projektdokumentation mit verschiedenen Szenarien (Best-, Base-, Worst-Case) sollte allerdings inzwischen Standard für die Entwickler sein. Gut aufbereitete Unterlagen können auch bei der Vergabe von Senior loans einen positiven Einfluss auf das Rating haben und damit zu verbesserten Kreditkonditionen führen.

Investor stehen prinzipiell zwei Möglichkeiten offen: 1) Direktinvestition in die Projektentwicklung. Ohne Verwendung von Eigenkapitalsubstituten bedeutet das, dass der Investor entweder selbst als Entwickler tätig werden muss oder dass er einen Entwickler als Service-Developer beauftragt. In beiden Fällen stellt der Investor das gesamte Kapital und trägt das gesamte Risiko. Er benötigt nicht nur das Entwicklungs-Know-how, sondern auch die Kapazität (Personal, etc.) um die Entwicklung durchzuführen. Dafür erhält er den gesamten Entwicklungsgewinn. 2) Indirekte Investition über einen Projektentwicklungsfonds¹⁵¹ oder mittels Beteiligung an einem Projektentwicklungsunternehmen oder einer Projektentwicklungsfinanzierungsgesellschaft.¹⁵² Der Investor kann sich hier bereits mit geringeren Investitionssummen an Entwicklungen beteiligen. Da häufig mehrere Projekte in einem Fonds oder durch das Unternehmen entwickelt werden, ist das Einzelausfallrisiko bereits reduziert. Der Investor benötigt weniger Know-how und die Begleitung der Investition ist weniger personalintensiv. Dafür hat er i.d.R. nur eine geringe Mitsprachemöglichkeit, ist abhängig von der Fonds- oder Geschäftsleitung, auf die er i.d.R. wenig Einflussmöglichkeiten hat. Auch wird der Gewinn durch diverse Gebühren¹⁵³ reduziert.

Die Eigenkapitalsubstitute öffnen hier für einen Investor mit Entwicklungs-Know-how einen Mittelweg. Er investiert weiterhin direkt in eine Projektentwicklung und hat die entsprechenden Einflussmöglichkeiten, ohne dass er das volle Risiko trägt, das ganze Eigenkapital stellt und selbst als Entwickler operativ aktiv werden muss. Die weiter vorne genannten Punkte der Risikoreduktion und Optimierung der Performance gelten nicht nur für den Entwickler. Sie sind auch auf den Investor übertragbar. Gegenüber einer Fonds- oder auch Unternehmensbeteiligung hat der Investor bei Eigenkapitalsubstituten deutlich grössere Einflussmöglichkeiten auf das Entwicklungsprojekt.

Aus den Vor- und Nachteilen lässt sich folgendes Fazit ziehen: Eigenkapitalsubstitute bieten einmalige, projektbezogene Lösungsmöglichkeiten, die sowohl dem Entwickler wie auch dem Investor Vorteile bringen. Für beide liegen die Vorteile vor allem im reduzierten Kapitalbedarf und in der Risikoreduktion. Der Entwickler wie auch der Investor kann sich gezielt aussuchen, welche Risiken er tragen will und in welchen Phasen er das Kapital stellen, bzw. weiteres Kapital hinzunehmen will. Diese Flexibilität ist der entscheidende Vorteil von Eigenkapitalsubstituten. Nach Abschluss der Entwicklung

¹⁵¹ Hier wird das Geld i.d.R. von den Investoren in einen Blindpool investiert, aus dem heraus dann meist mehrere Entwicklungsobjekte finanziert werden. Der Fonds dient als Intermediär zwischen dem originären Investor (der das Geld in den Fonds einzahlt) und dem Projektentwickler. Der Vorteil für den Investor liegt hier darin, dass durch die Verteilung auf mehrere Projektentwicklungen eine gewisse Risikodiversifikation erfolgt und er sich nicht um die Kontrolle der einzelnen Investments kümmern muss, da diese durch das Fonds-Management erfolgt. Die Projektentwicklungsfonds investieren teilweise auch mittels Eigenkapitalsubstituten in Projektentwicklungen.

¹⁵² Auf dieses Modell gehe ich im Kapitel Praxis Schweiz ausführlicher ein.

wird das investierte Kapital wieder mit dem entsprechenden Return ausgezahlt. Es besteht somit kein Anlagedruck auf dem investierten Kapital wie in einem Fonds.

Nachdem ich jetzt gezeigt habe, wo Eigenkapitalsubstitute sinnvoll eingesetzt werden können, möchte ich diese theoretischen Erkenntnisse nun auf die Schweiz übertragen. Dazu greife ich auf Kapitel 2.2 Praxis Schweiz zurück. Zusätzlich stütze ich mich in der Herleitung auf die Aussagen aus den Interviews.

Einsatzmöglichkeiten in der Schweiz

Die theoretisch aufgezeigten Einsatzmöglichkeiten (bei Kapitalmangel, zur Optimierung der Performance und zur Risikoreduktion) gelten natürlich auch für die Schweiz. Vor dem Hintergrund des Schweizer Marktes, wie er im Kapitel 2.2 vorgestellt worden ist, stellt sich die Frage, wo im Schweizer Markt spezifische Möglichkeiten liegen und welche Chancen diese für die Projektentwickler bieten.

Im Trader-Modell besteht derzeit eine Möglichkeit für den Einsatz von Eigenkapitalsubstituten. Aus dem Kapitalbedarf und der gegenwärtigen Finanzierungssituation der Schweizer Projektentwickler lässt sich ersehen, dass im wesentlichen nur beim Trader-Development von grossen Renditeimmobilien ein grosser Investitionsbedarf auf Seiten der Entwickler und somit eine sinnvolle Einsatzmöglichkeit für Eigenkapitalsubstitute besteht. Im Wohneigentums-Markt sind grosse Entwicklungsobjekte mit hohen Investitionsvolumina eher selten; hier dürften sich nur in Einzelfällen Einsatzmöglichkeiten eröffnen.

Allerdings ist in den letzten Jahren zu beachten, dass, wie in Kapitel 2.2 aufgezeigt, aufgrund der Überhitzung des Marktes die Entwickler die Grundstücke oft nicht mehr zu sichern vermochten, und zunehmend dazu gezwungen waren, die Grundstücke früh zu kaufen. Kapitalschwache Entwickler haben keine Möglichkeit, diese Grundstücke zu kaufen, da sie auf die Hinzunahme von Anzahlungen der Käufer oder auf die Finanzierung durch die Bank angewiesen sind. Eigenkapitalsubstitute bieten daher eine Möglichkeit weiterhin in Konkurrenz zu den grossen, kapitalstarken Entwicklern zu treten. Aber auch kapitalstarke Entwickler können in diesem Fall von den Eigenkapitalsubstituten profitieren. Denn der frühe und risikoreiche Grundstückskauf bindet bereits in einer frühen Phase des Entwicklungsprozesses viel Eigenkapital und schränkt damit die weitere Entwicklungstätigkeit des Unternehmens stark ein. Durch die Reduktion des Eigenkapitals wird auch das Risiko für den Entwickler reduziert. Hier bietet sich die Möglichkeit für den Einsatz von Eigenkapitalsubstituten.

¹⁵³ Fondsgebühren, Overhead des Unternehmens, etc.

Im Forward-Contract-Modell bieten sich wie im Trader-Modell in Phase 2 und 3 Möglichkeiten. Interessanter ist hier aber, dass Eigenkapitalsubstitute Entwicklern die Möglichkeit geben, das Projekt, anstatt es vorzeitig zu verkaufen, im Trader-Modell fertig zu entwickeln und so die volle Wertschöpfungstiefe abzuschöpfen anstatt das Projekt mit Risikoabschlägen zu verkaufen. Schon allein durch diese Möglichkeit könnten die Entwickler ihre Position gegenüber den Endinvestoren stärken. Da sie den Endinvestoren nicht mehr „ausgeliefert“ und auf deren „Partnerschaft“ (früher Einstieg) nicht mehr angewiesen sind, können sie so einen besseren Verkaufspreis erzielen, d.h. die Endinvestoren müssten ihre Risikoabschläge reduzieren. Hier bieten Eigenkapitalsubstitute die Chance den Entwickler aus dem Abhängigkeitsverhältnis des Forward-Contract-Modells herauszulösen.

Eine weitere, aufgrund der risikoaversen Haltung der Endinvestoren derzeit aber eher unwahrscheinlichen Möglichkeit bildet ein Joint Venture mit Endinvestoren ab Phase 2. Dies würde heissen, die Endinvestoren von Anfang an an der Risikotragung zu beteiligen, anstatt ihnen die Entwicklung im Forward-Contract mit Abschlägen zu verkaufen.

Ausserdem ist ein Schweizer Sonderfall zu berücksichtigen, bei dem sich der Einsatz von Joint Ventures aus strategischen Gründen als vorteilhaft erweisen könnte: Die Lex Koller. In dieser Situation bietet eine Partnerschaft (Joint Venture) mit einem Schweizer Investor, der die Mehrheit an der Projektgesellschaft – oder dem extra dafür gegründeten Unternehmen hält –, einem ausländischen Projektentwickler die Möglichkeit, sich an der Entwicklung von Wohnimmobilien zu beteiligen.¹⁵⁴ Ein anderer ausländischer Projektentwickler spielt mit dem Gedanken, ein Joint Venture auf Unternehmensebene einzugehen, um in den relativ geschlossenen Schweizer Entwicklungsmarkt einzudringen.¹⁵⁵ Hier scheint somit der Einsatz von Eigenkapitalsubstituten eine Chance zu eröffnen, die spezifisch für den Schweizer Markt ausgerichtet sind. Schonung des Eigenkapitals oder Risikogesichtspunkte sind hierbei nachrangige Kriterien.

Insgesamt zeigen die verschiedenen Fälle, dass in der Schweizer Projektentwicklung durchaus Einsatzmöglichkeiten für Eigenkapitalsubstitute bestehen. Warum werden Eigenkapitalsubstitute dann nicht nachgefragt?

¹⁵⁴ Vgl. Interviewpartner D.

¹⁵⁵ Vgl. Interviewpartner H.

3.2 Praxis Schweiz

3.2.1 Finanzierung von Projektentwicklungen in der Schweiz

Nachdem gezeigt wurde, wo Eigenkapitalsubstitute auch im Schweizer Markt sinnvoll eingesetzt werden können, stelle ich in diesem Kapitel vor, wie die in der Schweiz tätigen Entwickler ihre Entwicklungen finanzieren. Dazu werte ich die Informationen aus den Interviews aus.¹⁵⁶

In einem groben Überblick kann man festhalten: Die Finanzierung erfolgt überwiegend klassisch. D.h. der Entwickler finanziert die Phasen 1-3 ausschliesslich mit internem Eigenkapital und trägt das volle Risiko der Entwicklung. Die Phase 4 wird beim Trader-Modell durch den Entwickler mit internem Eigenkapital und zusätzlichem Baukredit finanziert, während beim Forward-Contract-Modell der Endinvestor mit seinem internem Eigenkapital und einem Baukredit beteiligt ist. In der Finanzierung unterscheiden sich also die beiden in Kapitel 2.2 dargestellten Entwicklungsmodelle nicht.

Die klassische Finanzierung wird von beinahe allen Entwicklern angewandt – unabhängig davon, ob es sich um Baudienstleistungs- oder Finanzdienstleistungskonzerne handelt und ob es Schweizer oder internationale Firmen sind. Nur ein einziger unabhängiger Entwickler, der nicht in einen Konzern eingebunden ist, arbeitet ausschliesslich mit Eigenkapitalsubstituten. Bis auf diese Ausnahme kann man sagen, dass Eigenkapitalsubstitute in der Schweiz praktisch nicht angewendet werden. Mezzanine Kapital wird im Schweizer Markt überhaupt nicht eingesetzt und stösst überwiegend auf Ablehnung.¹⁵⁷ Wenn vereinzelt Eigenkapitalsubstitute verwendet werden, dann wird auf Joint Ventures zurückgegriffen. Die Gründe für die Bildung von Joint Venture Finanzierungen sind unterschiedlich. In manchen Fällen liegen strategische Gründe vor¹⁵⁸, in anderen geht es um eine Risikoteilung bei sehr grossen Projekten.

Der einzige Schweizer Entwickler, der immer Eigenkapitalsubstitute einsetzt, finanziert dabei die Phase 1 (Projektinitiierung) selbst, zieht aber bereits in Phase 2 Investoren hinzu. Die Beteiligung erfolgt überwiegend mittels Joint Ventures, an denen meist ein Grundstückseigentümer und weitere Investoren beteiligt sind. Am Ende der Phase 3 verkauft der Entwickler das Projekt an den Endinvestor, ohne als Totalunternehmer mit der

¹⁵⁶ Die Darstellung erhebt nicht den Anspruch, den kompletten Schweizer Projektentwicklungsmarkt abzubilden. Die Interview-Partner wurden so ausgewählt, dass sich ein Querschnitt der bekannten Schweizer und in der Schweiz tätigen internationalen Entwickler ergibt.

¹⁵⁷ Vgl. Interviewpartner B, Interviewpartner E, Interviewpartner H.

¹⁵⁸ Ein Entwickler etwa geht nur Joint Ventures ein, wenn z.B. der Grundstücksbesitzer an der Entwicklung teilhaben will oder wenn ein externer, kleiner Entwickler das Projekt eingebracht hat, jedoch nicht genügend kapitalstark ist, um es selbst zu finanzieren. Joint Venture wird von Seiten des Entwicklers nicht eingegangen, aus Risikogesichtspunkten oder um das Kapital des Konzerns zu schonen sondern nur aus strategischen Gründen.

der Baurealisierung beauftragt zu bleiben. Derzeit versucht er ein Projekt, das allerdings in Österreich realisiert wird, mit Mezzanine Kapital zu finanzieren.¹⁵⁹ Mit seiner Art der Finanzierung und den im Entwicklungsprozess erbrachten Leistungen (keine Bauleistungen) bildet dieser Entwickler im Schweizer Markt eine Ausnahme.

Für die klassische Finanzierung erfolgt die Bereitstellung des Eigenkapitals auf zwei Arten. Das Eigenkapital für die Entwicklungen wird

1. aus der *Konzernbilanz* entnommen, oder
2. von einer *Projektentwicklungs-Finanzierungsgesellschaft*¹⁶⁰ bereitgestellt.

Viele Entwickler können auf beide Varianten zurückgreifen und sie kombiniert anwenden, andere müssen sich auf die zweite Variante beschränken. Da die Kapitalbereitstellung durch eine Projektentwicklungs-Finanzierungsgesellschaft im Schweizer Markt eine wichtige Rolle spielt, möchte ich die Funktionsweise derselben kurz erläutern.

Die Finanzierungsgesellschaft ist i.d.R. eine Aktiengesellschaft, in die Gesellschafter in Form von Gesellschafterdarlehen bedarfsabhängig Kapital einzahlen. Der Inhaber des Entwicklungsunternehmens ist immer auch Gesellschafter der Finanzierungsgesellschaft. Die Kapitalbereitstellung erfolgt praktisch von Aussen und der eigentliche „operative“ Entwickler arbeitet als Service-Developer im Auftrag der Finanzierungsgesellschaft. Die Finanzierungsgesellschaft trägt das volle Risiko, stellt das gesamte Eigenkapital und schöpft dafür den vollen Gewinn ab. Der Entwickler ist i.d.R. weiterhin der Initiator des Projektes, das er nach Abschluss der Phase 1 an die Finanzierungsgesellschaft übergibt. Die Finanzierungsgesellschaft investiert i.d.R. nicht in Projekte von verschiedenen Projektentwicklern, sondern ausschliesslich in Projekte des beteiligten Entwicklers. Auch in dieser Konstellation erfolgt die Finanzierung klassisch, d.h. das Entwicklungsunternehmen geht kein Joint Venture mit der Finanzierungsgesellschaft ein. Da der Inhaber des Entwicklers aber auch Teilhaber an der Finanzierungsgesellschaft ist, partizipiert er über die Finanzierungsgesellschaft am Entwicklungserfolg.¹⁶¹ Dadurch erhöht sich sein Anreiz an einem Entwicklungserfolg im Vergleich zu reinem Service-Development.

Es ist zu beobachten, dass die Finanzierungsgesellschaften sich überwiegend aus „Family and Friends“ zusammensetzen.¹⁶² Hier kann von einem Vertrauensverhältnis zwischen Entwickler und Kapitalgebern ausgegangen werden.

¹⁵⁹ Vgl. Interviewpartner G.

¹⁶⁰ Vgl. Interviewpartner C, Interviewpartner B. Im Prinzip handelt es sich hierbei um REPE.

¹⁶¹ Vgl. Interviewpartner B, Interviewpartner C.

¹⁶² Vgl. Interviewpartner C, Interviewpartner B. Diese Zusammensetzung der Gesellschafter aus dem Bekanntenkreis kann wiederum als ein Hinweis auf die fehlenden Finanzierungsinstrumente von Seiten der Banken interpretiert werden. Die Entwickler sind sich der Risiken bewusst und „bauen“ sich so ihre eige-

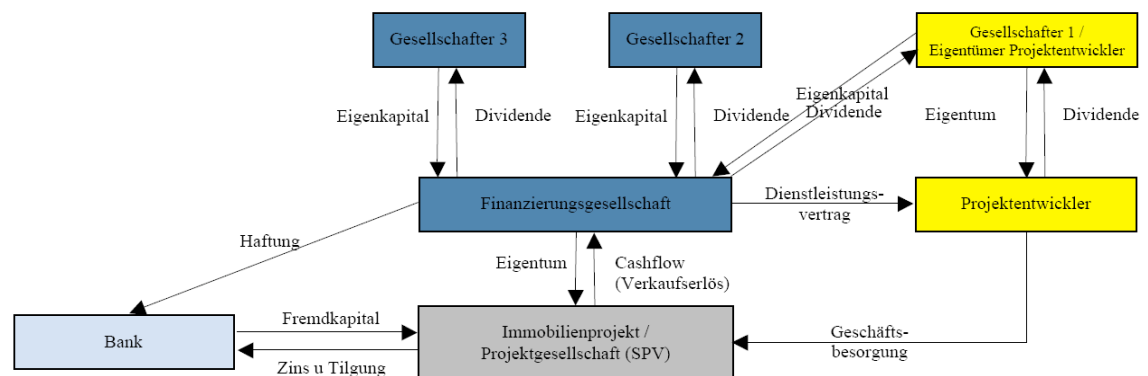


Abbildung 12: Projektentwicklung mit Finanzierungsgesellschaft¹⁶³

Im Prinzip handelt es sich hierbei um eine Art durch den Entwickler selbst organisierter Eigenkapitalsubstitute. Gemäss den Interviews geht die Initiative für die Gründung der Finanzierungsgesellschaften meist von den Entwicklern aus.¹⁶⁴ Zwischen den Investoren in die Finanzierungsgesellschaft und dem Entwickler besteht ein gegenseitiges Vertrauens- und Abhängigkeitsverhältnis, weshalb sich vermutlich auch die Auswahl der Gesellschafter auf den engen Verwandtschafts- und Bekanntenkreis beschränkt. Dies erschwert den Einbezug weiterer Drittinvestoren, wobei ein solcher teilweise gar nicht beabsichtigt scheint. Die Finanzierungsgesellschaft öffnet somit die Projektentwicklung nicht als Anlagemöglichkeit für Drittinvestoren.

Die Projektentwicklung dient der Finanzierungsgesellschaft nicht zur Akquisition von nachgelagerten Wertschöpfungsprozessen, sondern zur Realisierung des Trading-Profits. Der Gefahr, dass der Projektentwickler unrentable Projekte durchführt, um seine Auslastung zu sichern, oder dass er an anderer Stelle, z.B. beim TU-Auftrag, zusätzliche Gewinne an der Gesellschaft vorbeischleust, steht somit eine zweite Stelle gegenüber, die den Projekterfolg überwacht.¹⁶⁵

Für den Entwickler ergeben sich ähnliche Vorteile und Nachteile gegenüber der klassischen Projektentwicklungsfinanzierung mit internem Eigenkapital wie sie weiter oben bei Eigenkapitalsubstituten aufgezeigt wurden. Mit der Finanzierungsgesellschaft wird durch die Hinzunahme weiterer Gesellschafter die Kapitalbasis des Projektentwicklers stark erweitert. Der operative Entwickler wird hier zwar komplett aus dem Risiko genommen, da der Inhaber des Entwicklers aber auch Teilhaber der Finanzierungsgesellschaft ist, trägt er über diese einen Teil des Risikos mit und partizipiert anteilig, ähnlich

nen Finanzierungsinstrumente, da von Seite der Banken keine entsprechenden Instrumente angeboten werden.

¹⁶³ Eigene Darstellung.

¹⁶⁴ Vgl. Interviewpartner B.

¹⁶⁵ Ein Interviewpartner verweist dabei explizit auf das Modell Tishman-Speyer. Bei diesem Modell stehen sich die beiden Kompetenzen Projektentwicklung und Vermögensverwaltung gegenüber und kontrollieren sich. Vgl. Interviewpartner C. Diese Aufteilung in Investment Management und Projektentwicklung kann in einigen Projektentwicklungsunternehmen/Totalunternehmen beobachtet werden.

wie bei einem Joint Venture am Projekterfolg. Die Beteiligung erfolgt auf Projekt-, nicht auf Unternehmensebene. Dadurch bleibt die unternehmerische Unabhängigkeit des Entwicklers gewahrt. Als Nachteil gegenüber einer Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten muss hervorgehoben werden, dass die Gründung und Betriebsführung der Finanzierungsgesellschaft hohe Kosten verursacht. Die Gesellschaft ist daher ungeeignet für einmalige Beteiligungen an Projektentwicklungen.

3.2.2 Gründe für den geringen Einsatz von Eigenkapitalsubstituten in der Schweiz:

Trotz den offensichtlichen Vorteilen von Eigenkapitalsubstituten, die ich in Kapitel 3.1. dargestellt habe, wird in der Schweiz nur sehr wenig mit diesen Mitteln gearbeitet. Einige Gründe dafür wurden bereits in anderem Zusammenhang angetönt. Ich möchte sie hier nochmals explizit benennen.

Wie im Kapitel 2.2 erwähnt verhalten sich die Schweizer Grossbanken in Bezug auf die Immobilienfinanzierung sehr konservativ. Nach Aussagen einiger Interviewpartner haben die Grossbanken die Entwicklungen in der Immobilien- und besonders in der Projektentwicklungsfinanzierung, wie sie in anderen Ländern stattfanden, nicht mitgemacht.¹⁶⁶

Als Grund dafür, dass die in anderen Geschäftsbereichen mit zur Weltspitze gehörenden Schweizer Banken in der Immobilienfinanzierung so wenig innovativ agieren, wird von einem Interviewpartner angegeben, dass in den Schweizer Gross- und Kantonalkanken die Immobilienfinanzierung kein strategisches Geschäftsfeld ist. Betrachtet man die Geschäftsleitungen dieser Konzerne, so fällt auf, dass in den Topgremien i.d.R. kein Vertreter mit spezifischem Immobilien-Know-how vorhanden ist. Daher wurde in diesen Unternehmen auch nicht das notwendige Know-how in Entwicklungsfinanzierung aufgebaut.¹⁶⁷ Ein möglicher anderer Grund für die konservative Haltung bei Immobilienfinanzierungen mag in den Erfahrungen aus der Immobilienkrise Anfang der 1990er Jahre zu sehen sein.

In geringem Masse treten Spezialfinanzier in die Angebotslücke, die durch die konservative Strategie der Banken entsteht¹⁶⁸, doch finanzieren diese nur grössere Entwicklungsprojekte.¹⁶⁹

¹⁶⁶ Vgl. Interviewpartner F, Interviewpartner A.

¹⁶⁷ Vgl. Interviewpartner A.

¹⁶⁸ Aareal Bank, RBS Royal Bank of Scotland, LBBW. Vgl. Interviewpartner E, Interviewpartner F.

¹⁶⁹ Die Projektentwicklung muss mindestens einen Marktwert von 35 MCHF aufweisen, wegen der aufwändigen Due Diligence. Vgl. Interviewpartner E. Die durchschnittliche Projektgrösse in der Schweiz liegt darunter. Die relativ geringe Projektgrösse bildet im internationalen Vergleich eine wichtige Eigenheit der Schweizer Marktes.

In der Projektentwicklung tätige Zwischeninvestoren, wie sie in anderen Ländern häufig vorkommen, sind in der Schweiz kaum vorhanden. Auch die in Deutschland sehr aktiven angelsächsischen Zwischeninvestoren (REPE-Gesellschaften) sind in der Schweiz fast gar nicht vertreten. Die wenigen REPE-Vehikel, die es mittlerweile in der Schweiz für Investitionen in Immobilien gibt, investieren von der Schweiz aus in den Deutschen Markt.¹⁷⁰ Für die Schweiz fehlen solche Risikokapitalanbieter.

In einem Artikel über Venture Capital kommen Gantenbein/Meier¹⁷¹ zu einem ähnlichen Schluss. Allgemein, nicht nur speziell auf die Immobilien-Projektentwicklung bezogen, kann festgestellt werden, dass in der Schweiz Risikokapital nur in geringem Umfang vorhanden ist.

Zugleich verhalten sich auch die institutionellen Endinvestoren risikoscheu. So ist es diesen aufgrund ihrer Anlagerichtlinien z.B. nicht möglich, über Joint Venture Konstruktionen bei Entwicklungen in grosse Risiken, etwa beim Landkauf, mit einzusteigen. In Angelsächsischen Ländern ist dies üblich.¹⁷²

Auf der Anbieterseite von Eigenkapitalsubstituten kann somit festgestellt werden, dass es in der Schweiz keine institutionalisierten Anbieter von Beteiligungskapital wie Banken oder REPE-Gesellschaften für Mezzanine oder externes Eigenkapital in Projektentwicklungen gibt. Wie erwähnt, stammt das einsetzbare Risikokapital – Kapital wäre gemäss Gantenbein/Meier genügend vorhanden – von „Family and Friends“. In der Schweiz sind Finanzierungen mit Eigenkapitalsubstituten noch nicht institutionalisiert. Dies erstaunt umso mehr, da der Schweizer Markt aus internationaler Sicht interessant scheint, sonst würden nicht internationale Entwickler in die Schweiz drängen.

Damit zusammenhängend fehlt in der Schweiz auf Seite der Entwickler das Wissen darüber, was für Informationen diese Anbieter zur Prüfung von Projekten benötigen (Risikobewertung, Renditeberechnung, etc.).¹⁷³

Auf Seite der Entwickler kann festgestellt werden, dass in der Mehrzahl kein Know-how über die Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten und über die entsprechenden Chancen/Risiken für Entwickler vorhanden ist. Wie bereits bei der Diskussion des Forward-Contract-Modells erwähnt, stammt die Mehrzahl der Projektentwickler aus

¹⁷⁰ Corestate und HFS sind in der Schweiz domiziliert, aber auf dem deutschen Markt aktiv.

¹⁷¹ Vgl. Gantenbein/Meier.

¹⁷² Vgl. Interviewpartner F. Beispielsweise gründet eine Pensionskasse mit einem Entwickler ein Joint Venture für die Realisierung mehrerer Wohnblöcke. Nach Fertigstellung behält die Pensionskasse einen Teil der Entwicklung, und aus der anderen Hälfte wird durch Verkauf ein Erlös für den Projektentwickler generiert.

¹⁷³ Vgl. Interviewpartner A.

den bautechnischen Disziplinen. Sie haben daher kein Immobilien-kaufmännisches Know-how und sind sich, wie an selbiger Stelle erläutert, häufig nicht bewusst, welche Risiken oder welchen Anteil der Risiken sie bei einer vergleichsweise geringen Verzinsung auf sich nehmen.¹⁷⁴ Daher fehlt in einem bestimmten Masse auch das Bewusstsein, dass eine Projektentwicklung eine Investition mit Risikokapital ist und dementsprechend andere Verzinsungen erfordert als der mit geringerem Risiko behaftete Senior Loan. Die Entwickler sind daher nicht bereit, auf Forderungen nach höheren Zinsen oder nach Gewinnbeteiligung der Investoren einzugehen.¹⁷⁵ Dies kann soweit führen, dass die Entwickler gemäss Auskunft eines Interviewpartners auf die Realisierung verzichten, anstatt eine Gewinnbeteiligung einzugehen.¹⁷⁶

Ein weiterer Grund liegt vermutlich darin, dass im Forward-Contract-Modell der letzten Jahre die Entwickler nicht mit dem Thema der Finanzierung konfrontiert wurden und daher auch kein Know-how auf diesem Gebiet aufgebaut wurde. Die Finanzierung wurde i.d.R. vom Endinvestor gestellt. Aufgrund des Anlagedrucks und der dadurch ausgelösten starken Nachfrage kam es nur zu wenigen Ausfällen. So wurde das Risikobewusstsein nicht geschärft.

Ein weiteres, bereits weiter vorne erwähntes Argument ist, dass die Entwicklung als Akquisition für die Bauleistungen dient. Der Entwickler hat dann kein Interesse an einer Entwicklung im Trader-Modell. Diese bindet Kapital und er will die Risikotragung gar nicht übernehmen.¹⁷⁷ Er nimmt deshalb auch einen Verkauf mit Abschlägen (wie es im hier praktizierten Forward-Contract-Modell der Fall ist) in Kauf, um einen TU-Auftrag zu erhalten.

Für Investoren ist die Zusammenarbeit mit einem Entwickler, der die Realisierung mit dem eigenen Totalunternehmer ausführt, nicht interessant. Im TU-Auftrag kann sehr viel vom Entwicklungsgewinn in Form von Kosten versteckt und für den Investor nicht nachvollziehbar und kontrollierbar abgeführt werden. Daher ist auch für Investoren die Investition in Projektentwicklungen nur interessant, wenn die Bauleistung extern vergeben wird.

Einige Entwickler scheinen das Risiko, das in Entwicklungen steckt, erkannt zu haben, und sie schätzen die Möglichkeit, ihr Eigenkapital schonen zu können. Aber es gibt in der Schweiz keine institutionalisierte Form um Risikokapital zu erhalten. Als Strategien der Entwickler, um das Eigenkapital zu schonen und die Risiken zu teilen können, ha-

¹⁷⁴ Vgl. Interviewpartner A.

¹⁷⁵ Vgl. Interviewpartner A, Interviewpartner E. Die Entwickler haben kein Interesse an Mezzanine Kapital. Es ist eine Frage der Mentalität.

¹⁷⁶ Vgl. Interviewpartner E.

¹⁷⁷ Vgl. Interviewpartner A.

ben sich die beiden bereits erläuterten Strategien „Aufbau von eigenen Finanzierungsgesellschaft“ und Forward-Contract-Modell bewährt. Beide Strategien mindern die Notwendigkeit, auf Eigenkapitalsubstitute zurückgreifen zu müssen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass es sowohl auf der Anbieter-, als auch auf der Abnehmerseite zahlreiche Gründe gibt, weshalb im Schweizer Markt nicht mit Eigenkapitalsubstituten gearbeitet wird. Zentral dabei sind einerseits ein Mangel an Know-how, der sich in der Geschichte der Projektentwicklung in der Schweiz begründen lässt und andererseits die Tatsache, dass sich mit dem Aufbau von Finanzierungsgesellschaften und dem Forward-Contract-Modell zwei Modelle herausgebildet haben, die diesen Aspekten Rechnung tragen.

3.2.3 Ausblick

Nachdem wir jetzt die Gründe gesehen haben, weshalb sich Eigenkapitalsubstitute in der Schweiz bisher nicht durchzusetzen vermochten, gehe ich in diesem Ausblick der Frage nach, ob die Krise als Katalysator für die Verbreitung der Eigenkapitalsubstitute dienen kann. Dazu möchte ich in einem ersten Schritt die Auswirkungen der Krise auf den Schweizer Immobilienmarkt und die Entwickler darstellen, um daraus dann die zukünftige Entwicklung der Eigenkapitalsubstitute abzuleiten.

Grundsätzlich lässt sich im Markt folgende Veränderung feststellen: Im Bereich des Wohneigentums ist mit einer sinkenden Nachfrage auf weiterhin hohem Niveau zu rechnen. Projekte in diesem Segment, die unter zu optimistischen Bedingungen gestartet wurden, werden vermutlich abgeschrieben werden müssen. Bei den Renditeobjekten ist durch die Endinvestoren eine Zurückhaltung beim Kauf von Projektentwicklungen (vor allem im Sektor Büro- und Handelsimmobilien) auszumachen. Für den Kauf von Entwicklungen im Forward-Contract-Modell erhöhen die Endinvestoren die Risikoabschläge und die Anforderungen an den Vorvermietungsstand. Für (voll-)vermietete Immobilien aber bleibt der Markt nach wie vor interessant. Aus globaler Sicht bleibt der Schweizer Markt für internationale Investoren sehr interessant.¹⁷⁸

Nicht nur die Endinvestoren sind vorsichtiger geworden, auch die Banken werden bei der Finanzierung von Projektentwicklungen zunehmend vorsichtiger und verlangen höhere Eigenkapitalanteile. In dieser Situation brauchen die Entwickler mehr Eigenkapital, um die Finanzierung (Baukredit) der Entwicklung zu erhalten. Es stellt sich daher die Frage, ob die beiden in der Schweiz verbreiteten Modelle zur Beschaffung von Eigen-

¹⁷⁸ Es gibt nach wie vor einen Yield Spread, und der Schweizer Franken wird gegenüber dem Euro und dem Dollar eine harte Währung bleiben. Deshalb werden die Zinsen in der Schweiz weiterhin tief gehalten werden müssen. Vgl. Interviewpartner C, Interviewpartner E.

kapital – der Forward-Contract und die Finanzierungsgesellschaft –auch in der Krise erfolgreich eingesetzt werden können, so dass auf Seiten der Entwickler weiterhin keine Nachfrage nach Eigenkapitalsubstituten bestehen würde.

Betreffend die Finanzierung der Entwicklung mit einer Finanzierungsgesellschaft zeigt sich nun deren positive Seite: Die Entwicklungsunternehmen sind vor Verlusten aus Abschreibungen geschützt. Die möglichen Verluste aus abgebrochenen Projektentwicklungen trägt die Finanzierungsgesellschaft, bzw. deren Gesellschafter. Für das Entwicklungsunternehmen bedeutet der Abbruch einer Entwicklung nur den Verlust eines Dienstleistungsauftrages, was zu Auslastungsproblemen führen kann; unter Umständen fallen Vorleistungen etc. anhin. Allerdings wird durch die möglichen Verluste die Stressresistenz der Gesellschafter-Beziehung der „Family and Friends“ getestet. In der Krise zeigt sich jetzt das Problem, dass sich der Investorenkreis aus Bekannten und nicht aus „anonymen“, professionellen Investoren zusammensetzt. Hier können Enttäuschungen das Verwandtschaft und Bekanntenverhältnis belasten und eventuell zum Rückzug einzelner Gesellschafter und damit eventuell gar zum Zerschlagen der Finanzierungsgesellschaft führen.

Für die Entwickler, die bisher keine eigene Finanzierungsgesellschaft gegründet haben, bietet sich diese als Ausweg zur Kapitalverbreiterung nicht an, da die Gründung und Bestückung der Gesellschaft mit Kapital ein zeitaufwändiges Unterfangen ist.

In Bezug auf das Forward-Contract-Modell spielt sich in der Krise folgendes Szenario ab: Endinvestoren kaufen nicht mehr frühzeitig und machen hohe Risikoabschläge. Aufgrund dieses risikoscheuen Verhaltens der Endinvestoren sehen sich die Entwickler gezwungen, die Projekte abubrechen und abzuschreiben. Als zweite Folge aus dieser Situation bietet sich dem Entwickler die Möglichkeit, das Projekt an kapitalstarke Entwickler weiter zu verkaufen und sich schadlos zu halten. Im Falle der TU-Entwickler bedeuten beide Varianten einen (vorläufigen) Rückzug aus der Entwicklung ins klassische TU-Geschäft. Als dritte Möglichkeit kann der Entwickler das Projekt selbst weiter entwickeln und als fertig vermietete Immobilie verkaufen (Trader-Development anstatt Forward-Contract). Diese Variante ist sehr interessant, da die Nachfrage nach fertig entwickelten Immobilien weiterhin gross bleiben wird. Dafür müssen die Entwickler aber sehr kapitalstark sein oder auf Eigenkapitalsubstitute ausweichen. D.h. es entsteht eine Nachfrage nach Eigenkapitalsubstituten.

Auf der Seite der Anbieter von Eigenkapitalsubstituten gibt es aber immer noch keine entsprechende Aktivität. Die Anbieter sind aufgrund der Krise risikoscheuer denn je und im Moment nicht in der Lage und Willens, das notwendige Immobilienentwicklungs-

Know-how intern aufzubauen.¹⁷⁹ Auch die wenigen spezialisierten Immobilienfinanzierer werden sich nach eigenen Angaben für die nächsten 2-3 Jahre aus dem Entwicklungsfinanzierungsgeschäft zurückziehen.¹⁸⁰ Folglich wird auch die Krise in der Schweiz keine institutionalisierten Anbieter von Eigenkapitalsubstituten hervorbringen. Hingegen ist eine nicht institutionalisierte Lösung denkbar: Der kapitalschwache Entwickler bringt sein Projekt in ein Joint Venture mit einem kapitalstarken Entwickler ein, um gemeinsam das Projekt fertig zu entwickeln.

Zusammenfassend kann festgehalten werden: In der Krise werden die Schwachstellen des Forward-Contract-Modells deutlich sichtbar. Das Forward-Contract-Modell funktioniert in Boomphasen. Die Aussagen in den Interviews bestätigen dies. Entwickler, die mit wenig Eigenkapital mit diesem Modell erfolgreich entwickeln konnten, werden sich nach Alternativen umschauchen müssen. Sie müssen Möglichkeiten finden, um Kapital zu akquirieren. Dazu müssen sie sich zuerst, wie weiter vorne aufgezeigt, das entsprechende Finanzierungs-Know-how erarbeiten. Dies benötigt Zeit und wird eventuell erst nach Abschwellen der Krise wirksam.

Die Krise wird die Verbreitung der Eigenkapitalsubstitute nicht beschleunigen. Eher wird sie auf Seiten der Anbieter den Prozess verlangsamen. Aber langfristig wird die Krise bei den Entwicklern nicht nur das Risikobewusstsein schärfen, sondern auch das Verständnis dafür, dass Eigenkapital der elementare Faktor für die Risikotragfähigkeit im Entwicklungsgeschäft ist. Entwicklung muss nicht notwendig von eigenkapitalstarken Unternehmen durchgeführt werden, sondern kann ebenso erfolgreich auch von eigenkapitalschwachen Akteuren unter Verwendung von Eigenkapitalsubstituten betrieben werden.

¹⁷⁹ Vgl. Interviewpartner A.

¹⁸⁰ Vgl. Interviewpartner E.

4 Schluss

Den Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit hat die aktuelle Krise gebildet. Derzeit sind die Immobilienentwickler mit erhöhten Eigenkapital-Anforderungen und Kreditkosten konfrontiert. Im Ausland haben ähnliche Veränderungen (Basel II) das Aufkommen von Eigenkapitalsubstituten zur Projektentwicklungsfinanzierung gefördert.

Vor diesem Hintergrund setzte sich diese Masterthesis mit der Frage auseinander, ob Eigenkapitalsubstitute in der aktuellen Situation auch in der Schweiz die Entwickler stärken könnten, oder ob die sich in der Schweiz herausgebildeten Alternativen zu Eigenkapitalsubstituten krisenresistent sind.

Bereits bei den ersten Blicken auf den Projektentwicklungsprozess hat sich gezeigt, dass sich im Schweizer Markt mit dem Forward-Contract-Modell ein Modell herausgebildet hat, in dem durch den Verkauf der noch nicht fertig entwickelten Immobilie der Kapitalbedarf auf Seiten des Entwicklers relativ niedrig gehalten wird, so dass Projektentwicklung mit geringem Eigenkapitaleinsatz betrieben werden kann.

Ein genauerer Blick auf die Eigenkapitalsubstitute Mezzanine und Joint Venture hat dann gezeigt, dass beide auch im Schweizer Umfeld zum Vorteil aller Beteiligten eingesetzt werden könnten.

Die Analyse der Finanzierungsmodelle in der Schweiz hat aber noch etwas Zweites gezeigt: Parallel zum Forward-Contract-Modell hat sich in der Schweiz auch eine Finanzierungsart etabliert, die ebenfalls den Kapitalbedarf des Projektentwicklers verringert: Die Projektentwicklungs-Finanzierungsgesellschaft, in der sich „Family and Friends“ um einen Projektentwickler zusammenschliessen, um einzelne Projekte zu finanzieren.

In der Krise sind die beiden Strategien zur Minimierung des Kapitalbedarfs unterschiedlich wirksam. Die Finanzierungsgesellschaften sind im Prinzip ein gutes Modell und sollten eigentlich fit genug sein, um die Krise zu überstehen. Ob sie allerdings den Stresstest aushalten, hängt von den Beteiligten ab. Aufgrund der Zusammensetzung aus „Family and Friends“ orte ich hier ein gewisses Konfliktpotenzial.

Anders verhält es sich mit dem Forward-Contract-Modell. Angesichts der Finanzkrise reagieren die Endinvestoren risikoaverser und sind nicht mehr ohne weiteres bereit, die Projekte vor Fertigstellung und (Voll-)Vermietung zu kaufen. Das bedeutet, dass sich die Entwickler gezwungen sehen, die Projekte eigenständig fertig zu entwickeln und dafür das notwendige Kapital stellen müssen.

Aufgrund dieses Szenarios, so meine Prognose, wird die Nachfrage nach Eigenkapitalsubstituten auch in der Schweiz steigen. Aber bis ein Markt dafür zustande kommt, wird

es noch einige Zeit dauern, da auf Anbieterseite das entsprechende Know-how erst noch aufgebaut werden muss.

Literaturverzeichnis

Achleitner, Ann-Kristin / Thommen, Jean-Paul: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 4. Auflage, Wiesbaden, 2003.

Bienert, Sven: Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft. Dynamische Veränderungen der Rahmenbedingungen und Auswirkungen von Basel II, Wiesbaden, 2005.

Bone-Winkel, Stephan / Fischer, Carsten: Leistungsprofil und Honorarstruktur in der Projektentwicklung, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 3. Auflage, Köln, 2008.

Breiner, Rolf: Interview mit Christoph Caviezel, In: Immobilien Business, Zürich, Mai 2009.

Diederichs, Claus Jürgen: Grundkonzeption der Projektentwicklung, In: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln, 1996.

Eckert, Jan: Real Estate Structured Finance, Vorlesungsunterlagen CUREM, Zürich 2007/2008.

Gantenbein, Pascal / Meier, Henri: Wagniskapital als Motor der Wertschöpfung. Ungenutzte Potenziale für das Wirtschaftswachstum in der Schweiz, In: NZZ, Zürich, 14.05.2009.

Falk, Bernd (Hrsg.): Fachlexikon Immobilienwirtschaft, Köln, 1996.

Fedele, Francesco / Brand, Michael: Real Estate Private Equity für mittelständische Privatisierungs- und Bauträgermassnahmen, In: Rottke, Nico / Rebitzer, Dieter (Hrsg.): Real Estate Private Equity, Köln, 2006.

Fillmann, Lars: Entscheidend ist die Marktgängigkeit, In: Immobilien Business, Zürich, April 2009.

Geltner, David M. / Miller, Norman G.: Commercial Real Estate, Analysis & Investments, 2. edition, Thomson South Western, 2007.

Iblher, Felix: Sachenrechtliche Grundlagen der Finanzierung, In: Schulte, Karl-Werner: Immobilienökonomie Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 3. Auflage, München, 2005.

Kadesch, Jörg: Formen der Grundstücksakquisition und –sicherung, In: Schäfer, Jürgen / Conzen, Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Projektentwicklung, 2. Auflage, München, 2007.

Kameni, Gaétan E.: Partizipieren, Potenzieren, Profitieren, In: Immobilien Business, Zürich, April 2009.

von Nell, Job: Theorie der Projektentwicklung, Vorlesungsunterlagen CUREM, Zürich, 2008/2009.

Pitschke, Christoph / Bone-Winkel, Stephan: Handlungsoptionen für Developer und Banken vor dem Hintergrund der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung, In: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Wiesbaden, 1/2005.

Pitschke, Christoph: Die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen unter Basel II, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel Stephan (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 30, Köln, 2004.

Reul, Georg: Mezzanine-Kapital für Projektentwicklungen, In: Rottke, Nico / Rebitzer, Dieter (Hrsg.): Real Estate Private Equity, Köln, 2006.

Rottke, Nico (2004): Investitionen mit Real Estate Private Equity, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Mathias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, 2. Auflage, Köln, 2004.

Rottke, Nico (2003): Kapitalbeschaffung: Alternative Finanzierungsformen, In: Immobilien Wirtschaft und Recht, 9 / 2003.

Rottke, Nico / Wernecke, Martin: Projektentwicklung. Schnellboote und Eigenkapitaldinosaurier für antizyklische Projektentwicklung, In: Immobilien Zeitung, download: http://www.rem-institute.org/file/81/12_Management_im_Immobilienzyklus_Investition.pdf

Schäfer, Dr. Jürgen / Conzen, Dr. Georg: Definition und Abgrenzung der Immobilien-Projektentwicklung. In: Schäfer, Jürgen / Conzen, Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Projektentwicklung, 2. Auflage, München, 2007.

Scherrer, Marcel: Standort- und Marktanalyse. Messung von Risiko, Vorlesungsunterlagen CUREM, Zürich 2008/2009.

Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan: Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 3. Auflage, Köln, 2008.

Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Pitschke, Christoph: Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 3. Auflage, Köln, 2008.

Schulten, Andreas / Lippold, Margit: Projektentwickler in Deutschland – Der Markt – Die Player – Die Zukunft, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 3. Auflage, Köln, 2008.

Sotelo, Ramon: Projektentwickler und Investoren – welche Produkte für welche Kunden, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Auflage, Köln, 2008.

Spitzkopf, Horst Alexander: Finanzierung von Immobilienprojekten, In: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Auflage, Köln, 2002.

Tytko, Dagmar: Projektfinanzierung im Immobiliengeschäft, In: Schulte, Karl-Werner / Achleitner, Ann-Kristin / Schäfers, Wolfgang / Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking, Köln 2002.

Zoller, Edgar / Wilhelm, Reinhard: Kapitalbeschaffung für Immobilien-Developments, In: Schäfer, Jürgen / Conzen, Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Projektentwicklung, 2. Auflage, München, 2007.

Interviewpartner (anonymisiert)

Interviewpartner	Form	Datum	Dauer (min.)	Position	Branche
Interviewpartner A	vor Ort	15.06.2009	120	Leiter Investment Management, Mitglied der GL	Projektentwicklung/Totalunternehmung
Interviewpartner B	vor Ort	17.06.2009	45	CEO / Partner	Architektur/Projektentwicklung
Interviewpartner C	vor Ort	17.06.2009	60	Leiter Projektentwicklung Schweiz, Mitglied der GL	Projektentwicklung/Totalunternehmung
Interviewpartner D	vor Ort	17.06.2009	45	Präsident des Verwaltungsrates	Projektentwicklung
Interviewpartner E	vor Ort	18.06.2009	45	Managing Director	Finanzierung
Interviewpartner F	vor Ort	23.06.2009	45	Managing Director	Finanzierung / Beratung
Interviewpartner G	vor Ort	23.06.2009	45	CEO / VR-Präsident	Projektentwicklung
Interviewpartner H	Tel.	25.06.2009	30	Director Development	Projektentwicklung

Interviewleitfaden (Projektentwickler)

Interviewleitfaden zur empirischen Unterstützung der Masterthesis: „Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten in Projektentwicklungen im schweizer Markt – teurer Ersatz für internes Eigenkapital oder Mehrwert?“

Masterthesis zum MScRE (CUREM)

Jörg Schützle, Austrasse 7, CH 8045 Zürich

E-Mail: joerg.schuetzle@gmail.com

Telefon: +41 79 726 13 49

Allgemeines

Für das Gespräch sind zwischen 30 und 45 Minuten angesetzt. Die Interviews dienen zur empirischen Überprüfung der theoretisch gewonnenen Erkenntnisse und zur Formulierung eines Eindrucks über den Schweizer Markt. Die Publikation und Verarbeitung der Ergebnisse erfolgt auf Wunsch anonym.

Inhaltlicher Aufbau der Expertengespräche

- | | |
|---|------------|
| 1. Allgemeines zur Person und zum Unternehmen | 5 Minuten |
| 2. Projektentwicklung in der Schweiz | 10 Minuten |
| 3. Finanzierung von Projektentwicklungen | 10 Minuten |
| 4. Anforderungen und Mehrwert einer Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten | 10 Minuten |
| 5. Wohin kann sich aus Ihrer Sicht der Projektentwicklungsmarkt in der Schweiz durch den vermehrten Einsatz von Eigenkapitalsubstituten entwickeln? | 5 Minuten |

1 Allgemeines zur Person und zum Unternehmen

Fragen:

- Welche Position haben Sie innerhalb ihres Unternehmens?
- Tätigkeitsgebiet/Kernkompetenz des Unternehmens?
 - Projektentwicklung
 - TU-Business/Baubranche
 - Planung/Architektur
 - Vermarktung
 - Beratung
 - Finanzierung
- Wie gross ist Ihr Unternehmen?
 - Bauleistung pro Jahr
 - Davon aus Projektentwicklungen?
- Durchschnittliche Projektgrösse?
- In welchen Nutzungs-Sektoren ist Ihr Unternehmen tätig?
 - Wohnen
 - Büro
 - Einzelhandel
 - Industrie
 - Hotel
 - Andere
- Wenn Projektentwicklung nicht Kernkompetenz, weshalb betreiben Sie (risikoreiche) Projektentwicklung?

2 Projektentwicklung in der Schweiz

- Für welche End-Abnehmer entwickeln Sie?
 - Eigentumsobjekte für private Kunden
 - Renditeobjekte für institutionelle Investoren
 - Spezialobjekte für institutionelle Investoren
- Betreiben Sie Entwicklung
 - als Dienstleistung oder
 - auf eigene Rechnung und auf eigenes Risiko mit dem Ziel die Entwicklung anschliessend zu verkaufen?
- Leistungs-/Wertschöpfungstiefe des Projektentwicklers:
 - Welche Phasen decken Sie ab?
 - Wann verkaufen (Exit) Sie typischerweise die Projekte?
 - An wen verkaufen Sie die Projekte?

- Unterschiede Projektentwicklung in der Schweiz und Deutschland/ International

3 Finanzierung von Projektentwicklungen

- Wie finanzieren sie die Entwicklungen?
 - Klassisch oder
 - Eigenkapitalsubstituten
- Wenn Klassisch, weshalb nicht mit Eigenkapitalsubstituten?
- Wenn Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten:
 - Warum Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten?
 - Wann erfolgt Einstieg (welche Phasen werden finanziert)?
 - Bei welcher Art von Entwicklungsobjekt (Wohneigentum/Renditeobjekt, Standard/Spezialobjekt) finanzieren Sie mit Eigenkapitalsubstituten?
- Weshalb haben Sie sich für eine Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten entschieden?
 - Kapitalbedarf
 - Risikoteilung
 - Andere
- Welche Finanzierungsinstrumente haben Sie eingesetzt?
 - Mezzanine-Kapital
 - Joint-Venture
- Wenn Mezzanine, weshalb Mezzanine, bzw. bei Joint Venture weshalb JV?
Vor-/ Nachteile
- Würden Sie eine Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten weiterempfehlen?

4 Anforderungen und Mehrwert einer Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten

- Was sind die Anforderungen/ Auflagen der Kapital-Partner/Investoren, wie beurteilen Sie diese?
- Es besteht die Gefahr, dass der Projektentwickler vom Kapital-Partner/Investor „an die Wand gedrückt“ wird?

- Damit sich Projektentwicklungen mit Eigenkapitalsubstituten in der Schweiz verbreiten, muss der Mehrwert gegenüber der klassischen Finanzierung aufgezeigt werden. Worin sehen Sie den Mehrwert einer Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten gegenüber der klassischen Finanzierung. Aus Sicht:
 - Projektentwickler
 - Kapital-Partner
 - Endinvestor

5 Wohin kann sich aus Ihrer Sicht der Projektentwicklungsmarkt in der Schweiz durch den vermehrten Einsatz von Eigenkapitalsubstituten entwickeln?

- Was müsste sich ändern, damit es zu vermehrten Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten kommt?
- Wie sehen Sie den Markt in fünf Jahren?

Interviewleitfaden (Kapitalgeber)

Interviewleitfaden zur empirischen Unterstützung der Masterthesis: „Einsatzmöglichkeiten von Eigenkapitalsubstituten in Projektentwicklungen im schweizer Markt – teurer Ersatz für internes Eigenkapital oder Mehrwert?“

Masterthesis zum MScRE (CUREM)

Jörg Schützle, Austrasse 7, CH 8045 Zürich

E-Mail: joerg.schuetzle@gmail.com

Telefon: +41 79 726 13 49

Allgemeines

Für das Gespräch sind zwischen 30 und 45 Minuten angesetzt. Die Interviews dienen zur empirischen Überprüfung der theoretisch gewonnenen Erkenntnisse und zur Formulierung eines Eindrucks über den Schweizer Markt. Die Publikation und Verarbeitung der Ergebnisse erfolgt auf Wunsch anonym.

Inhaltlicher Aufbau der Expertengespräche

1. Allgemeines zur Person und zum Unternehmen 5 Minuten
2. Projektentwicklung in der Schweiz 10 Minuten
3. Was für Finanzierungsarten werden von den Entwicklern nachgefragt?
10 Minuten
4. Anforderungen und Mehrwert von Finanzierungen mit Eigenkapitalsubstituten
10 Minuten
5. Wohin kann sich aus Ihrer Sicht der Projektentwicklungsmarkt in der Schweiz durch den vermehrten Einsatz von Eigenkapitalsubstituten entwickeln? 5 Minuten

1 Allgemeines zur Person und zum Unternehmen

Fragen:

- Welche Position haben Sie innerhalb ihres Unternehmens?
- Tätigkeitsgebiet/Kernkompetenz des Unternehmens?
 - Projektentwicklung
 - TU-Business/Baubranche
 - Vermarktung
 - Beratung
 - Finanzierung/ Bank
 - REPE-Gesellschaft
- Investitionsvolumen mit REPE pro Jahr
 - Investitionsvolumen in Bestandesimmobilien mit REPE
 - Investitionsvolumen in Projektentwicklungen mit REPE
- Durchschnittliche Projektgrösse der investierten Entwicklungen?
- Wenn die Investition in Projektentwicklungen nicht Kernkompetenz, weshalb betreiben Sie (risikoreiche) Investitionen in Projektentwicklungen?

2 Projektentwicklung in der Schweiz

- In welchen Nutzungs-Sektoren befinden sich die investierten Objekte
 - Wohnen
 - Büro
 - Einzelhandel
 - Industrie
 - Hotel
 - Andere
- Für welche End-Abnehmer sind die Entwicklungsobjekte gedacht?
 - Eigentumsobjekte für private Kunden
 - Renditeobjekte für institutionelle Investoren
 - Spezialobjekte für institutionelle Investoren
- Haben die „Core“-Endinvestoren überhaupt ein Interesse an „fertig“ entwickelten Objekten? Wird die Intermediärs/ Zwischeninvestor-Funktion in der Schweiz überhaupt nachgefragt?
- Leistungs-/Wertschöpfungstiefe der schweizer Projektentwickler:
 - Welche Phasen decken die Projektentwickler ab?
- Unterschiede Projektentwicklung in der Schweiz und Deutschland/ International

3 Was für Finanzierungsarten werden von den Entwicklern nachgefragt?

- Was für Finanzierungsarten fragen die Entwickler nach?
 - Klassisch oder
 - Eigenkapitalsubstituten (Mezzanine/Joint-Venture)
- Wenn Klassisch, weshalb nicht mit Eigenkapitalsubstituten?
- Wenn Investition mit Eigenkapitalsubstituten:
 - Warum Investition mit Eigenkapitalsubstituten?
 - Wann erfolgt Einstieg (für welche Phasen besteht Finanzierungsbedarf)?
 - Wann verkaufen (Exit) Sie typischerweise die Projekte?
 - Bei welcher Art von Entwicklungsobjekt (Wohneigentum/Renditeobjekt, Standard/Spezialobjekt) investieren Sie mit Eigenkapitalsubstituten?
- Weshalb hat sich Ihrer Meinung nach der Projektentwickler für eine Finanzierung mit Eigenkapitalsubstituten entschieden?
 - Kapitalbedarf
 - Risikoteilung
 - Andere
- Welche Finanzierungsinstrumente haben Sie eingesetzt?
 - Mezzanine-Kapital
 - Joint-Venture
- Wenn Mezzanine, weshalb Mezzanine, bzw. bei Joint Venture weshalb JV?
Vor-/ Nachteile
- Wenn Sie ein Joint Venture gründen, übernehmen Sie die Mehrheit der Projektgesellschaft?
- Würden Sie wieder mit Eigenkapitalsubstituten in Projektentwicklungen investieren?

4 Anforderungen und Mehrwert von Finanzierungen mit Eigenkapitalsubstituten

- Was sind die Anforderungen/ Auflagen an den Projektentwickler?
- Welche Projektentwicklungskompetenzen besitzen Sie inhouse?
 - Z.B. Controlling, Ausübung Mitsprache, etc.
- Welche dieser Kompetenzen bringen Sie in die Partnerschaft ein?
 - Finanzierungs-Know-how/ Controlling/ Management-Know-how
 - Netzwerk/ Andere
- Welche Rolle spielt der Projektentwickler in der Partnerschaft?

- als Dienstleistung oder
 - als Know-how-Partner der Risiko mitträgt und am Gewinn partizipiert?
- Wie messen Sie die Leistung / Wertschöpfung des Projektentwicklers?
- Was sind Deal-Breaker für eine Investition in Projektentwicklungen? Bzw. wie können Sie eine Partnerschaft sicherstellen und vermeiden, dass der Entwickler eigennützig handelt? (Alignment of Interest)
- Was sind Ihre Erwartungen von einer Projektentwicklungsinvestition?
- Wie sind die Erwartungen der Entwickler an die Kapital-Partner, wie beurteilen Sie diese?
- Damit sich Projektentwicklungsfinanzierungen mit Eigenkapitalsubstituten in der Schweiz verbreiten, muss der Mehrwert gegenüber der klassischen Finanzierung aufgezeigt werden. Was ist der Mehrwert von Eigenkapitalsubstituten gegenüber der klassischen Finanzierung. Aus Sicht:
 - Projektentwickler
 - Kapital-Partner/Investor
 - Endinvestor

5 Wohin kann sich aus Ihrer Sicht der Projektentwicklungsmarkt in der Schweiz durch den vermehrten Einsatz von Eigenkapitalsubstituten entwickeln?

- Was müsste sich ändern, damit es zum vermehrten Einsatz von Eigenkapitalsubstituten kommt?
- Wie sehen Sie den Markt in fünf Jahren?

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

„Projektentwicklungen mit Eigenkapitalsubstituten – eine Perspektive im Schweizer Markt?“

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 14. August 2009

Jörg Schützle