Universität Zürich

Masterthesis

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate (CUREM)

Kommanditgesellschaft | Kommanditaktiengesellschaft nach Obligationenrecht: Praxistaugliche Finanzierungsplattform für kleine Projektentwicklungsgesellschaften

Name:	Paul Bircher
Adresse:	Dorfstrasse 63, CH – 6375 Beckenried
Eingereicht bei:	Prof. Dr. Lukas Handschin MRICS Claudio Rudolf
Abgabedatum:	30. August 2010

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung 3
2 Grundlagen 5
2.1 Die Immobilien-Projektentwicklung 5
2.1.1 Begriff 5
2.1.2 Der Projektentwicklungsprozess 6
2.1.3 Anbieter von Projektentwicklungen 12
2.1.4 Wertschöpfungsstufen 13
2.2 Traditionelle Finanzierungsformen im Bereich Projektentwicklung 15
2.2.1 Eigenkapital 15
2.2.2 Fremdkapital 16
2.2.3 Mischformen der Finanzierung 17
2.3 Charakteristika der Kommanditgesellschaft und Kommandit-aktiengesellschaft 18
2.3.1 Entstehung 19
2.3.2 Rechtsnatur 19
2.3.3 Aufteilung in zwei Gesellschaftergruppen 20
2.3.4 Aussenverhältnis | Geschäftsführung | Firma 21
2.3.5 Rechte und Pflichten der Kommanditäre 22
2.3.6 Rechte und Pflichten der Komplementäre 22
2.3.7 Gewinn- und Verlustbeteiligung 23
2.3.8 Übertragung der Mitgliedschaft 23
2.3.9 Unterschiede zwischen der Kommanditgesellschaft und der Kommanditaktiengesellschaft 23
3 Wesentliche Entscheidungskriterien eines Investors für die Beteiligung an einer Projektentwicklungsgesellschaft 25
3.1 Überzeugendes Geschäftsmodell 26
3.2 Renditeerwartung und Risikobereitschaft der Investoren 26
3.3 Informations- und Risiko-Symmetrie im Kooperations-Design 27
3.3.1 Designs der Kooperation 32
3.4 Möglichkeiten des Kapitalrückzugs für den Investor 35
3.5 Managementgebühren 37
3.6 Steuerliche Behandlung 38
3.6.1 Besteuerung auf Stufe Gesellschaft 38
3.6.2 Besteuerung auf Stufe Gesellschafter 39
4 Schlussbemerkung 41
Anhang 43
4.1 Kooperations-Struktur 43
5 Literaturverzeichnis 44
6 Abkürzungsverzeichnis 47
7 Abbildungsverzeichnis 48
8 Ehrenwörtliche Erklärung 49

1 Einleitung

Immobilienprojekte im Entwicklungsstadium sind sehr risikobehaftet. Grundstückkauf bzw. Grundstücksicherung, die Erstellung von Gutachten, Abklärungen, Vorstudien sowie die Projektplanung bedingen erhebliche Vorleistungen seitens der Projektentwicklungsgesellschaft. Im Weiteren gehören zeitliche Verzögerungen durch behördliche Auflagen oder nachbarrechtliche Einsprachen zur Realität.

Um eine stetige Auslastung zu gewährleisten, ist es auch für kleine Projektentwickler wünschenswert, über eine Projekt-Pipeline zu verfügen mit Projekten in verschiedenen Entwicklungsphasen. Unter diesen Vorzeichen ist für kleine Projektentwicklungs-gesellschaften das Kapital der limitierende Faktor. Die klassische Fremdfinanzierung über Hypothekarkredite greift erst bei der Eigentumsübernahme des Grundstücks bzw. des Entwicklungsobjektes, setzt allerdings auch hier enge Grenzen für Objekte im Entwicklungsstadium. Die Fremdfinanzierung von Grundstückssicherungs- und Entwicklungskosten ist i.d.R. nicht möglich.

Aber gerade durch das hohe Wertschöpfungspotential in der ersten Phase des Entwicklungsprozesses eröffnen sich Marktchancen, die das Erschliessen externer finanzieller Quellen zur Stärkung des Eigenkapitals für kleine Projektentwickler wünschenswert machen.

Der grundsätzlichen Investitionsbereitschaft von Investoren stehen meist berechtigte Anliegen im Hinblick auf zu gewährende Sicherheiten, steuerliche Transparenz, Kontrollrechte und Rücktrittsmöglichkeiten entgegen, welche eine Kapitalbeteiligung erschweren oder letztendlich zum Scheitern bringen.

Grundsätzlich wären diese Anlegerschutzinteressen in einem Anlagegefäss gemäss KAG gewährleistet, allerdings sind kollektive Anlagegefässe nach KAG für kleine Projektentwicklungsgesellschaften auf Grund der Regulierungsdichte und der daraus entstehenden Kosten kaum attraktiv.

Welche Lösungsmöglichkeiten ergeben sich aus dieser Fragestellung ausserhalb des KAG und wie können die zentralen Fragen wie die Informations- und Risikosymmetrie, der Erhalt der unternehmerischen Freiheit, Exit-Optionen (Rückzahlungsmodalitäten) sowie steuerliche Transparenz (Ausschüttungspolitik) sichergestellt werden?

Unter dem Blickwinkel eines unabhängigen Trader-Developers[1] für Wohnbauten soll diese Arbeit eine Form der Kooperation aufzeigen, Investoren als Kapitalgeber zu gewinnen ohne dabei einen möglichen Kontrollverlust zu erleiden. Im Vordergrund stehen dabei die Ausgewogenheit der Interessen und die Vermeidung potentieller Konflikte ausgelöst durch gesellschaftsinterne Veränderungen, projektbezogene Schwierigkeiten oder externe Schocks. Vertrauen ist eine Voraussetzung, allerdings sollte die gewünschte Zielkongruenz in rechtlich bindender Form für den Investor sowie den Entwickler zu einer Win-Win-Situation führen.

Der rechtlich institutionalisierte Rahmen einer solchen Kooperationsform soll mit optimalen Anreizen den Projektentwickler in seiner Arbeit unterstützen und Grundlage bilden für das Erzielen einer attraktiven, risikoadjustierten Rendite[2].

[1] Siehe Kapitel 2.1.3
[2] Rendite im Verhältnis zum Risiko

2 Grundlagen

2.1 Die Immobilien-Projektentwicklung

2.1.1 Begriff

Der Begriff Projektentwicklung ist in der Immobilienwirtschaft nicht abschliessend definiert. Unter einem statischen Betrachtungswinkel handelt es sich um eine Faktorkombination von Standort, Projektidee und Kapital über einen gewissen Zeitraum mit dem Ziel, dass nachhaltig und dauerhaft rentabel nutzbare Immobilien geschaffen werden.

Im Hinblick auf diese Betrachtung der Faktorkombination stehen grundsätzlich drei mögliche Ausgangssituationen am Anfang einer Entwicklung: Zum einen das Vorhandensein eines Grundstücks, welches sich für eine Entwicklung eignet. Im Weiteren das Vorhandensein einer Projektidee oder eines konkreten Nutzenbedarfs und zum Dritten das Vorhandensein von Investitionskapital, das für ein Entwicklungsprojekt zur Verfügung steht. Diesen drei Ausgangssituationen ist gemeinsam, dass sie im Laufe der Zeit Veränderungen unterliegen. D.h., die anfänglich existierenden Rahmenbedingungen sind einer Dynamik unterworfen, welche der Projekt-Entwickler nicht oder nur bedingt beeinflussen kann. Im Hinblick auf Immobilien-Entwicklungszyklen, Immobilien-Marktzyklen und Immobilien-Lebenszyklen ist das Timing eines Entwicklungsprojektes erfolgsentscheidend. Aber gerade das richtige Timing ist von etlichen Variablen abhängig, welche der Projekt-Entwickler nur bedingt beeinflussen kann. Genannt seien hier als Beispiel Time-Lags durch Entscheidungs-, Bewilligungs- oder Konstruktionsverzögerungen.

Aus den genannten Gründen ist diese statische Betrachtung der Faktorkombination zwar geeignet, die Entwicklungstätigkeit zu beschreiben, sie ist jedoch in der praktischen Anwendung limitiert, da die Projektentwicklung eine höchst vernetzte, interdisziplinäre Angelegenheit darstellt, welche somit den Einbezug von Management- und Prozessfunktionen verlangt.

Dieser, als dynamischer Ansatz der Projektentwicklung bekannt, führt zu einer erweiterten Begriffsdefinition:

„Immobilien-Projektentwicklung umfasst danach das interdisziplinäre Management von planungs- und baubezogenen Wertschöpfungsprozessen im Lebenszyklus der Immobilie“[3] und beinhaltet die folgenden Bausteine:

- Akquisition
- Nutzungskonzeption
- Machbarkeitsanalyse
- Baurechtschaffung
- Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung
- Marketing (Vermietung und Verkauf)
- Projektmanagement
- Verwertung

Die Projektentwicklung zählt auf Grund des hohen Investitionsvolumens in zeitlich und räumlich begrenzte, flexible Produkte, welche zudem einen engen Markt bedienen, zu den risikoreichsten unternehmerischen Aktivitäten.

2.1.2 Der Projektentwicklungsprozess

„Der Projektentwicklungsprozess umfasst sämtliche Tätigkeiten, die erforderlich sind, um ein Projekt von der Initiierung bis zur Baufertigstellung und Nutzungsübergabe heranzubilden.“[4] „Der Projektentwicklungsprozess ist durch seine interdisziplinäre Zusammenarbeit einer Vielzahl von Akteuren gekennzeichnet, …“.[5] „Seine Aufgabe [Projektentwickler] besteht vielmehr darin, den Projektentwicklungsprozess zu koordinieren und die effiziente Zusammenarbeit zwischen seinem Entwicklungsteam und externen Akteuren sicherzustellen.“[6]

[3] Schulte / Bone-Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 29
[4] van Nell, Theorie der Projektentwicklung, S.22
[5] Schulte / Bone–Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 56
[6] Schulte / Bone–Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 56

Externe Akteure sind: Nutzer, Financiers, Investoren, Bauunternehmen, Architekten, Ingenieure, öffentl. Hand, Immobilien-Dienstleister, Grundstückeigentümer, Fachplaner u.a..

Modelle zur Beschreibung des Projektentwicklungsprozesses existieren einige, meist beeinflusst aus dem Angelsächsischen Raum. Healey[7] hat diese Modelle klassifiziert und auf drei grundlegende Ansätze reduziert:

1 Gleichgewichtsmodelle (Equilibrium Models)
2 Institutionenmodelle (Agency Models)
3 Phasenmodelle (Event-Sequence Models)

Die eher makroökonomische Fokussierung der beiden ersten Modelle hat in Bezug auf die hier zu untersuchende Thematik wenig Relevanz, weshalb auf weitere Ausführungen verzichtet wird.

Anders das Phasenmodell, welches in deskriptiver Weise den Projekt-entwicklungsprozess auf sehr pragmatische Weise beschreibt. Der in der Realität idealtypische Ablauf wird dabei in autonome Teilprozesse zerlegt, wobei am Anfang der Prozesskette die Produktionsfaktoren Standort, Projektidee und Kapital stehen und am Ende die zur Nutzung bereite, fertige Projekt-Immobilie.

Der wesentliche Vorteil der Phasenmodelle liegt in der Strukturierung und der Komplexitätsreduktion des Entwicklungsprozesses. Das erweiterte, fünf-stufige Phasenmodell von Bone - Winkel[8] fokussiert dabei auf die „wesentlichen Entscheidungsschritte in der Entstehung und Realisierung eines Immobilienprojektes."[9]

Dabei ist zu beachten, dass das Ende einer Phase jeweils auch ein geeigneter Auslöser für einen Projektausstieg ist. Diese Exit-Option muss der Projektentwickler permanent

[7] Schulte / Bone–Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 30
[8] Schulte / Bone–Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 36
[9] Schulte / Bone–Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 36

evaluieren und im Hinblick auf seine Kernkompetenzen entscheiden, wann für ihn angesichts der Wertschöpfungskette der beste Zeitpunkt für einen Exit ist.
Aber auch andere Gründe können für einen Ausstieg ausschlaggebend sein wie beispielsweise die Schaffung von Liquidität zur Wahrnehmung anderer, lukrativerer Opportunitäten.

Allein bezüglich des optimalen Kapitaleinsatzes und der Maximierung der Wertschöpfung darf ein solcher Prozess allerdings nicht betrachtet werden. Der frühzeitige Ausstieg kann dem Image nicht zuträglich sein und es fehlt die Identifikationsmöglichkeit mit dem physisch zu erstellenden Objekt.

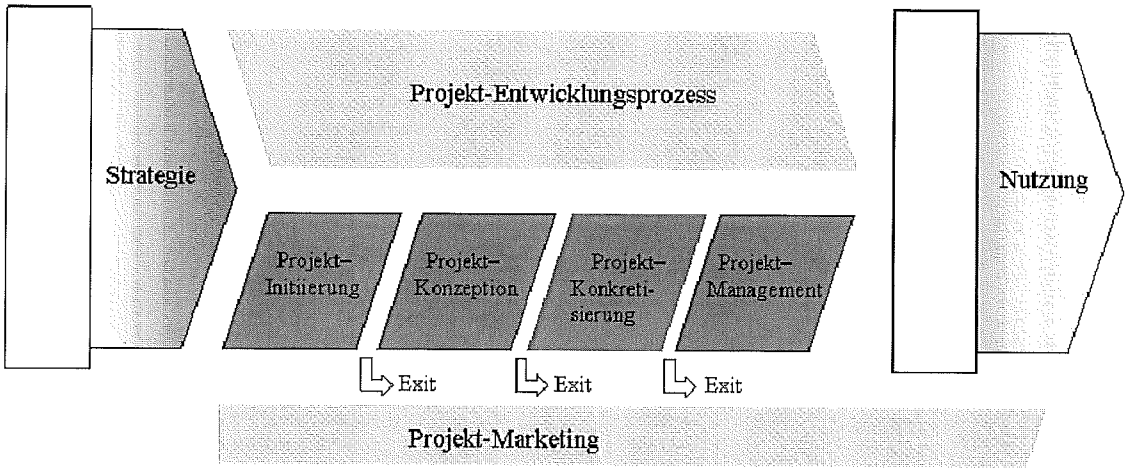


Abbildung 1: Projektentwicklungsprozess
In Anlehnung an Schulte / Bone-Winkel, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 37 und van Nell, Theorie der Projektentwicklung, S.22

2.1.2.1 Phasen der Projektentwicklung

In chronologischer Abfolge betrachtet, besteht der Projektentwicklungsprozess aus den vier Hauptphasen Projekt-Initiierung, Projekt-Konzeption, Projekt-Konkretisierung und Projekt-Management. Als fünfte Phase begleitend über den ganzen Entwicklungsprozess folgen die Projektvermarktung und das Facility-Management.

2.1.2.1.1 Projekt-Initiierung

Bei der Projekt-Initiierung ist mithin entscheidend, welcher Anstoss für den Projektentwicklungsprozess ausschlaggebend war.

Verfolgt der Projektentwickler eine Projektidee und benötigt für die Realisierung einen geeigneten Standort, so wird er seine Suche auf einen erfolgsversprechenden Standort ausrichten, um seine Wertschöpfung zu optimieren. Das Finden solcher Grundstücke bedingt eine gute Marktkenntnis, permanente Marktbeobachtung und eine gute Vernetzung. Geeignete Grundstücke sind anschliessend auf ihre Eignung im Hinblick auf die Projektidee zu prüfen und allenfalls zu sichern. Auf Grund der Knappheit guter Grundstücke und im Wissen um die Tatsache, dass Grundstücke zu den kritischen Erfolgsfaktoren in der Projektentwicklung gehören, kann sich der Projektentwickler nicht zu wählerisch zeigen. Der Erfolg dieser Strategie ist oftmals abhängig von den zur Verfügung stehenden Ressourcen zumal insbesondere attraktive, marktgängige Grundstücke oft nicht gesichert werden können und somit unmittelbar erworben werden müssen.

Steht der Standort bereits fest und der Projektentwickler strebt im Sinne des Konzepts „highest and best use" eine Nutzung an, erfolgt die Ideenfindung auf zwei Ebenen. Die analytische Ebene beurteilt Zahlen und Fakten, die kreative Ebene versucht speziell auf das konkrete Grundstück zugeschnitten Wertschöpfungspotentiale freizulegen, welche zu einem höheren Nutzen führen.

Die dritte Ausprägung ist das Vorhandensein von Kapital auf der Suche nach einer Projektidee und einem Standort. Aus Sicht des Projektentwicklers ist dieser Ausgangslage im Sinne der obigen Ausführungen nichts hinzuzufügen.

2.1.2.1.2 Projekt-Konzeption

Während die Projekt-Initiierungsphase lediglich das Potential eines Entwicklungsprojektes beurteilt, sollen in der Projekt-Konzeption die Analysen eine Tiefe aufweisen, welche den Realisierungsentscheid vorbereiten.

Bestandteile dieser Analysen, auch Machbarkeitsstudien (sog. Feasibility studies) genannt, sind:

- Standort- und Marktanalysen
- Analyse des Nutzungskonzeptes
- Wettbewerbsanalysen
- Risikoanalysen
- Wirtschaftlichkeitsanalysen

Trotz der teilweise aufwendigen und vertieften Analysen unter Beizug externer Experten sind die gewonnen Aussagen umsichtig zu bewerten. Ein Projekterfolg kann in dieser Phase mitnichten garantiert werden. Somit muss sich der Projektentwickler, wie grundsätzlich nach jeder Phase, überlegen, den Entwicklungsprozess zu stoppen und aus dem Projekt auszusteigen.

2.1.2.1.3 Projekt-Konkretisierung

Eine positive Beurteilung des Erfolgspotenzials eines Entwicklungsprojektes auf Grund der Machbarkeitsstudien führt zur Phase der Projekt-Konkretisierung. In dieser Phase wird grundsätzlich alles für die bauliche Realisierung vorbereitet. Diese beinhaltet insbesondere die Grundstücksicherung oder den Grundstückkauf, die Genehmigungsplanung, die Submission von Bauleistungen, die Regelung von Finanzierungen und die Verhandlung mit Mietern, Käufern oder Investoren. Am Ende dieser Phase steht der Realisierungsentscheid oder wiederum der mögliche Ausstieg.

Ein Exit in dieser Entwicklungsphase kann durchaus Sinn machen zumal der Verkauf eines baureifen Projektes den Entwickler vom Projektmanagement von der Realisierungsphase befreit und somit Kapazitäten freisetzt, Realisierungs- und Garantierisiken reduziert und ihm bei einem marktgängigen Projekt erlaubt, einen Grossteil seines Entwicklungsgewinns vorzeitig zu realisieren. Auf Grund der unberechenbaren Time-Lags im Entwicklungsprozess ist dies eine mögliche Strategie, durch die Initiierung mehrerer paralleler Projekte und die Realisierung einer selektiven Auswahl Kapazitäten und Ressourcen optimal einzusetzen.

2.1.2.1.4 Projekt-Management

Ein positiver Realisierungsentscheid führt in die Phase des Projekt-Managements. Der Projektentwickler übernimmt während des Bauprozesses als Bauherr die Aufgabe, Qualität, Kosten und Termine zu überwachen.

2.1.2.1.5 Projekt-Marketing und Facility Management

Die Phase der Projektvermarktung sowie des Facility Managements begleiten den gesamten Entwicklungsprozess von Beginn weg.

Die Projekt-Vermarktung ist letztendlich das über den Gesamtprojekterfolg ausschlaggebende Element. Der Nutzer oder Investor ist nur bereit, den geforderten Preis zu bezahlen, wenn das Projekt im Gegensatz zu möglichen Konkurrenzprojekten einen höheren Nutzen bringt. In diesem Sinne ist es entscheidend, dass der Projektentwickler einen USP (Unique Selling Proposition | strategische Erfolgsposition) aufbauen kann (e.g. Wohnimmobilien im gehobenen Segment).

Das Facility Management beinhaltet das ganzheitliche Betreiben von Gebäuden und Anlagen. Ziel ist die kostenoptimale Bereitstellung dieser Dienste während der Nutzungsphase.

Der Einbezug des Facility Managements als begleitender Prozess geht mit der Erkenntnis einher, dass der Einbezug der Nutzungsabläufe und Bedürfnisse der zukünftigen Nutzer in der Planungsphase enorme Kostenpotentiale freisetzt und somit einen direkten Zusammenhang zur Vermarktungsattraktivität aufweist.

Abschliessend ist zu bemerken, dass das Phasenmodell sich ideal zur Veranschaulichung der Komplexität und Dynamik des Projektentwicklungsprozesses eignet.
Allerdings spiegelt sich dieser Modellcharakter nicht immer idealtypisch in der Realität wider. Je nach Komplexität des Entwicklungsprojektes können sich etliche

Rückkoppelungseffekte mit zahlreichen Interdependenzen und Parallelprozessen etablieren, die ein hohes Mass an Fach-, Sozial- und Managementkompetenz verlangen.

2.1.3 Anbieter von Projektentwicklungen

Grundsätzlich werden Projekt-Entwickler wie folgt typisiert:

1. Service Developer
2. Investor Developer
3. Trader Developer

Beim Service Developer bzw. Projektentwickler als Dienstleister steht das Anbieten von Projektentwicklungs-Know-How für Dritte im Vordergrund. Der Projekt-Dienstleister arbeitet als Auftragnehmer mit einer festen und/oder erfolgsorientierten Honorierung. Dabei kann sich der Auftrag auf die Konzeption und Koordination des gesamten Projektentwicklungszyklus beziehen oder nur auf abgrenzbare Teilbereiche.

Der Investor Developer bzw. Projektentwickler für den eigenen Bestand zielt darauf ab, Entwicklungsprojekte in eigener Regie zu realisieren um die fertigen Entwicklungsprojekte nach Abschluss in den eigenen Bestand überzuführen und während der anschliessenden Nutzungsphase zu bewirtschaften.

Der Trader Developer als Projektentwickler im eigentlichen Sinne initiiert, koordiniert und realisiert Entwicklungsprojekte auf eigenes Risiko mit dem Zweck, die Projekte in geeigneten Entwicklungsphasen an Investoren oder Endnutzer zu veräussern. Das für die Projektentwicklung benötigte Eigenkapital stammt vom Projektentwickler. Die hohe Kapitalintensität vieler Entwicklungsprojekte zwingt den Projektentwickler in frühen Entwicklungsphasen kreative Finanzierungsmethoden zu beanspruchen (e.g. Projektfinanzierungen, Mezzanine-Finanzierungen[10], Private-Equitiy[11]-Finanzierungen). Solche speziellen Finanzierungsmethoden sind nötig, da klassische

[10] Sammelbegriff für Finanzierungsformen, die rechtlich und wirtschaftlich zwischen Eigen- und Fremdkapital stehen.
[11] Beteiligungskapital an nicht börsenkotierten Gesellschaften meist zur Wachstumsfinanzierung.

Finanzierungsformen wie Bank-, Hypothekar- oder Baukredite oftmals an den Finanzierungsregeln der Bankinstitute scheitern. Diese Tatsache ist einerseits verständlich, da bei einem Entwicklungsprojekt oftmals nur das zu bebauende Grundstück als Haftungssubstrat vorliegt. Handelt es sich lediglich um eine Grundstückssicherung, so fällt dies ohnehin dahin. Somit sind die teilweise beträchtlichen Aufwendungen in der ersten Phase der Projektentwicklung hochriskant.

Als Trader Developer entscheidet der Projektentwickler je nach Möglichkeit über eine Ein- und Ausstiegsstufe und handelt in vollem Umfang auf eigene Rechnung und eigenes Risiko. Neben dem Gesamtentwicklungsprozess von Projektidee bis Schlüsselübergabe an den Endkunden werden oftmals nur Teilprozesse ausgeführt mit dem Ziel, eine maximale Wertschöpfung auf jeder Stufe zu erreichen. Das kann konkret heissen, dass ein Entwicklungsprojekt nach Vorliegen der Baubewilligung an einen Investor oder einen Generalunternehmer verkauft wird oder dass bereits von einem Mitbewerber begonnene Entwicklungsprojekte übernommen werden. Insbesondere Probleme in der Vermarktung, rechtliche Probleme während der Bewilligungsphase oder finanzielle Engpässe können einen Entwickler zwingen, aus dem Projekt auszusteigen.

2.1.4 Wertschöpfungsstufen

Bildlich dargestellt ist das Grundstück ein roher Diamant, dessen Reinheit und Wert a priori noch nicht abschliessend ermittelt werden kann. Erst nach dem fachmännischen Schleifen des Steins ist das gesamte Potential ersichtlich und eine Bemessung eines Wertes plausibel. Dabei trägt die Professionalität und Erfahrung des Schleifers wesentlich zum Wert des Endproduktes bei. Analog ist in der Projektentwicklung die Professionalität und das unternehmerische Gespür des Projektentwicklers entscheidend für das optimale Chancen/Risiko-Verhältnis des Projekterfolges.

Dabei findet eine stufenweise Betrachtung des Projektentwicklungsprozesses statt, mit dem Ziel, auf jeder Stufe die Wertschöpfung, die damit verbundenen Risiken und die resultierenden Kosten zu ermitteln. Die Wertschöpfung kumuliert sich somit über die einzelnen Wertschöpfungsstufen, wobei dies keineswegs ein linearer Prozess ist.

Natürlich konditionieren in früheren Leistungsphasen getroffene Entscheide die nachfolgenden Wertschöpfungsstufen. Aus diesem Grund ist eine quantitative Betrachtung einzelner Wertschöpfungsstufen vorsichtig zu betrachten. Allgemein ist zu vermerken, dass einzelne Wertschöpfungsstufen auch mögliche Exit-Punkte darstellen, welche einen Projektabbruch oder Verkauf zur Folge haben können. Die Betrachtung einzelner Wertschöpfungsstufen ist insbesondere im Hinblick auf potentielle Honorarmodelle von Relevanz.

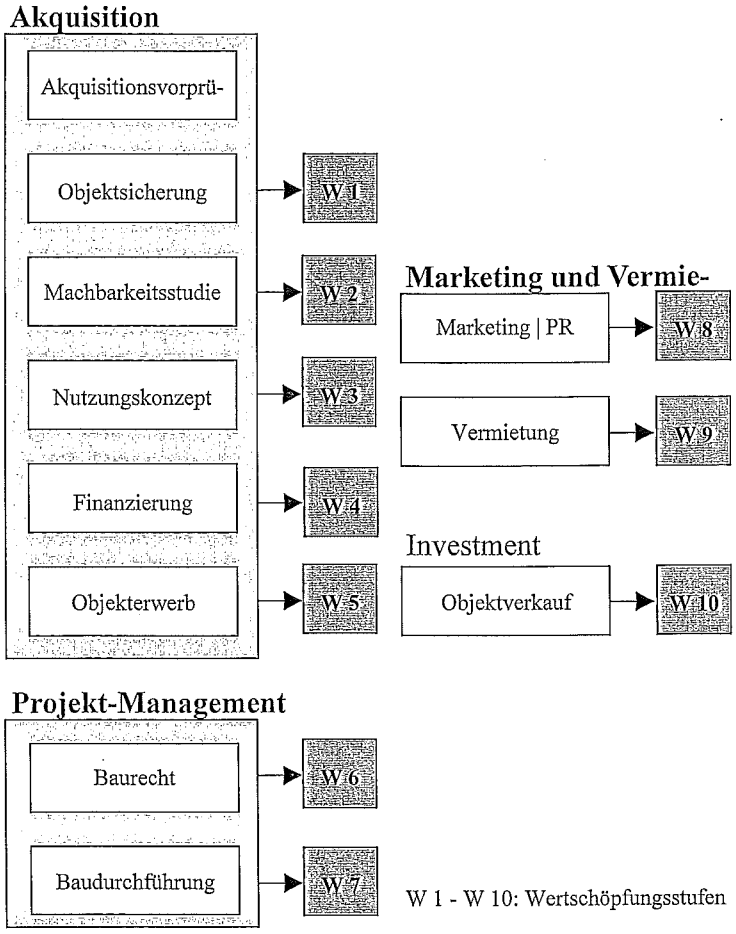


Abbildung 2: Wertschöpfungsprozess der Projektentwicklung
Quelle: Bone – Winkel / Fischer, Leistungsprofil, S. 583

Mit dem Vorliegen der Bewilligung bzw. der Baufreigabe erhöht sich die Handelbarkeit bzw. Drittverwendungsfähigkeit des Entwicklungsprojektes massiv. Dies natürlich nur unter der Voraussetzung, dass die Projektplanung einem markgängigen Nutzenbedürfnis entspricht. D.h., das Grundstück mit Bewilligung kann unter Berücksichtigung eines kalkulatorischen Projektgewinnes an einen für die Realisierung spezialisierten Betrieb veräussert werden. Zudem sind viele institutionelle Investoren erst mit Vorliegen der Baufreigabe bereit, eine Investition zu tätigen.

Die Voraussetzung einer erfolgreichen Veräusserung in dieser Phase ist gekoppelt an die Qualität des Nutzungskonzeptes im Hinblick auf die Vermarktung. Die erfolgreiche Platzierung der Projekteinheiten an den Endkunden ist entscheidend und setzt fundierte Kosten- und Marktschätzungen voraus.

2.2 Traditionelle Finanzierungsformen im Bereich Projektentwicklung

2.2.1 Eigenkapital

Die unternehmerische Tätigkeit des Projektentwicklers im Sinne eines Trader Developers liegt darin, ein Grundstück innerhalb eines Projekts so zu entwickeln, dass durch seine Tätigkeit ein Mehrwert geschaffen wird, welchen er durch anschliessenden Verkauf realisiert. Zu diesem Zweck bedarf es zunächst eines geeigneten Grundstücks, das der Projektentwickler kaufen oder in rechtlich bindender Form an sich ziehen muss. Bereits hier ist ersichtlich, dass ein Grundstückkauf erhebliche Mittel erfordert. Die zu Beginn einer Projektentwicklung deshalb zu bevorzugende Variante ist der Grundstückkauf in Form einer Kaufpreisstaffelung oder in Form eines Kaufsrechtsvertrages mit Anzahlung.

Nach erfolgter Grundstücksicherung hat der Projektentwickler die notwendigen Investitionen im Rahmen des Entwicklungsprojektes, i.d.R. unter Beizug externer Experten, zu bestreiten.

Auch für den geschilderten Idealfall, dass ein Grundstück nicht zu Beginn vollständig bezahlt werden muss, sind die Eigenkosten des Projektentwicklers sowie allfällige Drittkosten erheblich und es kann zudem durchaus mehrere Jahre bis zu deren Rückführung dauern.

Zusammenfassend können die laufenden Kosten wie folgt kategorisiert werden:

- Kosten für Grundstücksicherung und/oder Verzinsung
- Drittkosten für den Beizug externer Spezialisten (e.g. Fachplaner, Geologen, Ingenieure)
- Eigene Kosten des Projektentwicklers

Die Finanzierung dieser Kosten in der Form von Eigenkapital drängt sich auf, zumal die Entwicklungsrisiken zu diesem Zeitpunkt am grössten sind und somit dem Charakter von Eigenkapital als Risikokapital entsprechen.
Ist der Projektentwickler in dieser Phase auf frisches Kapital angewiesen, so steht ihm die Möglichkeit offen, Investoren in Form von Eigenkapital projektweise oder als Unternehmensbeteiligung zu beteiligen.
Die Beteiligung neuer Investoren in Form von Eigenkapital führt zu Kontrollverlusten auf Seiten des Projektentwicklers und schränkt seine Unabhängigkeit massiv ein.

2.2.2 Fremdkapital

Unbebaute Grundstücke werden von Banken in der Regel mit einem Fremdkapitalanteil von 50-60% finanziert. Für den Erwerb von Grundstücken mittels Kaufpreisstaffelung oder in Form eines Kaufrechts werden i.d.R. keine Finanzierungen gewährt. Da zudem aus dem zu entwickelnden Grundstück heraus in der Regel keine Erträge generiert werden, beruht die Tragbarkeit aus Sicht der Bank einzig auf der Bonität des Eigentümers bzw. des Projektentwicklers. Die relativ tiefe Finanzierungsquote gründet zudem auch darauf, dass für die Entwicklung des Grundstücks bis zur Baureife erhebliche Mittel aufgewendet werden müssen und dieser Prozess einen grossen zeitlichen Unsicherheitsfaktor beinhaltet.

Trotz einer positiven Bewertung des zu entwickelnden Grundstücks sowie einer tadellosen Bonität des Projektentwicklers ist der geforderte Eigenkapitalanteil in dieser Phase hoch. Die klassische Baufinanzierung greift erst ab dem Moment, indem das Grundstück Baureife erlangt und die Vorverkaufsvorgaben des finanzierenden Instituts erfüllt sind. Je nach Projekt-Attraktivität liegen die Vorgaben für Vorverkäufe bei 30 – 50% des Verkaufsvolumens, wobei gewissen Instituten Reservationsverträge mit geleisteter Anzahlung genügen, bei anderen werden öffentlich beurkundete Kaufverträge mit Finanzierungsnachweis (e.g. Zahlungsversprechen) vorausgesetzt.

Das Generieren von Fremdkapital aus anderen Quellen dürfte den gleichen strengen Beurteilungskriterien unterliegen wie beschrieben und ohne spezielle Anreizstruktur schwierig zu erhalten sein.

2.2.3 Mischformen der Finanzierung

Aus den oben erwähnten Gründen sind in der Praxis unzählige Mischformen für die Finanzierung von Immobilien-Projekten entstanden, welche eine Mischung aus Elementen von Eigenkapital und Fremdkapital darstellen.

Darunter fallen Joint-Venture-Konstrukte oder konsortiale Kooperations- und Finanzierungsformen von am Entwicklungsprozess beteiligten Unternehmern, welche bereit sind, für einen Arbeits-Auftrag (evtl. mit Gewinnbeteiligung) eine Vorleistung zu erbringen.
Darunter fallen auch Verkäufe von Produktions-Einheiten an am Bau beteiligten Handwerkern und Unternehmern, meistens zu Spezialkonditionen und in Verbindung mit einer Auftragsvergabe.
Darunter fallen im Weiteren Aufträge an Fachplaner oder Vermarkter, welche bereit sind, ihre Honorarforderungen zurückzustellen unter Berücksichtigung einer Ergebnisbeteiligung.
Darunter fallen Mezzanine-Finanzierungsformen unterschiedlichster Ausprägung.

Es existieren noch unzählige weitere Arten von Kooperationsformen zur Reduzierung von Finanzierungsengpässen. Viele Beteiligungsformen sind allerdings eigentliche

Schönwetterkonstrukte, welche in ihren Designs mögliche Projektabweichungen auf Grund endogener oder exogener Ursachen zu wenig berücksichtigen und welche zu rechtlichen Auseinandersetzungen führen können.

Aus Sicht des Projektentwicklers ist es wünschenswert, solche Finanzierungen in einem rechtlich stabilen Rahmen zu institutionalisieren und damit für sich und den Investor Voraussetzungen für eine stabile und erfolgreiche Zusammenarbeit zu schaffen.

2.3 Charakteristika der Kommanditgesellschaft und Kommandit-aktiengesellschaft

Die Kommanditgesellschaft und die Kommandit-AG sind zwei Gesellschaftsformen im schweizerischen Gesellschaftsrecht, die relativ selten anzutreffen sind. Kommanditgesellschaften spielen mit einem Anteil von lediglich 0.4%[12] des gesamten schweizerischen Firmenbestandes eine marginale Rolle. Noch weit geringer ist der Anteil der aktiven Kommanditaktiengesellschaften.

Die Kommanditgesellschaft hat ihre Wurzeln im Bereich der einfachen Gesellschaft und der Kollektivgesellschaft, die Kommandit-AG beinhaltet zusätzlich Elemente der Aktiengesellschaft.

Interessant ist die Mischung aus Elementen der Personen- und Kapitalgesellschaft, die für spezifische Kooperations-Designs ideale Voraussetzungen schafft.

Die Vorteile dieser Gesellschaftsform hat auch der Gesetzgeber erkannt, als er diese, allerdings in etwas abgewandelter Form, ins neue Kollektivanlagegesetz aufgenommen hat.[13]

Als klassisches Beispiel für die Veranschaulichung dieser Gesellschaftsform dienen die traditionellen Privatbankiers (e.g. Wegelin & Co, St. Gallen, Reichmuth & Co, Luzern), welche klassische Vermögensverwaltungs-Dienstleistungen anbieten. Gerade im

[12] Quelle: Bundesamt für Statistik, Betriebszählung 2008
[13] Art. 9 Abs. 1 und Art. 98ff KAG

Bankgeschäft, in welchem das Vertrauen eine wesentliche Rolle in der Kundenbeziehung spielt, ist die unbeschränkte, private Haftung der Privatbankiers eine starke Basis für eine vertrauensvolle Kundenbeziehung.

Trotz der genannten Vorteile dieser Gesellschaftsform überwiegen die Vorbehalte, die für diese geringe Verbreitung ursächlich sind. Mitunter entscheidend ist, dass heute bei der Neugründung eines Unternehmens ein Scheitern bereits mit einkalkuliert wird. Die Zahlen neu gegründeter Gesellschaften, welche nach 5 Jahren noch existieren, sprechen eine eindeutige Sprache. Die Kommanditgesellschaft dagegen entfaltet ihre Vorteile insbesondere in einem nachhaltigen Geschäftsmodell. A priori wirkt die unbeschränkte Haftung der Komplementäre sowie die im Vergleich zur Aktiengesellschaft oder GmbH weniger einfache Veräusserung von Anteilen für Start-Up-Unternehmen als Negativum.

In der Folge werden die wichtigsten Elemente der Kommanditgesellschaft kurz charakterisiert.

2.3.1 Entstehung

Die Kommanditgesellschaft entsteht durch Stipulierung eines Gesellschaftsvertrages, an dessen Entstehen grundsätzlich keinerlei Formvorschriften gebunden sind. Denkbar ist gar eine Entstehung durch konkludentes Verhalten. Allerdings bedarf der obligatorische Handelsregistereintrag gewisser Formvorschriften und organisatorischer Festlegungen und setzt somit einen formalen Konsens gewisser konstituierender Elemente voraus.

2.3.2 Rechtsnatur

Als Personengesellschaft, eine auf dem Gesellschaftsvertrag beruhende Gemeinschaft von Personen, hat die Kommanditgesellschaft keine eigene Rechtspersönlichkeit und ist „wie die Kollektivgesellschaft eine nach aussen hin weitgehend und nach innen ansatzweise verselbständigte Personengesellschaft".[14] Die herrschende Lehre ist sich über die Rechtsnatur der Kommanditgesellschaft uneinig. Nach „bisheriger herrschender Auffassung ist die Kommanditgesellschaft ein Gesamthandsverhältnis

[14] Handschin / Chou, Kommentar, S. 541

ohne eigene Rechtspersönlichkeit, das nach aussen hin verselbständigt ist und im eigenen Namen Rechte und Pflichten erwerben kann"[15]. Der als Grundlage der Gesellschaft bestehende Gesellschaftsvertrag ist als Vertrag zu klassifizieren. Änderungen dieses Vertrages können keinem Gesellschafter aufgezwungen werden, was heisst, dass allfällige Anpassungen des Gesellschaftsvertrages Einstimmigkeit voraussetzen.

2.3.3 Aufteilung in zwei Gesellschaftergruppen

Als prägendes Element und gleichsam komparativer Vorteil dieser Gesellschaftsform ist die Existenz von zwei Gesellschaftergruppen. Im Gegensatz zur Kollektivgesellschaft ergeben sich im Innenverhältnis unter den Gesellschaftern eine Abschwächung der Personenbezogenheit und eine Aufteilung der Selbstorganschaft unter den Gesellschaftergruppen. Diese Gesellschaftergruppen teilen sich auf in Komplementäre, Gesellschafter die subsidiär und unbeschränkt mit ihrem gesamten Vermögen, auch Privatvermögen, für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften und in Kommanditäre, die nur in der Höhe der vereinbarten Kommanditsumme für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften. Dieses absolut zentrale Unterscheidungsmerkmal zur Kollektivgesellschaft, bzw. die Integration dieses wesentlichen Elementes der Kapitalgesellschaft, ermöglicht die Beteiligung von Gesellschaftern an der Gesellschaft, die nicht gewillt sind, mit ihrem gesamten Vermögen zu haften.

Im Zusammenhang mit den beiden Gesellschaftergruppen ist zudem wesentlich, dass die unbeschränkt haftenden Gesellschafter, die Komplementäre, natürliche Personen sein müssen, wobei die nur beschränkt auf ihre Kommanditsumme haftenden Gesellschafter, die Kommanditäre, auch juristische Personen sein können.

Mit Inkrafttreten des neuen Kollektivanlagegesetztes (KAG) am 1. Januar 2007 wurde die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen neu in modifizierter Form in das Gesetz aufgenommen. Dabei kann diese Rechtsform nur für geschlossene[16]

[15] Handschin / Chou, Kommentar, S. 542
[16] Siehe Art. 9 KAG

kollektive Kapitalanlagen verwendet werden. Neben diversen Anpassungen gegenüber der handelsrechtlichen Kommanditgesellschaft nach OR sticht hervor, dass die Komplementäre der unter dem KAG laufenden Kommanditgesellschaften aus Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz[17] bestehen müssen. Dies ist ein Anliegen, das auch bei den Kommanditgesellschaften nach OR aus Fachkreisen schon lange gefordert wird. Als Kommanditäre dürfen ausschliesslich qualifizierte Anleger[18] eine Beteiligung erwerben.

2.3.4 Aussenverhältnis | Geschäftsführung | Firma

Im Aussenverhältnis gelten für die Kommanditgesellschaft grundsätzlich die gleichen Bedingungen wie für die Kollektivgesellschaft (e.g. einheitlicher Auftritt im Rechtsverkehr, gemeinsame Firma). Auf Grund der dualen Haftungsstruktur ist für Ausstehende von grosser Bedeutung, wie sich das Haftungssubstrat der Gesellschaft zusammensetzt.

Die klare Kommunikation nach aussen beinhaltet im Wesentlichen drei Elemente. Kommanditäre dürfen nicht Bestandteil der Firma sein. Als Zweites ist die Kommanditsumme im Handelsregister einzutragen und somit für jeden interessierten einsehbar. Drittens dürfen Kommanditäre in der Geschäftsführung nicht tätig sein, bzw. falls sie für die Gesellschaft tätig sind, nur mit dem ausdrücklichen Hinweis, dass dies als Prokurist oder Bevollmächtigter geschieht. Die Geschäftsführung bei der Kommanditgesellschaft ist den unbeschränkt haftenden Gesellschaftern, den sog. Komplementären, vorenthalten. Kommanditäre sind zur Geschäftsführung weder berechtigt noch verpflichtet.

Ein Unterlassen dieser Regeln führt dazu, dass der Kommanditär als unbeschränkt haftender Gesellschafter wahrgenommen wird und entsprechend mit seinem gesamten Vermögen wie ein Komplementär für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haftet.

[17] Art. 98 Abs. 2 KAG
[18] Als qualifizierte Anleger im Sinn von Art. 10 Abs. 3 KAG gelten professionelle Anleger wie Banken, Fondsgesellschaften, Versicherungen, Institutionen mit professionellem Treasury sowie vermögende Privatpersonen.

Aus den genannten Gründen ist es für die Funktionsfähigkeit der Kommanditgesellschaft im Rechtsverkehr von entscheidender Bedeutung, dass sie über eine kohärente und gefestigte Organisationsstruktur verfügt, welche die Interessen der beiden Gesellschafterkategorien widerspiegelt und dass sich die Gesellschafter dementsprechend verhalten.

Für die Firmierung der Gesellschaft gelten grundsätzlich die Bestimmungen des Kollektivgesellschaftsrechts mit der Ausnahme, dass der Name des Kommanditärs nicht in der gemeinsamen Firma erscheinen darf, ansonsten dieser sich nicht auf die beschränkte Haftung berufen kann.

2.3.5 Rechte und Pflichten der Kommanditäre

Der Kommanditär hat in die Gesellschaft die gemäss Vertrag vereinbarte Kommanditsumme zu leisten. Gewinn und Verlustbeteiligung orientieren sich ohne weitere Präzisierungen an der Kommanditsumme, wobei am „Verlust nimmt der Kommanditär höchstens bis zum Betrage seiner Kommanditsumme teil."[19]
Der Kommanditär ist an der Geschäftsführung weder berechtigt noch verpflichtet, hat jedoch ein Einsichts- und Prüfungsrecht.
Im Weiteren unterliegt der Kommanditär grundsätzlich einem Konkurrenzverbot, wenn ein solches nicht vertraglich ausgeschlossen wurde[20].

2.3.6 Rechte und Pflichten der Komplementäre

Die Geschäftsführung obliegt allein den Komplementären, da diese unbeschränkt mit ihrem ganzen Vermögen haften. Sofern sie in Ausübung ihrer Tätigkeit ihre Kompetenzen gemäss Gesellschaftsvertrag nicht überschreiten, kann ihnen von den Kommanditären die Geschäftsführung nicht entzogen werden. Für die Geschäftsführung wird den Komplementären i.d.R. eine Entschädigung zugestanden. Auch in Bezug auf die Gewinnverteilung kann den Komplementären vertraglich für ihre unbeschränkte Haftung einen fixen Gewinnanteil zugesprochen werden.

[19] Art. 601 Abs. 1 OR
[20] Art. 561 OR

2.3.7 Gewinn- und Verlustbeteiligung

Wie bereits erwähnt, haftet der Kommanditär maximal mit seiner Kommanditsumme. Die Gewinnbeteiligung wird i.d.R. im Gesellschaftsvertrag detailliert geregelt. Fehlt eine solche Regelung, entscheidet der Richter. Der Gesellschaftsvertrag kann vorsehen, dass der Komplementär neben einer Entschädigung für die Verwaltungstätigkeit der Gesellschaft einen fixen Gewinnanteil für sich beanspruchen kann als Kompensation für seine Bereitschaft der unbeschränkten Haftung.

2.3.8 Übertragung der Mitgliedschaft

Durch starke persönliche Verbindung der Gesellschafter in der Kommanditgesellschaft ist „für die Übertragung der Mitgliedschaft und die Aufnahme eines neuen Gesellschafters die Zustimmung sämtlicher übriger Gesellschafter erforderlich, soweit der Gesellschaftsvertrag keine Erleichterung für die Willensbildung vorsieht."[21]

2.3.9 Unterschiede zwischen der Kommanditgesellschaft und der Kommanditaktiengesellschaft

Im Hinblick auf die Visibilität potentieller Investoren ist zu bemerken, dass bei der Kommanditgesellschaft die Kommanditsumme sowie die Identität der Gesellschafter im Handelsregister öffentlich einsehbar sind. Sicherlich ein Nachteil für einen Kommanditär, welcher als Investor diskret im Hintergrund bleiben möchte. Vorbehalten bleibt die Möglichkeit, seine Einlage als Kommanditär über eine juristische Person oder eine Handelsgesellschaft zu leisten.

Anders bei der Kommandit-AG, wo lediglich die Höhe des aggregierten Haftungskapitals sowie die unbeschränkt haftenden Gesellschafter im Handels-Register eingesehen werden können.

Die Komplementäre bilden die Geschäftsführung bei der Kommanditgesellschaft bzw. die Verwaltung bei der Kommandit-AG.

[21] Handschin / Chou, Kommentar, S. 566

Im Weiteren ist anzumerken, dass die beiden beschriebenen Gesellschaftsformen steuerlich als Personengesellschaften behandelt werden, d.h. die Gewinn-Besteuerung erfolgt nur auf Stufe Gesellschafter.

3 Wesentliche Entscheidungskriterien eines Investors für die Beteiligung an einer Projektentwicklungsgesellschaft

Private und institutionelle Investoren können heute aus einem riesigen, globalen Anlageuniversum Produkte und Instrumente auswählen, die sie auf ihre Bedürfnisse und ihre Risikoneigung abstimmen können. Mitunter erfreuen sich Anlagen in die Asset-Klasse *Immobilien* grosser Beliebtheit. Auch in der Schweiz erfreuen sich offene und geschlossene Immobilien-Fonds und börsenkotierte Immobilien-Beteiligungs-gesellschaften hoher Beliebtheit, was sich mitunter in den von den Marktteilnehmern bezahlten Agios auf den Netto-Inventarwert niederschlägt. Inflationsschutz, Sicherheit von Grund und Boden und eine Ausschüttungs-Rendite für Bestandesimmobilien, welche zwischen Anleihen und Aktienanlagen liegt, kennzeichnen diesen Markt. Allerdings investieren die meisten dieser Anlagevehikel ausschliesslich in Bestandes-Immobilien und klammern das Geschäftsfeld der Immobilien-Projektentwicklung aus.

Dies ist einerseits verständlich, da die mit der Projektentwicklung einhergehenden Risiken höher sind und eine andere Management-Kompetenz voraussetzen, andererseits können mit Projektentwicklungen als ein „opportunistic investment“[22] Renditen erzielt werden, die wesentlich über den Renditen von Bestandes-Immobilien liegen.

Ziel dieser Ausführungen ist aufzuzeigen, dass die Projektentwicklung zwar mit erheblichen Risiken behaftet ist, aber für private Investoren unter Berücksichtigung des hier vorgestellten Kooperations-Designs eine lukrative Investitionsmöglichkeit darstellt, welche keine höheren Risiken aufweist als Investitionen in börsenkotierte Vehikel der gleichen Risikoklasse.

Aus Sicht des privaten Investors sind für einen positiven Investitionsentscheid die nachfolgenden Voraussetzungen zu erfüllen.

[22] A strategy characterized by targeting underperforming and/or undermanaged properties, or properties that are temporarily depressed, and then using high degrees of leverage (borrowed funds) to acquire the property, hold it for a short period of time, and then sell it at an expected profit of at least 20 percent. (Quelle: financialdictionary.com)

3.1 Überzeugendes Geschäftsmodell

Der Projektentwickler muss eine klare Strategie verfolgen und diese dem potentiellen Investor sichtbar kommunizieren. Dazu gehört einerseits die Katalogisierung abgeschlossener Projekte, welche dem potentiellen Investor einen Eindruck über die Leistungsfähigkeit des Entwicklers vermittelt. Andererseits muss seine Strategie dem Investor in Form eines Kurz-Business-Planes anschaulich gezeigt werden können.
Auf Grund des Track Records, der kommunizierten Strategie und einem Ausblick auf die aktuelle Projekt-Pipeline kann sich der Investor ein vertieftes Bild über die Kernkompetenzen des Projektentwicklers verschaffen, denn das Vertrauen in die Fähigkeiten des Projektentwicklers ist die Grundvoraussetzung für einen positiven Investitionsentscheid.

Das Management-Team muss über die notwendigen Fach-, Führungs- und Sozial-Kompetenzen verfügen um den operativen Erfolg sicherzustellen. Dabei spielt insbesondere bei kleineren Unternehmen die Unternehmensleitung eine wesentliche Rolle, zumal die Akquisition von Investoren nicht über Finanzintermediäre erfolgt.

Die organisatorische Struktur muss nachhaltig ausgelegt sein und Verantwortlichkeiten und Zuständigkeiten klar regeln. Stellvertreterfunktion und die Vermeidung personeller Klumpenrisiken sind wichtig. Insbesondere bei Gesellschaften mit einer ausgeprägten Unternehmenspersönlichkeit ist die Nachhaltigkeit der Organisationsstruktur sicher zu stellen und entsprechend zu kommunizieren.

3.2 Renditeerwartung und Risikobereitschaft der Investoren

Das primäre Ziel eines jeden Investors ist das Erzielen einer überdurchschnittlichen Rendite. Allerdings sind Renditeversprechen immer in Abhängigkeit zum eingegangenen Risiko zu betrachten. Das Risikomass in der Finanzwissenschaft ist die Volatilität, welche als Schwankungsmass entweder aus historischen Zeitreihen oder mittels Wahrscheinlichkeitsrechnung hergeleitet wird.

Zur Beurteilung der Attraktivität eines Investitionsentscheids kann die Risk-Reward-Ratio herangezogen werden. Diese stellt das erwartete Risiko ins Verhältnis zum erwarteten Gewinn.

Geht man davon aus, dass der Projektentwickler über eine Projekt-Pipeline mit Projekten in verschiedenen Entwicklungsphasen verfügt, so führt dies zu einer gewissen Portfolio-Diversifikation.

Der Projektentwickler kann auf Grund seiner in der Vergangenheit erzielten Renditen von abgeschlossenen Projekten Renditeerwartungen formulieren, die ihm plausible Rückschlüsse auf die zu erwartenden Renditen seiner in der Pipeline befindenden Projekte geben.

In der Regel sind Investoren, welche Private-Equity ähnliche Vehikel in Betracht ziehen, genügend qualifiziert, entsprechende Entscheide zu treffen und im Sinne einer optimalen Diversifikation ihres Portfolios den maximalen Investitionsanteil festzulegen.

Solche als alternative Investments bezeichnete Vehikel sollten nur einen Teil von 10-15% des Gesamtvermögens ausmachen.

Inwiefern und wie sich der Investor entscheidet, in ein solches Vehikel zu investieren, und die Festlegung der optimalen Portfolio-Gewichtung soll jedoch nicht Gegenstand dieser Ausführungen sein.

3.3 Informations- und Risiko-Symmetrie im Kooperations-Design

Einem erfolgreichen Projektentwickler ist es ein Leichtes mit potentiellen Investoren in Kontakt zu treten. In der Regel bestehen bereits persönliche Kontakte zwischen dem Projektentwickler und dem potentiellen Investor entweder direkt oder durch ein bestehendes Netzwerk.

Unter der Voraussetzung, dass ein Investor grundsätzlich für eine Kapitalbeteiligung offen ist, stellen sich in der konkreten Ausgestaltung diverse Fragen.

Der Markt für Projektentwicklungen zeichnet sich aus durch einen hohen Grad an Intransparenz. Die Folge davon sind Informationsdefizite und Unsicherheiten der Akteure. Verstärkt wird diese Tatsache dadurch, dass Projektentwicklungen eine lange Kapitalbindungsdauer aufweisen und nur begrenzt innerhalb eines kurzen Zeitraums liquidierbar sind.

Dennoch sind auf Seiten privater und institutioneller Investoren klar steigende Investitionsvolumina für Projektentwicklungen feststellbar.

Die auf Basel II[23] basierenden Eigenmittelvorschriften haben Auswirkungen auf die traditionellen Finanzierungsmethoden für Projektentwicklungen. Insbesondere Projektentwickler mit Eigenentwicklungen, welche traditionellerweise mit hohen Anteilen an Fremdkapital gearbeitet haben, bekunden vermehrt Finanzierungsschwierigkeiten, wenn sie im Sinne eines Trader Developer noch keinen Endnutzer, Käufer oder Investor vorweisen können. Die klassische Bankfinanzierung verteuert sich und wird zudem zunehmend restriktiv angewendet.

Für solche Projektentwicklungen durch Trader Developer wird die Eigenmittelbeschaffung somit zum zentralen Element. Verschärft wird die Situation durch die der Projektentwicklung zu Grunde liegenden Risiken wie den langen, unberechenbaren Entwicklungszyklen, welche ohnehin eine Diversifikation mit Entwicklungsprojekten in verschiedenen Stadien wünschenswert machen.

Die Abkehr von der klassischen Fremdfinanzierung ist eine Herausforderung mit einem grossen Chancenpotential.

Einerseits besteht die Möglichkeit als reiner Dienstleister, sog. Service Developer, tätig zu werden. Ein gangbarer Weg, welcher dem Projektentwickler jederzeit offensteht.

[23] „Die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht Ende Juni 2004 verabschiedete neue Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) bezweckt die Stärkung der Sicherheit und Zuverlässigkeit des Finanzsystems, die Verbesserung der Wettbewerbsgleichheit und eine vollständigere Erfassung der Risiken." „Neu werden die operationellen Risiken getrennt von den Kreditrisiken betrachtet und sind ebenfalls mit eigenen Mitteln zu unterlegen." (Quelle: EBK | www.finma.ch)

Allerdings verzichtet der Projektentwickler dadurch weitgehend auf Gewinn- und Mitbestimmungsrechte.

Die erschwerte Aufnahme von Fremdkapital verschiebt das Augenmerk auf Finanzierungsformen mit grösserem Eigenkapitalcharakter.

Allerdings tangieren Kapitalbeteiligungen mit Eigenkapitalcharakter grundsätzliche unternehmerische Fragen.

Die Ungleichverteilung von Informationen, Know-How und Kapital führt zu Unsicherheiten zwischen dem Projektentwickler und Investor.

„Eine Nachvollziehbarkeit der Beziehungen im Spannungsdreieck zwischen Leistungserstellung, Wertschöpfung und Risiko im Hinblick auf eine transparente Honorarverteilung ist nicht gegeben"[24].

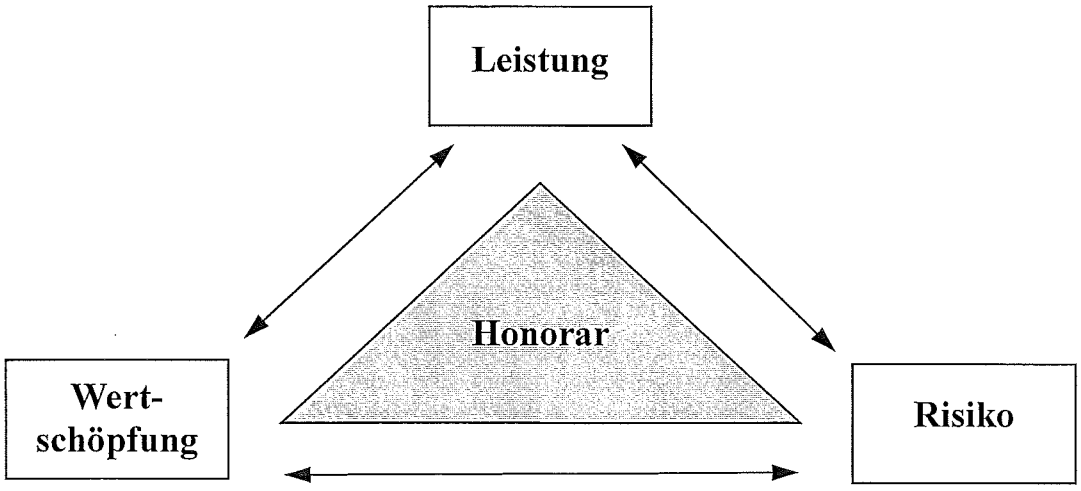


Abbildung 3: Spannungsdreieck einer projektweisen Kooperationsbeziehung in Projektentwicklungen
Quelle: Bone – Winkel / Fischer, Leistungsprofil, S. 573

[24] Bone – Winkel / Fischer, Leistungsprofil, S. 573

Durch die fehlende Quantifizierung wertbildender Bestandteile wie Bewertung von Konzept-Entwicklungen, Akquisitionsleistungen, Beschaffung von Finanzierungen, Verkaufs- und Marketingdienstleistungen gestaltet sich eine Honorarstruktur schwierig.

Es stellt sich die Frage, welche grundsätzlichen Probleme und Unsicherheiten sich bei der Zusammenarbeit zwischen dem Projektentwickler und dem Investor stellen.

Im Gegensatz zum Investor verfügt der Projektentwickler in Bezug auf den Projekt-Entwicklungsmarkt über einen Informationsvorsprung. Diese Informations-Asymmetrie bildet die Grundlage für die Nutzenerwartung der beiden Vertragspartner. Diese Asymmetrie wird verstärkt durch die Tatsache, dass beide Akteure ihre eigenen Qualitäten und Absichten besser kennen als ihr Gegenüber und wird somit als Verhaltensunsicherheit wahrgenommen. Dabei unterscheidet man vier Typen von Verhaltensunsicherheiten:

1. Qualitätsunsicherheit (Hidden Characteristics)
2. Versteckte Absicht (Hidden Intention)
3. Verstecktes Handeln (Hidden Action)
4. Versteckte Information (Hidden Information)

Alle Typen der Verhaltensunsicherheit können jeweils vor (ex ante) oder nach (ex post) Vertragsabschluss auftreten.

Die Qualitätsunsicherheit ist eine Verhaltensunsicherheit, die auf Grund der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen den Vertragspartnern besteht. Die Beurteilung der Qualität und der Leistung des Vertragspartners ist ex ante schwierig, somit besteht eine Unsicherheit in der Wahl des richtigen Vertragspartners.

Verstecktes Handeln beschreibt eine Verhaltensunsicherheit, die entsteht, wenn der Investor auf Grund von Umwelteinflüssen eine Beurteilung der Leistung des Projektentwicklers nicht eindeutig zuordnen kann. Das Ergebnis, welches zu Stande kommt auf Grund exogener Risiken und der Leistung des Projektentwicklers kann nicht eindeutig differenziert werden. „Denn Faulheit und Glück können dasselbe bewirken

wie Fleiss und Pech."[25] Die Gefahr dabei ist, dass dieser Umstand den Projektentwickler zu opportunistischem Verhalten verleiten kann. Hier entsteht ein klassischer Interessenkonflikt. Der Investor ist davon abhängig, dass der Projektentwickler sein ganzes Können und seinen ganzen Fleiss in das Entwicklungsprojekt einbringt. Der Projektentwickler selber optimiert in dieser Situation seinen Nutzen indem er den Ressourceneinsatz entsprechend steuern kann, was ein mögliches Feld für ein moralisches Fehlverhalten zu Lasten des Investors sein kann. Das Ausmass des opportunistischen Verhaltens ist allerdings für den Investor sehr schwer festzustellen.

Eine weitere Dimension opportunistischen Verhaltens entsteht durch mögliche versteckte Absichten beider Vertragspartner nach Vertragsabschluss. Da bei der Vertragsgestaltung ex ante nicht alle möglichen Determinanten bestimmt werden können, ergeben sich auf Grund der asymmetrischen Informationsverteilung ex post Möglichkeiten für beide Vertragspartner, Vertragslücken opportunistisch zu ihren Gunsten auszunutzen.

Als Lösungsmöglichkeit müsste sich der Investor die Stimmenmehrheit sichern um Werte und Ziele während des Projektablaufs entsprechend anzupassen.

Im Weiteren fällt auch unter diese Verhaltensunsicherheit die Möglichkeit, vom Know-How des Vertragspartners vor Vertragsabschluss zu profitieren und diese erhaltenen Informationen zu seinen Gunsten zu verwenden. Insbesondere der Projektentwickler muss für seine Überzeugungsarbeit einen Grossteil seines Projekt-Know-Hows bekannt geben um einen potentiellen Investor überzeugen zu können. Denn dieser kann grundsätzlich sein Interesse nur vortäuschen um kostenlos an Informationen zu gelangen, welche er für einen möglichen Alleingang weiterverwenden kann.

Eine weitere Dimension der Verhaltensunsicherheit, die versteckte Information, bezieht sich ex ante auf die Unsicherheit des Investors im Hinblick auf den Informationsstand des Projektentwicklers. Der Leistungsaufwand, welcher der Projektentwickler nach

[25] Spreemann, Investition und Finanzierung, S. 94

Vertragsabschluss noch zu leisten hat, ist dem Investor nicht bekannt. Für den Projektentwickler besteht der Anreiz, seinen Informationsstand zu seinem Nutzen zu manipulieren und die Vertragsverhandlungen entsprechend zu seinen Gunsten zu beeinflussen.

Die Ausprägungen der Verhaltensunsicherheit und die Existenz dieser asymmetrischen Informationsverteilung sind für einen Investor ein, wenn nicht das zentrale Element, in seiner Entscheidungsfindung. Ohne eine Struktur, welche diesen Interessenausgleich schafft, falsche Anreize eliminiert und eine Risiko-Symmetrie vorsieht, sind Vertragsverhandlungen zum Scheitern verurteilt.

Die Lösung aus diesem Dilemma besteht in der Bereitschaft, einen möglichen Moral Hazard, der dadurch entsteht, dass der Investor zwischen exogenen Risiken und Verhaltensrisiken nicht unterscheiden kann, zu eliminieren und somit den daraus möglichen diskretionären Spielraum seines Gegenübers zu beschränken. Die Beschränkung opportunistischen Verhaltens kann grundsätzlich durch Anreize oder Kontrolle erfolgen.

3.3.1 Designs der Kooperation

„ In Situationen asymmetrischer Information sind blosse marktwirtschaftliche Gestaltungen der Kooperation[26] (...) nicht ausreichend."[27] Das Design einer Kooperation, welches hier über den reinen Begriff Vertrag hinausgeht, muss für beide Akteure einen Mehrwert bringen. Dabei unterscheidet man harte Designs (e.g. Vertragsstrafen, Garantien, Gewinnbeteiligung), welche eine Wirkung analog zu Kontingenzverträgen entfalten oder weiche Designs (e.g. Prestige, Lob, Auskunftspflichten), welche nicht ex ante präzisiert werden oder welche nur situativ zur Anwendung gelangen.

[26] Als marktwirtschaftliche Kooperation kann man beispielsweise einen Kontingenzvertrag (contigent claim) benennen; einen Vertrag, dessen Gegenleistung an gewisse Bedingungen (auch Unsicherheiten) geknüpft ist.
[27] Spreemann, Investition und Finanzierung, S. 632

3.3.1.1 Signalling

Die Komplexität der Projektentwicklungstätigkeit und die herrschende Verhaltensunsicherheit vor Beginn der Kooperation verlangt vom Projektentwickler eine glaubwürdige Manifestation seiner Fähigkeiten und Qualitäten. Der Projektentwickler muss daher gegen aussen signalisieren, dass seine Bemühungen ernsthafter Natur sind und diese geneigt sind, die Verhaltensunsicherheit zu reduzieren.

Ziel dieses Signalling ist der Abbau von Informations-Asymmetrien und der Versuch, den Investor von der Leistungsfähigkeit des Projektentwicklers zu überzeugen. Idealerweise erfolgt dies durch die Präsentation des gegenwärtigen Projektstandes, was dem Investor einen Einblick in die Arbeitsweise des Projektentwicklers ermöglicht. Besteht die Gefahr, dass das Signalling zu opportunistischem Verhalten des Investors führen könnte, so kann dies unter zu Hilfenahme anderer Referenzprojekte entschärft werden. Somit gelangen nicht zu viele sensible Informationen vor Abschluss der Kooperation zur Kenntnis des Investors und dennoch erhält der Investor eine glaubwürdige Signalwirkung.

Im Weiteren ist ein transparenter Leistungskatalog mit einer detaillierten Honorarstruktur für die Leistungsbeurteilung unabdingbar. Der Investor kann basierend auf diesen Unterlagen die Leistungsfähigkeit des Projektentwicklers beurteilen und Vergleiche mit anderen Mitbewerbern anstellen.

In der Regel sind solche Leistungsverzeichnisse, Honorarregelungen und Honorarfälligkeiten das Kernstück der Vertragsverhandlungen zwischen Projektentwickler und Investor. Auch entstehen durch solche Signalisierungs-Massnahmen Kosten (sog. Bonding Costs), welche jedoch auf der anderen Seite Verhaltensunsicherheiten verringern und die Qualitätssicherheit des Investors erhöht und somit die Kosten für dessen Controlling verringern (Monitoring Costs).

„Eine Honorarstruktur, welche fair und den Marktverhältnissen der erbrachten Leistungen und vor allem der Risikoneigung angepasst ist, wird durch den Projektentwickler als anreizschaffend wahrgenommen“[28].

3.3.1.2 Ex post Anreiz- und Kontrollsysteme

Als nachvertragliche Verhaltensunsicherheit bezeichnet man einerseits das Phänomen des Moral Hazard. Hier ist insbesondere von Relevanz, dass der Investor auf Grund des Ergebnisses nur bedingt Rückschlüsse auf die Leistung des Projektentwicklers schliessen kann. Zudem beeinflussen die Handlungen des Projektentwicklers das Ergebnis direkt. In diesem Sinne ist eine Anreizstruktur zu schaffen, welche gemäss einer Zielkongruenz die Ziele des Projektentwicklers und die Ziele des Investors in Einklang bringt.

Ein Instrument zur Steuerung der Verhaltensunsicherheit ist die Aufteilung in fixe und variable bzw. erfolgsabhängige Honorarbestandteile. Die Bereitschaft des Projektentwicklers, einen grossen Honorar-Anteil auf erfolgsabhängiger Basis zu beanspruchen, zeugt einerseits von seiner Risikobereitschaft und zeigt andererseits dessen Glauben an den Projekterfolg.

Eine andere Form eines Kooperations-Designs, welche die Problematik der Verhaltensunsicherheit weitgehend löst, ist die vertikale Integration. Diese kommt gerade in Kooperationsbeziehungen, in denen exogene und endogene Einflüsse nicht abschliessend geregelt werden können oder sich eine Regelung als zu aufwendig erweist zur Anwendung. Als alternative Möglichkeit kämen grundsätzlich Langfrist-Verträge in Frage, welche allerdings sämtliche denkbaren Entwicklungen vorwegnehmen müssten, was eine grosse Schwierigkeit darstellt. Können nicht alle möglichen Entwicklungen vertraglich geregelt werden, entsteht die Problematik des Holdup[29].

[28] Bone / Fischer, Leistungsprofil und Honorarstrukturen, S. 578
[29] Holdup in diesem Sinne bezeichnet opportunistisches Verhalten einer Vertragspartei nach Vertragsabschluss in den Bereichen, welche vertraglich ex ante nicht bindend geregelt worden sind.

Aus diesem Grund muss sich der Investor Verfügungs-, Eigentums- oder Mitwirkungsrechte beschaffen um damit einem möglichen Holdup vorzubeugen. Grundsätzlich können auch soziale Werte- oder Strafsysteme die Ausnutzung des diskretionären Spielraums einschränken und somit die Anwendung dieser harten und teuren Designs für den Investor vermeiden helfen. „Je mehr ein soziales Werte- und Strafsystem die vielfältigen Probleme des Grundtyps Holdup reduziert, desto weniger sind in der Gesellschaft Hierarchie und Ressourcen-Konzentration erforderlich."[30]

Die obigen Ausführungen benennen die Gründe, warum das Design des Beteiligungsverhältnisses Investoren oft davon abhält, Investitionen zu tätigen und zeigen, dass, solange diskretionäre Handlungsspielräume nicht im Sinne einer partnerschaftlichen Zusammenarbeit eliminiert werden, eine nachhaltige Kooperation zwischen Investor und Projektentwickler behindert wird.

3.4 Möglichkeiten des Kapitalrückzugs für den Investor

Bei einer Investition in börsengehandelte Beteiligungspapiere besteht in der Regel ein liquider Handel, welcher dem Investor erlaubt, jederzeit seine Anteile zum Marktpreis zu verkaufen. Diese schnelle Liquidationsmöglichkeit ist bei einem Investitionsvorhaben in eine Kommanditgesellschaft nicht gegeben. Allerdings ist es auch bei geschlossenen Private-Equity-Vehikeln durchaus üblich, Investorenkapital über einen Zeitraum von fünf bis acht Jahren zu binden.

Da die Kommanditgesellschaft nicht auf einen bestimmten Zeitraum begrenzt ist, muss der Investor als Kommanditär die Möglichkeit haben, die Kapitalanteile auf einen bestimmten Zeitpunkt zu kündigen. Gemäss Gesetz hat jeder Investor das Recht, bei Gesellschaften, welche auf unbestimmte Dauer errichtet worden sind, seinen Kapitalanteil zu kündigen.

Die gesetzliche Kündigungsfrist für Kommanditgesellschaften mit unbestimmter Dauer beträgt sechs Monate jeweils auf Ende des Rechnungsjahres. „Die Kündigung soll

[30] Spreemann, Investition und Finanzierung, S. 635

jedoch in guten Treuen und nicht zur Unzeit geschehen".[31] Anders bei Kommanditaktiengesellschaften steht hier das Kündigungsrecht nur den unbeschränkt haftenden Gesellschaftern zu.

Unter Berücksichtigung der Marktzyklen in der Immobilien-Projekt-Entwicklung erscheint eine Kündigungsfrist von sechs Monaten knapp. Im Weiteren hängt die operative Auswirkung im Wesentlichen davon ab, wie hoch der Anteil des Investors am Gesamtkapital ist. Bei einem Anteil von mehr als einem Drittel müsste somit ernsthaft die Liquidation der Gesellschaft ins Auge gefasst werden, sofern kein anderer Investor diesen Anteil übernehmen kann.
Besteht bei den im Portfolio enthaltenen Entwicklungsprojekten ein Belehnungsspielraum, so kann dieser durchaus für Kapitalrückzahlungen verwendet werden. Auf jeden Fall ist diese Möglichkeit im Gesellschaftsvertrag zu verankern.

Im Hinblick auf die Besonderheiten der Projektentwicklung erscheint eine vertraglich vereinbarte Kündigungsfrist von 12 Monaten jeweils auf Ende eines Geschäftsjahres für den ausscheidenden Gesellschafter als nicht übermässig. Die Kündigung jeweils auf Ende des Geschäftsjahres hat zudem den Vorteil, dass auf diesen Zeitpunkt eine stichtagsbezogene Bewertung der Gesellschaft stattfindet und somit die Wertermittlung des Gesellschafteranteils vereinfacht wird. Zudem erspart dies die Kosten einer allfälligen Zwischenbewertung.

Unter der Prämisse, dass jeweils der gesamte Jahresgewinn (unter Rückbehalt allfälliger Reserven für bauliche Garantieansprüche) an die Gesellschafter ausgeschüttet wird, sind keine stillen Reserven in der Bilanz enthalten. Entwicklungskosten der einzelnen Projekte werden bilanziell aktiviert und belasten somit erst im Jahre der Liquidation die Erfolgsrechnung.

Der scheidende Investor erhält auf den Kündigungszeitpunkt hin seinen Gewinnanteil für das abgeschlossene Geschäftsjahr sowie seinen Kapitalanteil ausbezahlt. Allfällige

[31] Art. 546 Abs. 2 OR

Anteile an nicht beanspruchten Garantierückbehalten werden nach Ablauf der Garantiefristen an die Gesellschafter vergütet.

Problematisch kann die Berechnung des Gewinn- oder Verlustanteils von Projekten sein, welche bis zum Datum des Ausscheidens zwar in der Realisierung sind, allerdings noch nicht abgeschlossen oder verkauft worden sind.

Grundsätzlich kann man sich auf den Standpunkt stellen, dass der Jahresabschluss der Gesellschaft Grundlage für die letzte Gewinnausschüttung bleibt. Allerdings eröffnet dies bei laufenden Projekten mit potentiell hohen Gewinnen oder Verlusten einen diskretionären Spielraum der geschäftsführenden Gesellschafter.

Im Wesentlichen hat hier der Gesellschaftsvertrag Klarheit zu schaffen und eine verbindliche Regelung zu treffen, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen Experten im Sinne einer Fairness Opinion.

3.5 Managementgebühren

Die Kommanditgesellschaft als Eigentümerin der Projekt-Entwicklungs-Grundstücke übt selber keine operativen Tätigkeiten aus. Aus Gründen der Transparenz ist die eigentliche operative Entwicklungstätigkeit der Kommandit-Gesellschaft in eine Management-Gesellschaft in Form einer Aktiengesellschaft ausgelagert. Die Leistungs- und Vergütungsstruktur wird zwischen den beiden Gesellschaften vertraglich verbindlich geregelt. Dabei wird Entwicklungstätigkeit im engeren Sinne ohne die Grundstücksicherung vollumfänglich von der Management-Gesellschaft verwaltet.
Sämtliche anfallenden Entwicklungskosten werden der Kommanditgesellschaft in Rechnung gestellt. Dabei handelt es sich ausschliesslich um Drittkosten. Die Vergütung der Management-Gesellschaft für ihre Management- und Koordinationsfunktion erfolgt ausschliesslich über die vereinbarte, erfolgsabhängige Performance Fee.

Für Ihre Projekt-Management-Leistungen (inkl. Maklergebühren) erhält die Management-Gesellschaft nach Projektabschluss ein Erfolgshonorar auf dem erzielten

Projektentwicklungsgewinn von 25%. Bei Entwicklungsprojekten, welche mit Verlust abschliessen, ist keine Vergütung geschuldet.

3.6 Steuerliche Behandlung

Die steuerliche Behandlung ist ein weiteres wesentliches Element bei der Investitionsentscheidung. Zum einen interessiert den Investor, welche steuerlichen Folgen Gewinnausschüttungen bei ihm direkt auslösen, dies unter Berücksichtigung der Prämisse, dass die Gesellschaft keine Gewinnanteile zurückbehält; zum anderen interessiert die Frage, inwieweit Aufwendungen der Gesellschaft oder eine erfolgsabhängige Management-Fee als Kostenfaktor steuerlich abzugsfähig sind.

3.6.1 Besteuerung auf Stufe Gesellschaft

Wesen und Ziel der Projektentwicklung ist die Schaffung eines Mehrwertes.
Durch die Entwicklungstätigkeit soll ein Mehrwert erzielt werden, der die Einstandskosten sowie die während der Entwicklungsphase aufgelaufenen Kosten übersteigt, d.h., dass bei einem Verkauf ein Gewinn realisiert werden soll.

Dieser Gewinn, der bei einem Verkauf des Entwicklungsprojektes realisiert wird, unterliegt zunächst der Grundstückgewinnsteuer. Die Grundstückgewinnsteuer ist eine Gewinnsteuer auf den realisierten Wertzuwächsen eines Grundstücks und als reine Objektsteuer ausgestaltet. Die Grundstückgewinnsteuer ist am Ort der gelegenen Sache, d.h. bei Immobilien-Entwicklungs-Projekten am Ort des Grundstücks bzw. der Liegenschaft zu versteuern. Bei der Ermittlung der Gewinne geht man zunächst davon aus, dass sämtliche mit der Projektentwicklung entstandenen Aufwendungen abzugsfähig sind, was grundsätzlich zu bejahen ist. Differenzierter ist die Frage zu betrachten, inwieweit das Honorar fix und/oder variabel einer Management-Gesellschaft, welche den ganzen Entwicklungsprozess leitet, abzugsfähig ist. Relevant ist hier zum einen die vertragliche Grundlage, ob es sich um ein branchenübliches Fixhonorar oder es sich wie bei der vorgeschlagenen Kooperations-Struktur um ein reines Erfolgshonorar handelt.

Grundsätzlich kann dies hier nicht abschliessend geklärt werden. Wesentlich ist auch die Frage, ob die Management-Gesellschaft und die Investment-Gesellschaft in Form einer Kommanditgesellschaft ihren statuarischen Sitz im gleichen oder in verschiedenen Kantonen haben. Abklärungen für den Kanton Nidwalden haben ergeben, dass eine Performance Fee von Rund 25% (inkl. Makler-Provisionen), welche ex ante vertraglich vereinbart wurde, voll abzugsfähig ist, sofern beide Gesellschaften ihren steuerlichen Sitz im Kanton haben.

Durch die Kleinräumigkeit der Schweiz ist es allerdings mehr als wahrscheinlich, dass Gesellschaftssitz und Ort des Entwicklungsobjektes nicht immer zusammenfallen und die Vielzahl kantonaler Steuergesetze führt somit zu einer Rechtsunsicherheit mit möglicherweise einschneidenden Folgen für die Performance.

In diesem Sinne ist es für diesen spezifischen Sachverhalt sinnvoll, ein Steuer-Ruling[32] mit der zuständigen Steuerbehörde anzustreben um unangenehme Überraschungen von vornherein auszuschliessen, was für einen Investor von grosser Wichtigkeit ist.

3.6.2 Besteuerung auf Stufe Gesellschafter

Das Einkommen von Personengesellschaften wie das von Kommanditgesellschaften wird den einzelnen Gesellschaftern anteilsmässig zugerechnet.[33]

Der Projekt-Gewinn nach Abzug der Performance Fee und nach Abzug der Grundstückgewinnsteuer wird nach Kapitalanteilen an die Gesellschafter ausgeschüttet. Diese Gewinnanteile werden den Gesellschaftern ausbezahlt und sind individuell von jedem Gesellschafter an seinem Wohnsitz als selbständiges Erwerbseinkommen (AHV, direkte Bundessteuer) zu versteuern. Die kantonale Einkommenssteuer ist mit dem Begleichen der Grundstückgewinnsteuer abgegolten, allerdings ist der Gewinnanteil für das übrige Einkommen satzbestimmend.

[32] Steuer-Rulings sind verbindliche Auskünfte kantonaler oder eidgenössischer Steuerbehörden zu Steuerfolgen einer zukünftigen Wirtschafts-Transaktion.
[33] Art. 10 Abs. 1 DBG

Da bei dem hier vorgestellten Konstrukt stets alle Gewinne ausgeschüttet werden (mit Ausnahme von allfälligen Garantierückbehalten, die verzögert zur Auszahlung gelangen) ergeben sich keine steuerfreien Kapitalgewinne.

4 Schlussbemerkung

Die Kapitalbeteiligung an kleinen Projekt-Entwicklungsgesellschaften kann für Investoren reizvoll und lukrativ sein.

Durch die beschränkte Anzahl Investoren möchte man gerade die aufwendige Regulierung, welche dem KAG unterstellten Gesellschaften unterliegen, verzichten ohne jedoch den Gedanken des Anlegerschutzes zu vernachlässigen. Das bedeutet, dass die wesentlichen rechtlichen und organisatorischen Vorkehrungen getroffen werden müssen um überzeugend Investoren zu gewinnen.

Die Konstruktion gemäss Anhang 1 überzeugt zum einen in Bezug auf die ausschliesslich auf Anreize basierende, investorenfreundliche Gebührenstruktur. Die Management-Gesellschaft, welche faktisch als Projektentwicklerin agiert, verdient nur bei einem erfolgreichen Projektabschluss Geld. Dies bedeutet, dass die Management-Gesellschaft ihre Eigenkosten bis zum Projektabschluss selber trägt und an einem zeitlich wie finanziell optimalen Ergebnis interessiert ist. Auch in der Kommandit-gesellschaft herrscht absolute Kosten-Transparenz ohne versteckte Kosten.

Zum anderen geben die in der Kommanditgesellschaft unbeschränkt haftenden Gesellschafter den Investoren die Gewähr, dass diese auf Grund dieser Haftung das zur Verfügung stehende Kapital wie ihr eigenes behandeln. Diese Haftungsbereitschaft als zentrales Vertrauenselement in diesem Kooperations-Design sichert die optimale Allokation des Gesellschaftskapitals und lässt keinen diskretionären Handlungs-spielraum für die beteiligten Akteure.

Die latente Gefahr für ein solches Konstrukt, das weder gesellschafts- noch steuerrechtliche Grauzonen auslotet, besteht von Seiten der Finanzmarktaufsicht. Die FINMA konfrontiert seit Inkrafttreten des KAG am 1. Januar 2007 vermehrt Investmentgesellschaften[34] mit dem Vorwurf, dass diese eine Investmentgesellschaft

[34] Rohner / Leder, Wenn Immobilienanlagen zu kollektiven Kapitalanlagen werden (erschienen in Finanz & Wirtschaft #64 vom 18. Aug. 2010)

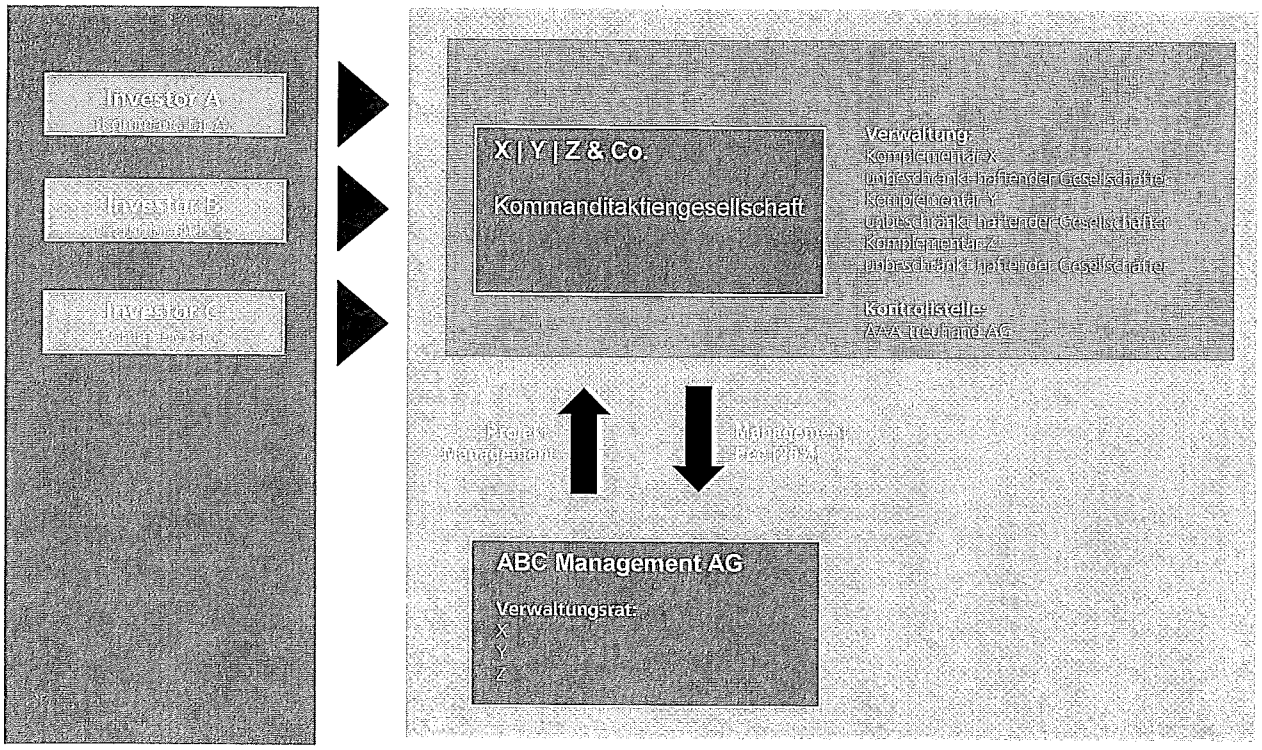
gemäss KAG betreiben, mit der Konsequenz, dass diese in eine gesetzmässige Form gemäss KAG überführt werden müssen oder andernfalls liquidiert werden.

Eine unmittelbare Gefahr für eine solche Unterstellung ist bei einem kleinen Investorenkreis mit qualifizierten Investoren, welche nicht über öffentliche Kanäle geworben wurden, gering. Dennoch muss diesem Umstand gebührend Rechnung getragen werden, zumal eine Kostenschätzung[35] für die Aufrecherhaltung einer KAG-konformen Managementstruktur auf mindestens CHF 500'000 geschätzt wird und somit für ein Investment-Vehikel in der beschriebenen Grösse untragbar ist.

[35] Mayer, kollektive Kapitalanlagen, S. 58

Anhang

4.1 Kooperations-Struktur



5 Literaturverzeichnis

Bone – Winkel, Stephan; Fischer, Carsten: Leistungsprofil und Honorarstrukturen in der Projektentwicklung. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Bone – Winkel, Stephan; Orthmann, Alexander; Schleich, Helmut: Die Entwicklung einer Nutzungskonzeption als Grundstein der Projektentwicklung. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Brueggemann, Wiliam B; Fisher, Jeffrey D.: Real Estate Finance & Investments. McGraw-Hill/Irwin, series in finance, insurance and real estate, 2002.

Byrne, Peter: Risk, Uncertainty and Decision-Making in Property Development. Taylor & Francis, second edition, 1996, Digital Printing 2005.

Conradi, Johannes; Wiemann Martin: Vertragsgestaltung bei der Projektentwicklung. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Geltner, David. M; Miller, Norman G.; Clayton, Jim; Eichholtz, Piet: Commercial Real Estate Analysis & Investments. Cengage Learning, Mason (USA), 2007.

Gruber, Carlo: Finanzierungswege für Immobilien-Projektentwicklungen in der Schweiz. Masterthesis CUREM, Zürich, 2009.

Handschin, Lukas: Gesellschaftsrecht in a nutshell. Dike Verlag AG, Zürich / St. Gallen, 2007.

Handschin, Lukas; Chou, Han-Lin: Die Kollektivgesellschaft, die Kommanditgesellschaft Art. 552 – 619 OR. Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Band V/4b, Schulthess Verlag, 2009.

Harris, Jack C.; Friedman, Jack P.: Barron's Real Estate Handbook. Barron's Educational Series, 2001.

Heberlein, Adrian: Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital 8SICAF) im Vergleich. Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 91, Schulthess Verlag, 2008.

Isenhöfer, Björn: Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Mayer, Ulrich B.: Inwiefern ist die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen ein geeignetes Finanzierungsvehikel für schweizerische Projektentwicklungsgesellschaften? Masterthesis CUREM, Zürich, 2008.

Miller, Norman G.; Geltner, David M.: Real Estate Principles for the new Economy. Thompson South-Western, 2005.

Schelbert, Philipp; Theus, Gabriela: Rechnungslegung und Bewertung von Immobilienanlagegefässen. Vorlesung CUREM 31. Okt. 2009, Zürich, 2009.

Schmals, Klaus M.: Projektentwicklung in postmodernen Gesellschaften. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Schulte, Karl-Werner : Rentabilitätsanalyse für Immobilienprojekte. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Schulte, Karl-Werner; Bone – Winkel, Stephan: Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht. In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Sotelo, Ramon: Projektentwickler und Investoren – welche Produkte für welche Kunden? In Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan et. al. (Herausgeber): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Auflage, 2008.

Spremann, Klaus: Investition und Finanzierung. 4. verb. Auflage. Oldenbourg Verlag München, 1991.

van Nell, Job: Theorie der Projektentwicklung. Vorlesung CUREM 29. Jan. 2010, Zürich, 2010.

6 Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AHV	Alters- und Hinterlassenenversicherung
Art.	Artikel
BewG	Bundesgesetz vom 16. Dezember 1983 über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG)
bzw.	beziehungsweise
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer
d.h.	das heisst
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
e.g.	exempli gratia
ff	fortfolgende
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
i.d.R.	in der Regel
i.V.m.	in Verbindung mit
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz)
lit.	litera
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
u.a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch
Ziff.	Ziffer

7 Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Projektentwicklungsprozess

Abbildung 2: Wertschöpfungsprozess der Projektentwicklung

Abbildung 3: Spannungsdreieck einer projektweisen Kooperationsbeziehung in Projektentwicklungen