

Financial Services Management – Band 12

Anne-Marie Becker

**Internationale
Projektfinanzierung in der
Immobilienwirtschaft**

Weißensee**Verlag**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

©Weißensee Verlag, Berlin 2015
www.weissensee-verlag.de

Alle Rechte vorbehalten

Umschlagbild: Entwurf des Neubaus der Europäischen Zentralbank
in Frankfurt am Main (©Stefan Laub, Wien, www.laublab.com)
Umschlagentwurf: Sascha Krenzin, Weißensee Verlag, Berlin

Printed in Germany

ISSN 1863-7663
ISBN 978-3-89998-234-3

Geleitwort

Die Finanzmarktkrise hat in den Jahren nach 2008 die Finanzierung von internationalen Immobilienvorhaben erschwert. Insbesondere haben sich Kreditinstitute bei der Vergabe von Darlehen als sehr zurückhaltend gezeigt. Somit gewinnen alternative Finanzierungsinstrumente an Bedeutung. Als ein typisches Beispiel kann die internationale Projektfinanzierung angesehen werden.

Band 12 der Schriftenreihe basiert auf einer Untersuchung, die Frau Anne-Marie Becker im Studiengang „Immobilienwirtschaft“ der HTW Berlin angestellt hat. Sie hat die Darstellung und den Vergleich der klassischen eigen- und fremdkapitalbasierten Finanzierungsinstrumente zum Gegenstand. Die Projektfinanzierung als ein vornehmlich kapitalmarktorientiertes Konstrukt ermöglicht im internationalen Maßstab auf Seiten von Projektgesellschaften eine höhere Flexibilität und eine gewisse Unabhängigkeit von Kreditinstituten. Frau Becker veranschaulicht am Beispiel der Londoner Büroimmobilie „30 St Mary Axe“ („The Gherkin“), inwieweit verschiedene Finanzierungsinstrument zum Einsatz kamen. Darüber hinaus zeigt sie auch den Misserfolg für Anleger auf Grund der Marktentwicklung am Londoner Büroimmobilienmarkt und der fehlerhaften Konstruktion eines geschlossenen Immobilienfonds auf. Es ist davon auszugehen, dass der Finanzierung durch Kreditinstitute auch künftig ein hoher Stellenwert zukommen wird. Dennoch werden strukturierte Finanzierungskonzepte weiter an Bedeutung gewinnen.

Frau Becker erhielt für ihre Studie den Förderpreis 2014 des Berliner Instituts für Bankunternehmensführung (www.bifbu.de). Der Preis ist mit einer finanziellen Zuwendung verbunden, den die Förderbank des Landes Brandenburg, Potsdam zur Verfügung stellte.

Ich wünsche dem Band 12 und allen anderen Publikationen der Reihe „Financial Services Management“ zahlreiche und aufmerksame Leser.

Berlin, im Frühjahr 2015

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner

Vorsitzender des Vorstandes,
Berliner Institut für Bankunternehmensführung

Inhalt

Abbildungsverzeichnis	10
Abkürzungsverzeichnis	11
1 Einführung	13
1.1 Problemstellung	13
1.2 Zielstellung	14
1.3 Gang der Untersuchung	14
2 Theoretischer Hintergrund	17
2.1 Charakteristika gewerblicher Projektentwicklungen	17
2.2 Internationale Projektfinanzierung	18
2.2.1 Definition und Ursprung	19
2.2.2 Ziel und Intention	20
2.2.3 Abgrenzung zu anderen Finanzierungsformen	22
2.3 Varianten des Projektfinanzierungskonzeptes	25
2.3.1 Non-Recourse Financing	25
2.3.2 Limited-Recourse Financing	26
2.3.3 Full-Recourse Financing	27
2.4 Akteure im Rahmen internationaler Projektfinanzierungen	27
2.5 Grundformen der Vertragsstruktur	30
2.6 Phasen der Projektfinanzierung	33
2.7 Risikoanalyse internationaler Projektfinanzierungen	36
2.7.1 Risikobegriff und Risikoanalyse	36
2.7.2 Identifikation und Steuerung relevanter Projektrisiken	37
2.7.3 Risikomanagement	40
2.8 Projektsicherheiten	41
2.9 Zwischenfazit	42

3	Instrumente der internationalen Projektfinanzierung	45
3.1	Klassische Finanzierungsformen	45
3.1.1	Eigenkapital	45
3.1.2	Fremdkapital	47
3.2	Alternative Finanzierungsformen	50
3.2.1	Eigenfinanzierungsinstrumente	50
3.2.2	Fremdfinanzierungsinstrumente	52
3.2.3	Mezzanine Finanzierungsinstrumente	54
3.2.4	Sonderformen	56
3.3	Zwischenfazit	62
4	Die Finanzierung des Projektes „30 St Mary Axe“	63
4.1	Das Projekt „30 St Mary Axe“	63
4.2	Die Finanzierung aus Sicht der Swiss Re	64
4.3	Die Finanzierung aus Sicht der IVG Immobilien AG	66
4.3.1	Charakteristika geschlossener Immobilienfonds	66
4.3.2	Der EuroSelect 14	67
4.4	Zwischenfazit	72
4.5	Ausblick	73
5	Schlussbetrachtung	75
6	Quellenverzeichnis	77

1 Einführung

1.1 Problemstellung

Enorme Investitionssummen, ein langer Entwicklungszeitraum, neoterische Planungs- und Realisierungsbedingungen – all das sind Herausforderungen, denen Projektentwicklungsunternehmen in Bezug auf die Verwirklichung internationaler Immobilienprojekte gegenüber stehen.¹ Erschwerend hinzukommt, dass die Finanzierungsbereitschaft der Banken in jüngster Vergangenheit als zurückhaltend eingeschätzt werden kann. Begründet liegt dies u. a. in den steigenden Eigenkapitalanforderungen, mit denen sich Banken in der Europäischen Union im Zuge von Basel III konfrontiert sehen.² Die Geschehnisse der Subprime-Krise führten dazu, dass Kreditinstitute weltweit ihre Risikopolitik reformierten und infolge dessen ein selektiveres Vorgehen in Bezug auf die Vergabe von Darlehen an den Tag legen. Aufgrund der Unsicherheit, die mit der Finanzierung von Immobilienprojekten – speziell im internationalen Kontext – einhergeht, ist jene Sparte primär von der verhaltenen Finanzierungsbereitschaft dieser betroffen.³

Infolgedessen gewinnen alternative Instrumente der Kapitalbeschaffung in der Projektfinanzierung, aber auch in der Immobilienwirtschaft in Gänze, zusehends an Bedeutung. Forciert wird diese Entwicklung durch die Tatsache, dass die kurzfristige immobilienbasierte Kapitalanlage seitens der Anleger eine zunehmende Popularität verzeichnet und somit eine steigende Nachfrage in diesem Segment festzustellen ist.⁴ Galten Immobilien in der Vergangenheit vornehmlich als langfristige Investments, führten u. a. die verhaltenen Renditeaussichten traditioneller Geldanlagen – wie z. B. Staatsanleihen – in den letzten Jahren dazu, dass sich ein breiterer Markt für kurzfristige Immobilieninvestitionen etablierte.⁵

Nicht zuletzt verstärken auch die in den letzten Jahren und Jahrzehnten anhaltend steigenden Investitionssummen, die insbesondere mit gewerblichen Immobilienprojekten einhergehen, den Kapitalbedarf der Projektentwicklungsunternehmen. So stellt die Finanzierung eines Projektes jene in der heutigen Zeit oftmals vor eine

1 Vgl. Nestel (2001): Einführung in die Gewerbe-Immobilie – Akteure, Typen und Anlageformen, S. 252

2 Vgl. Jumpertz (2013): Konkurrenz für den Kredit, S. 56

3 Vgl. Bloss; Ernst; Häcker; Eil (2009): Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise [...], S. 15 ff.

4 Vgl. Brauer (2009): Grundlagen der Immobilienwirtschaft [...], S. 517

5 Vgl. Pohl; Vornholz (2010): Global Markets Real Estate. Immobilien-Investmentmarkt [...], S. 4 ff.

größere Herausforderung als beispielsweise die Neuartigkeit der baulichen Realisierungsbedingungen.⁶

1.2 Zielstellung

Zielsetzung der vorliegenden Studie ist es, auf Basis einer Identifikation der besonderen Anforderungen, die mit der Finanzierung internationaler gewerblicher Immobilienprojekte einhergehen, die in der Praxis verfügbaren Finanzierungsinstrumente im Hinblick auf ihre Eignung zu prüfen.

1.3 Gang der Untersuchung

Auf Basis einer Darstellung der theoretischen Grundlagen in Bezug auf die Finanzierung internationaler Gewerbeimmobilienprojekte, analysiert und bewertet die vorliegende Studie sowohl klassische als auch alternative Konzepte dieser besonderen Form der Kapitalbeschaffung.

Der erste Part der Abfassung nimmt zunächst eine Charakterisierung der Begriffe „gewerbliche Projektentwicklung“ sowie „internationale Projektfinanzierung“ vor. Darüber hinaus werden die verschiedenen Varianten und die möglichen Akteure dieser dargestellt. Ferner widmet sich jenes Kapitel einer Betrachtung vertraglicher Grundstrukturen und der einzelnen Phasen einer Projektfinanzierung. Auch die, im Rahmen dieser, notwendige Risikoanalyse einhergehend mit potentiellen Sicherheiten erfährt in diesem Zusammenhang eine Untersuchung.

Die Prüfung der diversen Projektfinanzierungsinstrumente ist Gegenstand des zweiten Teiles dieser Arbeit. Untergliedert in Eigen- und Fremdkapital finden in diesem Zusammenhang zunächst die klassischen Formen der projektspezifischen Kapitalbeschaffung eine Betrachtung. Daneben widmet sich jener Teil der Ausarbeitung einer Erforschung alternativer Konzepte in diesem speziellen Kontext. So finden neben neuartigen Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumenten auch das Mezzanine-Kapital sowie Sonderformen, wie z. B. Fonds oder Immobilienverbriefungen, eine Analyse.

Der dritte Part nimmt einen Exkurs in die internationale immobilienwirtschaftliche Praxis vor. In diesem Kontext findet eine Betrachtung des Londoner Büroobjektes „30 St Mary Axe“ im Hinblick auf dessen zugrunde liegende Finanzierungsstruktur

⁶ Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 166

2 Theoretischer Hintergrund

Das vorliegende Kapitel widmet sich einer Darstellung der theoretischen Grundlagen in Bezug auf die Finanzierung internationaler Gewerbeentwicklungen. Auf Basis der Charakterisierung gewerblicher Immobilienentwicklungen erfolgt in diesem Zusammenhang eine Untersuchung des Konzeptes der internationalen Projektfinanzierung. Neben den verschiedenen Varianten dieser speziellen Form der Kapitalbeschaffung finden u. a. eine Betrachtung der beteiligten Akteure und möglichen Organisationsstrukturen sowie eine Analyse der potentiellen Risiken statt.

2.1 Charakteristika gewerblicher Projektentwicklungen

Gewerbeimmobilien stellen eine Gattung des Wirtschaftsgutes „Immobilie“ dar, die sich durch eine überwiegende bzw. vollständige Nutzung zu gewerblichen Zwecken kennzeichnet. Dies schließt folglich sämtliche Flächen ein, deren Nutzung durch die Produktion von Gütern oder Dienstleistungen bzw. die Distribution dieser geprägt ist.⁷ Der Begriff der „Immobilie“ beschreibt in diesem Zusammenhang Wirtschaftsgüter, die aus unbebauten oder bebauten Grundstücken bestehen. Im Falle einer Bebauung schließt der Begriff dabei zugehörige Gebäude und Außenanlagen ein.⁸

Immobilien unterliegen einem typischen Lebenszyklus, an dessen Anfang die Projektentwicklung steht.⁹ Diese repräsentiert einen ganzheitlichen Prozess, im Rahmen dessen die Faktoren Standort, Kapital und Projektidee mit der Zielsetzung kombiniert werden, ein Immobilienobjekt zu erschaffen, welches vorab definierte Kriterien erfüllt. Dazu zählen u. a. die einzelwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit, eine gesamtökonomische Umwelt- und Sozialfähigkeit, die Sicherung und Schaffung von Arbeitsplätzen sowie die Gewährleistung einer rentablen Nutzbarkeit.¹⁰ Im Hinblick auf die Immobilienwirtschaft erfolgt eine Abgrenzung des Begriffes „Projektentwicklung“ in Bezug auf deren Leistungsspektrum. So umfasst die „Projektentwicklung im engeren Sinne“ alle Phasen von der Projektidee bis hin zu deren Realisierung, während die Realisierung im Rahmen der „Projektentwicklung im mittleren Sinne“ als Teil dieser angesehen wird.¹¹ Darüber hinaus existiert der Terminus der „Projektentwicklung im weiteren Sinne“. Jener erachtet den gesamten Lebenszyklus der

7 Vgl. Gondring (2009): Immobilienwirtschaft: Handbuch für Studium und Praxis, S. 17

8 Vgl. Schulte (2008): Immobilienökonomie: Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, S. 16

9 Vgl. Preuß; Schöne (2010): Real Estate und Facility Management: Aus Sicht Der Consultingpraxis, S. 8

10 Vgl. Diederichs (1994/1995): Grundlagen der Projektentwicklung: Teile 1 bis 4, S. 43

11 Vgl. Brauer (2009): Grundlagen der Immobilienwirtschaft [...], S. 613f.

einer nationalen bzw. internationalen Expansion einhergehend mit der Reduzierung von Risiken geprägt ist.³⁶

2.2.3 Abgrenzung zu anderen Finanzierungsformen

Obgleich sowohl die Projektfinanzierung als auch die klassische Unternehmensfinanzierung den Zweck verfolgen, Kapital für einen bestimmten Zweck bereitzustellen, weisen beide Finanzierungsformen grundlegende Unterschiede auf.³⁷ Im Mittelpunkt der Projektfinanzierung steht, anders als im Rahmen der Unternehmensfinanzierung, ein in sich abgeschlossenes Investitionsvorhaben und nicht das Unternehmen in Gänze. Als Darlehensnehmer einer Projektfinanzierung fungiert i. d. R. eine zu diesem Zwecke gegründete, üblicherweise wirtschaftlich und rechtlich eigenständige Projektgesellschaft: die sogenannte Special Purpose Company (kurz SPC).³⁸ Diese SPC dient ausschließlich der Abwicklung der projektbezogenen Geschäfte. Die Haftung hinsichtlich der im Rahmen des Projektes entstehenden Verbindlichkeiten beschränkt sich auf die Vermögensgegenstände dieser Gesellschaft. Ein Rückgriff auf die Sponsoren oder Bürgen des Vorhabens erfolgt somit üblicherweise nicht („Non-Recourse Financing“) bzw. lediglich in begrenzter Form („Limited-Recourse Financing“). Jedoch ist in seltenen Fällen vertraglich auch eine vollständige Haftung der Projektverantwortlichen vorgesehen („Full-Recourse Financing“; siehe dazu auch Kapitel 2.5).³⁹

Während die konventionelle Kreditfinanzierung im Zuge der Kreditwürdigkeitsprüfung auf vergangenheits- bzw. gegenwartsbezogenen Informationen zurückgreift, orientiert sich diese hinsichtlich der Projektfinanzierung ausschließlich an den zukünftig zu erwartenden Zahlungsströmen des Projektes.⁴⁰ So steht seitens der Fremdkapitalgeber nicht die statische Bonitätsanalyse der Projektsponsoren im Fokus der Darlehensanalyse, sondern die dynamische Prüfung der Qualität des Vorhabens. Folglich bildet, unter Berücksichtigung der damit verbundenen Risiken sowie des zu erwartenden Cashflows, das Projekt selbst die Grundlage der Finanzierung.⁴¹ Wenngleich der lange zeitliche Horizont immobilienbezogener Projektfinanzierungen und deren häufig immenses Volumen oftmals als besondere Charakteristika

³⁶ Vgl. Ebenda, S. 1090

³⁷ Vgl. Diederichs (2005): Immobilienmanagement im Lebenszyklus: [...], S. 110 f.

³⁸ Vgl. Frank; Haiss; Handrich (2004): Projektfinanzierung in der Bankenpraxis, S. 1088

³⁹ Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 12

⁴⁰ Vgl. Backhaus; Uekermann (1990): Projektfinanzierung – Eine Methode zur Finanzierung [...], S. 106

⁴¹ Vgl. Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 9

angeführt werden, repräsentieren jene Eigenschaften dennoch keine notwendigen Bedingungen dieser Finanzierungsform.⁴²

Die bedeutsamsten Kennzeichen der Projektfinanzierung stellen jedoch das Cashflow Related Lending, das Off-Balance Sheet Financing und das Risk Sharing dar, die im Folgenden eine eingehendere Betrachtung erfahren.⁴³

2.2.3.1 Cashflow Related Lending

Der Begriff des „Cashflow Related Lendings“ beschreibt die Darlehensvergabe und Festlegung der dazugehörigen Finanzierungsbedingungen auf Basis des Projekt-Cashflows.⁴⁴ Dieser Cashflow definiert sich als Finanzmittelüberschuss der mit einem Projekt verbundenen Ein- und Auszahlungen bezogen auf eine bestimmte Periode (z. B. ein Jahr) und errechnet sich in wie folgt.⁴⁵

Bruttoerlöse	
./. Erlösminderungen	
= Nettoerlöse	
./. Ausgaben (z. B. Personal-, Verwaltungsausgaben)	
= Projekt-Cashflow (vor Steuern und Finanzierungskosten)	
./. Steuern	
= Projekt-Cashflow (nach Steuern/Netto-Cashflow)	

Abbildung 1: Berechnung des Projekt-Cashflows⁴⁶

Im Rahmen der Projektfinanzierung stellt der Cashflow die Grundlage für die Bedienung sämtlicher projektbezogener Verpflichtungen, wie z. B. Zins- und Tilgungszahlungen, dar. Aufgrund der Tatsache, dass die Bedienung des eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals ausschließlich auf den durch das Projekt selbst generierten Zahlungsströmen basiert, ist die selbstständige wirtschaftliche Tragfähigkeit des

⁴² Vgl. Heintzeler (1982): Internationale Projektfinanzierung – aus der Sicht deutscher Banken, S. 283

⁴³ Vgl. Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 9

⁴⁴ Vgl. Backhaus; Uekermann (1990): Projektfinanzierung – Eine Methode zur Finanzierung [...], S. 106

⁴⁵ Vgl. Pape (2009): Grundlagen der Finanzierung und Investition; Mit Fallbeispielen [...], S. 216 ff.

⁴⁶ In Anlehnung an: Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 10

Projektes unabdingbar.⁴⁷ In diesem Zusammenhang ist eine tiefenscharfe und realistische Prognose des zu erwartenden Cashflows im Zuge der Projektplanung unabdingbar. Während potenzielle Fremdkapitalgeber diese zur Ermittlung der Verschuldungsfähigkeit eines Vorhabens heranziehen, dient sie den Eigenkapitalgebern als Möglichkeit, die Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals vorab einzuschätzen.⁴⁸

2.2.3.2 Off-Balance Sheet Financing

Wie im Rahmen dieses Kapitels bereits dargestellt, erfolgen die Planung und Realisierung immobilienwirtschaftlicher Projektentwicklungen i. d. R. mithilfe einer eigenständigen Projektgesellschaft: der Special Purpose Company. Diese Gesellschaft ermöglicht es den Sponsoren, im Rahmen des Projektes Fremdkapital aufzunehmen, ohne dass dies in den Bilanzen ihrer möglichen anderweitigen Unternehmungen in Erscheinung tritt.⁴⁹ Die Bilanzierung der Verbindlichkeiten erfolgt somit durch die Projektgesellschaft und ist seitens der Initiatoren als bilanzextern einzustufen (Off-Balance Sheet). Folglich führt die aus dieser Struktur resultierende Bilanzneutralität der Projektfinanzierung dazu, dass auch ein Projekt-Misserfolg i. d. R. keinen Einfluss auf die Bonität und finanziellen Kennzahlen der Sponsoren bzw. deren Unternehmen hat.⁵⁰

Des Weiteren schafft die Kredit- und Rechtsfähigkeit der SPC die Voraussetzung für die Finanzierung und somit Realisierung von Vorhaben, die die finanziellen Verhältnisse und/oder Kreditwürdigkeit der Initiatoren übersteigen.⁵¹

2.2.3.3 Risk Sharing

Das dritte maßgebliche Charakteristikum der Projektfinanzierung stellt das „Risk Sharing“ dar, im Rahmen dessen die mit einem Projekt verbundenen Risiken auf die verschiedenen Beteiligten (siehe dazu Kapitel 2.4) verteilt werden. Folglich weist die Projektfinanzierung damit ein Risikotragfähigkeitsprinzip auf, welches sich von der klassischen Unternehmensfinanzierung grundlegend unterscheidet.⁵² Während in Bezug auf diese i. d. R. das gesamte Vermögen eines Unternehmens für dessen Verbindlichkeiten haftet und überdies teilweise zudem das Privatvermögen der Eigen-

47 Vgl. Frank; Moser (1987): Internationale Projektfinanzierung [...], S. 34

48 Vgl. Backhaus; Uekermann (1990): Projektfinanzierung – Eine Methode zur Finanzierung [...], S. 106

49 Vgl. Frank; Haiss; Handrich (2004): Projektfinanzierung in der Bankenpraxis, S. 1088

50 Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 16 f.

51 Vgl. Uekermann (1992): Risikopolitik bei Projektfinanzierungen-Maßnahmen [...], S. 18

52 Vgl. Rösler; Mackenthun; Pohl (2002): Handbuch: Kreditwirtschaft, S. 381 f.

kapitalgeber, ist die Projektfinanzierung durch eine Aufteilung der Haftung geprägt.⁵³ Die Ursache dieses Risikotragfähigkeitsprinzips liegt dabei in den z.T. enormen Investitionssummen, die insbesondere mit gewerblichen Immobilien-Projektentwicklungen verbunden sind. Da jenes Kapital üblicherweise zu großen Teilen fremdfinanziert wird, stellen das Projekt und die damit einhergehenden prognostizierten Cashflows seitens der Darlehensgeber eine oftmals nur unzureichende Haftungsgrundlage dar.⁵⁴ Vor diesem Hintergrund erfolgt im Rahmen der Projektfinanzierung eine Aufteilung der projektbezogenen Risiken auf die beteiligten Akteure. In diesem Zusammenhang finden u. a. die Fähigkeiten dieser bezüglich der Steuerung und Kontrolle der verschiedenen Risiken Berücksichtigung.⁵⁵

Die Identifikation der konkreten Risiken, die im Zusammenhang mit internationalen Projektfinanzierungen zutage treten können, sowie Ansätze des damit verbundenen Risikomanagements erfolgen im Rahmen des Kapitels 2.7.

2.3 Varianten des Projektfinanzierungskonzeptes

In Abhängigkeit des Risikoprofils eines Projektes sowie des Haftungsumfanges, der den einzelnen Sponsoren im Rahmen ihres Engagements obliegt, sieht das Konzept der Projektfinanzierung drei grundlegende Gestaltungsformen vor: das Non-Recourse Financing, das Limited-Recourse Financing sowie das Full-Recourse Financing.⁵⁶ Diese sind Gegenstand der nachfolgenden Erläuterungen.

2.3.1 Non-Recourse Financing

Das Non-Recourse Financing stellt die reinste Form der Projektfinanzierung dar, im Rahmen derer der Haftungsumfang des Projektes auf die Kapital- und Sacheinlagen der Special Purpose Company beschränkt ist. Da ein Rückgriff auf die Sponsoren, der über diese Einlagen hinausgeht, seitens der Fremdkapitalgeber nicht möglich ist, wird dieses Konzept auch als „regressfreie Projektfinanzierung“ bezeichnet.⁵⁷ Dementsprechend fungiert die prognostizierte Ertragskraft des Vorhabens in Verbindung mit dem Vermögen der Gesellschaft als alleinige Haftungsgrundlage für sämtliche mit dem Projekt verbundene Verbindlichkeiten.⁵⁸ Das unternehmerische

53 Vgl. Backhaus; Uekermann (1990): Projektfinanzierung – Eine Methode zur Finanzierung [...], S. 106

54 Vgl. Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 11

55 Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 16 f.

56 Vgl. Prättsch; Schikorra; Ludwig (2007): Finanzmanagement, S. 203

57 Vgl. Gondring (2009): Immobilienwirtschaft: Handbuch für Studium und Praxis, S. 781

58 Vgl. Diederichs (2005): Immobilienmanagement im Lebenszyklus: [...], S. 115

Risiko des Projektes obliegt folglich den Fremdkapitalgebern, welche dieses i. d. R. nur dann einzugehen bereit sind, sollte das Projekt im Hinblick auf die Realisierung und Marktgängigkeit optimale Bedingungen aufweisen.⁵⁹ Überdies preisen die Darlehensgeber die von ihnen übernommenen Risiken in ihre Kalkulation ein, so dass sich aufseiten der Sponsoren die Finanzierungskosten erhöhen. Infolgedessen verringern sich die Ertragskraft des Projektes und damit auch die von Eigentümern der SPC erwartete Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals.⁶⁰

In der Praxis hängt die tatsächliche Verlagerung der mit dem Projekt verbundenen Risiken jedoch von einer Vielzahl von vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten ab. So können die Kreditgeber z. B. auch im Falle einer Non-Recourse-Finanzierung die auf sie übertragenen Risiken anhand von bestimmten Verhaltensaufgaben innerhalb des Darlehensvertrages reduzieren.⁶¹

2.3.2 Limited-Recourse Financing

Das Konzept der Projektfinanzierung, welches in der Praxis am häufigsten Anwendung findet, ist das Limited-Recourse Financing. Dieses ist gekennzeichnet durch einen begrenzten Haftungsumfang der Projektspensoren, der den Fremdkapitalgebern als zusätzliche Sicherheit zu dem Vermögen der SPC dient.⁶² Das im Kapitel 2.2.3.3 erläuterte Prinzip des Risk Sharings im Rahmen der Projektfinanzierung bildet dabei die Grundlage der Limited-Recourse-Finanzierung.⁶³ Die durch das Konzept vorgesehene Haftungsbegrenzung kann sich dabei in Form einer betragsmäßigen und/oder zeitbezogenen Restriktion widerspiegeln. Sind die Projektspensoren beispielsweise dem Darlehensgeber gegenüber verpflichtet, im Falle eines unzulänglichen Projekt-Cashflows ausstehende Zahlungen bezogen auf die zu leistende Kreditannuität bis zu einem bestimmten Betrag selbst zu finanzieren, liegt eine betragsmäßige Haftungsbegrenzung vor.⁶⁴ Die in der Praxis in diesem Zusammenhang häufiger anzutreffende Variante stellt jedoch die zeitliche Begrenzung von Rückgriffsansprüchen auf die Projektspensoren dar. Inwiefern sich der Haftungsumfang jener in Bezug auf ein konkretes Immobilienprojekt gestaltet, ist vertraglich geregelt und abhängig von den speziellen Bedingungen, denen das Vorhaben unterliegt.⁶⁵

59 Vgl. Jütte-Rauhut (1988): Internationale Marktregulierungen als Risikofaktor [...], S. 55

60 Vgl. Gondring (2009): Immobilienwirtschaft: Handbuch für Studium und Praxis, S. 781

61 Vgl. Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 14 f.

62 Vgl. Diederichs (2005): Immobilienmanagement im Lebenszyklus: [...], S. 115

63 Vgl. Abolins (1984): Projektfinanzierungen als Instrument für Joint-Venture-Finanzierungen, S.253

64 Vgl. Gondring (2009): Immobilienwirtschaft: Handbuch für Studium und Praxis, S. 781

65 Vgl. Russ; Bucksch (2007): Die Prüfung von Projektfinanzierungen, S. 593

2.3.3 Full-Recourse Financing

Während die bisher dargestellten Modelle der Haftungsübernahme seitens der Projektsponsoren diese von den möglichen Ansprüchen der Fremdkapitalgeber ganz bzw. teilweise befreit haben, sieht das Full-Recourse Financing eine umfassende Haftung dieser vor.⁶⁶ Wenngleich das Projekt mithilfe der rechtlich und wirtschaftlich eigenständigen Projektgesellschaft von den anderweitigen Unternehmungen der Sponsoren separiert ist, übernehmen jene eine umfängliche Haftung für die mit dem Projekt einhergehenden Risiken. Demnach sind die Rückgriffsrechte, die die jeweiligen Fremdkapitalgeber im Rahmen dieses vertraglichen Konstrukts innehaben, mit dem Konzept der konventionellen Unternehmensfinanzierung vergleichbar.⁶⁷ Da die Eigenschaft des Risk Sharing als Charakteristikum der Projektfinanzierung im Rahmen einer Full-Recourse-Finanzierung entfällt, unterscheidet sich das Konzept im Wesentlichen lediglich anhand der bilanzexternen Finanzierung von der allgemeinen Unternehmensfinanzierung.⁶⁸

Wie im Kapitel 2.2.3.1 dargestellt, basiert die Fremdkapitalaufnahme in Bezug auf das zu finanzierende Projekt auf dessen prognostizierter Ertragskraft (Cashflow Related Lending). Aufgrund der Tatsache, dass sich die Haftung unter Anwendung der Full-Recourse-Finanzierung auch auf die Sponsoren erstreckt, wird deren wirtschaftliche Situation in der Kreditvergabe berücksichtigt.⁶⁹ In Anbetracht dessen handelt es sich bei der Full-Recourse-Finanzierung nicht um eine klassische Form der Projektfinanzierung.⁷⁰

2.4 Akteure im Rahmen internationaler Projektfinanzierungen

Eine weitere signifikante Eigenschaft der Projektfinanzierung liegt in der Beteiligung einer Vielzahl von Akteuren. Insbesondere im Hinblick auf internationale Finanzierungen erfährt dieses Merkmal eine besondere Ausprägung.⁷¹ Der Erfolg einer Projektfinanzierung basiert zu einem nicht unerheblichen Umfang auf einer effektiven Zusammenarbeit der beteiligten Parteien. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese z.T. differierende Ziele verfolgen können. So intendieren die Lieferanten eines Immobilienprojektes beispielsweise möglichst hohe Preise in Bezug auf ihre Leistun-

⁶⁶ Vgl. Böttcher; Blattner (2013): Projektfinanzierung: Risikomanagement und Finanzierung, S. 22

⁶⁷ Vgl. Russ; Bucksch (2007): Die Prüfung von Projektfinanzierungen, S. 593

⁶⁸ Vgl. Rose; Cooper (1977): Oil and gas financing: An appraisal of current methods, S. 102

⁶⁹ Vgl. Gondring (2009): Immobilienwirtschaft: Handbuch für Studium und Praxis, S. 781

⁷⁰ Vgl. Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 13 f.

⁷¹ Vgl. Pfnür (2011): Modernes Immobilienmanagement [...], S. 151 f.

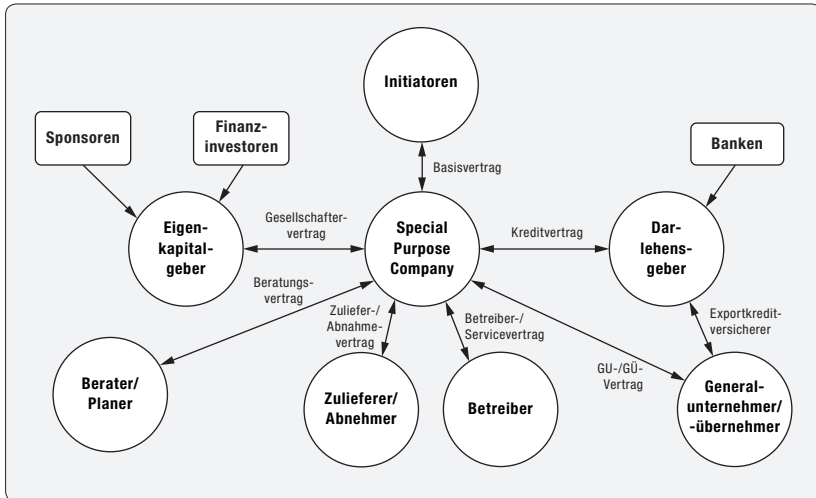


Abbildung 2: Vertragsstruktur der Projektaktueure⁹⁵

Wenngleich die vertragliche Gestaltung einer Projektfinanzierung deren individuellen Bedingungen und Zielen unterliegt, können in diesem Zusammenhang dennoch grundsätzliche Vertragsmodelle unterschieden werden. Die drei maßgeblichen vertraglichen Modelle, deren elementare Struktur in der immobilienwirtschaftlichen Praxis am häufigsten Anwendung findet, sind das Erwerber-, das Inhaber- sowie das Mietmodell. Diese finden in den nachfolgenden Abschnitten eine nähere Betrachtung.⁹⁶

Im Rahmen des Erwerbermodells, welches auch als BOT (Build Operate Transfer)-Modell bezeichnet wird, plant und errichtet die Special Purpose Company eine Immobilie und betreibt diese zunächst eigenständig. Im Anschluss daran erfolgt die Eigentumsübertragung des Projektes an den Endabnehmer, z. B. einen Staat oder ein Unternehmen.⁹⁷ Sowohl der Abnehmer des Projektes als auch der Zeitpunkt der Übergabe und der Preis stehen dabei bereits im Vorfeld dessen fest. Üblicherweise erfolgt die Initiierung des Vorhabens dabei durch den Endabnehmer selbst, der dieses an potenzielle Projektinteressenten ausschreibt. Ein Praxisbeispiel stellt in diesem Kontext die Errichtung eines Kernkraftwerkes dar, die durch einen Staat ausgeschrieben wird.⁹⁸ Die Projektgesellschaft, die diesbezüglich den Zuschlag erhält,

⁹⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an: Weber; Alfen; Maser (2006): Projektfinanzierung [...], S. 37

⁹⁶ Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 167

⁹⁷ Vgl. Schede; Pohlmann (2006): Vertragliche Grundlagen, S. 108 f.

⁹⁸ Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 168 f.

2.8 Projektsicherheiten

Wie bereits im Rahmen der vorliegenden Arbeit dargestellt (siehe dazu Kapitel 2.2.3, insbesondere 2.2.3.1), fungiert nicht die Bonität eines gesamten Unternehmens, sondern lediglich das Projekt selbst als Haftungsgrundlage in Bezug auf dessen Finanzierung. Mit dem Ziel, das Sicherheitsbedürfnis der Fremdkapitalgeber trotz dieses vorab begrenzten Haftungsumfanges zu befriedigen, erstreckt sich jener i. d. R. auf sämtliche Vermögensgegenstände des Projektes.¹⁵² Im Falle finanzieller Probleme der Sponsoren ermöglicht diese Vorgehensweise den Darlehensgebern die Weiterführung des Projektbetriebes, der wiederum die Grundlage dessen Schuldendeckungsfähigkeit bildet. Zudem wird auf diese Weise verhindert, dass einzelne Gläubiger dem Projekt bestimmte Vermögensgegenstände entnehmen und somit den laufenden Betrieb und die damit verbundene Generierung des Cashflows gefährden.¹⁵³ Das Sicherheitskonzept einer Projektfinanzierung basiert somit auf dem Erhalt dessen Ertragswertes und nicht – wie in Bezug auf die klassische Unternehmensfinanzierung – auf der Wahrung des Substanzwertes der Sicherheit.¹⁵⁴

Eine weitere Möglichkeit des Schutzes der Fremdkapitalgeberinteressen im Hinblick auf die Finanzierung immobilienwirtschaftlicher Projektentwicklungen stellen die dinglichen Sicherheiten dar. Diese räumen dem Begünstigten ein vorrangiges Zugriffsrecht auf einen bestimmten Vermögensgegenstand ein.¹⁵⁵ Vordergründiges Ziel der Einräumung jener dinglichen Rechte ist es wiederum, mögliche Ansprüche von Drittgläubigern abzuwehren und damit den Betrieb des Projektes zu gewährleisten. Insbesondere in Bezug auf internationale Projektfinanzierungen wird auf diese Weise zudem das Risiko einer staatlichen Enteignung verringert bzw. erschwert.¹⁵⁶ Hinsichtlich immobilienpezifischer Projektfinanzierungen stellen dingliche Sicherheiten an Grundstücken und den damit verbundenen Immobilien die bedeutsamste Form der Absicherung dar. Befindet sich das betreffende Grundstück im Eigentum der Special Purpose Company oder ist dieses Gegenstand eines Erbbaurechtes zugunsten jener, erfolgt die Bestellung einer Grundschuld zugunsten der Darlehensgeber.¹⁵⁷ Diese sieht i. d. R. eine Unterwerfung der SPC unter die unverzügliche Zwangsvollstreckung für den letztfälligen Teil der Grundschuld vor. Befindet sich das betrachtete Grundstück dagegen nicht im Eigentum der Projektgesellschaft, findet die Einräumung einer Dienstbarkeit Anwendung. Dienstbarkeiten räumen dem Begünstig-

¹⁵² Vgl. Tytko (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 9

¹⁵³ Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 209 f.

¹⁵⁴ Vgl. Ebenda, S. 209 f.

¹⁵⁵ Vgl. Brehm; Berger (2006): Sachenrecht, S. 202 ff.

¹⁵⁶ Vgl. Harries (1996): Sicherungsstrukturen der Projektfinanzierung, S. 21

¹⁵⁷ Vgl. Brehm; Berger (2006): Sachenrecht, S. 202 ff.

3 Instrumente der internationalen Projektfinanzierung

Wie bereits im Rahmen der vorliegenden Analyse konstatiert, ist jedes Immobilienprojekt einzigartig. Demnach bedarf es auch im Hinblick auf das damit verbundene Finanzierungskonzept einer individuellen Lösung, die dessen speziellen Bedingungen gerecht zu werden in der Lage ist. Den Ausgangspunkt für die Ermittlung einer geeigneten Finanzierungsstruktur stellen dabei das Risikoprofil des Vorhabens sowie die mit diesem verbundenen Ziele der einzelnen Projektbeteiligten dar.¹⁶⁴ Ein in diesem Zusammenhang probates Konzept kennzeichnet sich dabei durch ein angemessenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital (ggf. auch Mischformen aus diesen) und auf das Projekt zugeschnittene Darlehenslaufzeiten und Tilgungsmodalitäten. Vor dem Hintergrund der Risikostreuung sollte eine ideale Finanzierungsstruktur zudem den Einsatz unterschiedlicher Finanzierungsformen vorsehen und überdies ggf. Instrumente der Zinssicherung beinhalten.¹⁶⁵

Welche Finanzierungsinstrumente hinsichtlich internationaler Immobilienprojekte Anwendung finden, soll im Rahmen des vorliegenden Kapitels dargelegt werden.

3.1 Klassische Finanzierungsformen

Die nachfolgenden Abschnitte streben einen Überblick über die klassischen Finanzierungsinstrumente im Hinblick auf internationale Immobilienprojekte an. Entgegen der zunehmenden Bedeutung alternativer Formen der Kapitalbeschaffung (siehe dazu Kapitel 3.2) kommt jenen traditionellen Varianten nach wie vor ein fundamentaler Stellenwert im Rahmen der Projektfinanzierung zu. Inwiefern sich dieser charakterisiert, wird in diesem Zusammenhang u. a. anhand klassischer Bankkredite exemplifiziert.¹⁶⁶

3.1.1 Eigenkapital

Wenngleich der mit einem Immobilienprojekt verbundene Bedarf an finanziellen Mitteln üblicherweise zu einem Großteil mithilfe von Fremdkapital gedeckt wird, kommt dem Eigenkapital im Rahmen der Projektfinanzierung dennoch eine bedeutende Rolle zu. Dieses stellt die Ausgangsbasis der Fremdkapitalaufnahme dar, da

¹⁶⁴ Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 129

¹⁶⁵ Vgl. Böttcher; Blattner (2013): Projektfinanzierung: Risikomanagement und Finanzierung, S. 128 f.

¹⁶⁶ Vgl. Schmitt (1989): Internationale Projektfinanzierung bei deutschen Banken [...], S. 30

die Darlehensgeber eines Vorhabens regelmäßig die Leistung eines bestimmten Eigenkapitalbeitrages seitens der Projektsponsoren (und ggf. weiterer Investoren) voraussetzen.¹⁶⁷ Ziel dessen ist u. a. die Schaffung einer finanziellen Reserve im Falle unerwarteter Ausgaben während der Bauphase, in der das Projekt noch keine Einnahmen generiert. Darüber hinaus soll mithilfe der wirtschaftlichen Einbindung der Sponsoren deren nachhaltiges Engagement im Hinblick auf den Projekterfolg gewährleistet werden.^{168 169} Neben den Sponsoren können auch weitere Investoren als Eigenkapitalgeber eines Projektes auftreten. Beispiele hierfür stellen u. a. institutionelle Anleger, staatliche Instanzen aber auch Zulieferer oder Abnehmer des Vorhabens dar. Die Motive dieser liegen dabei z. B. in der Erzielung von Gewinnen oder der Förderung des Projekterfolges. Seitens der Sponsoren geht mit der Einbindung weiterer Investoren eine Minderung des durch sie zu erbringenden Eigenkapitalbeitrages einher.¹⁷⁰

Die Höhe des einzubringenden Eigenkapitals in Bezug auf die gesamte Investitionssumme ist abhängig von den individuellen Bedingungen, denen ein spezielles Immobilienprojekt unterliegt wie z. B. der Vorvermietungsquote oder der Risikobereitschaft des Fremdkapitalgebers.¹⁷¹ In der Praxis liegt diese jedoch i. d. R. zwischen ca. 15 und 40 Prozent des gesamten Finanzierungsbedarfs.^{172/173} Dennoch sind auch Projektfinanzierungen ohne jeglichen Einsatz von Eigenkapital möglich. In welcher Form das geforderte Eigenkapital zu leisten ist, ist wiederum Gegenstand der vertraglichen Vereinbarung des Einzelfalls. Neben Bareinzahlungen und der Bereitstellung von Ausrüstungsmaterial ist z. B. auch die Einbringung von Konzessionsrechten denkbar.¹⁷⁴

Aufgrund der Tatsache, dass das Eigenkapital die Bedingung der Darlehensaufnahme darstellt, erfolgt dessen Auszahlung erst, nachdem ein Großteil der Eigenmittel in die Special Purpose Company eingebracht wurde. Im Hinblick auf die Einhaltung der vertraglich festgelegten Eigenkapitalquote bedarf es im weiteren Projektverlauf einer kontinuierlichen Aufstockung des Eigenkapitals, insofern dieses zur Bedienung projektspezifischer Verpflichtungen herangezogen wurde.¹⁷⁵

167 Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 129

168 Vgl. Nevitt (1983): Project financing, S. 29

169 Vgl. Millauer (1985): Projektfinanzierung im Auslandsgeschäft [...], S. 25 f.

170 Vgl. Reuter (2010): Projektfinanzierung [...], S. 25 ff.

171 Vgl. Christians (1980): Der Staat soll Risiken mit absichern helfen, S. 23

172 Vgl. Kamann; Wiegel (1983): Internationale Projektfinanzierung, S. 229

173 Vgl. Heintzeler (1982): Internationale Projektfinanzierung – aus der Sicht deutscher Banken, S. 602

174 Vgl. Böttcher; Blattner (2013): Projektfinanzierung: Risikomanagement und Finanzierung, S. 129

175 Vgl. Heintzeler (1982): Internationale Projektfinanzierung – aus der Sicht deutscher Banken, S. 602

3.2.2.2 Schuldscheindarlehen

Das Konzept des Schuldscheindarlehens repräsentiert eine langfristige und großvolumige Sonderform des Kredites. Charakteristisch für dieses Finanzierungsinstrument ist es, dass der Gläubiger einen Schuldschein über das durch ihn vergebene Darlehen ausstellt. Anders als eine Schuldverschreibung verkörpert jener Schuldschein kein Wertpapier und ist demnach nicht börsenfähig. Dennoch verbrieft dieser das Recht des Fremdkapitalgebers auf Rückzahlung seines eingesetzten Kapitals sowie auf Entrichtung des vereinbarten Zinssatzes.²¹⁵ Darüber hinaus dient der Schuldschein als Nachweis über das Darlehen. Neben Banken kommen auch Kapitalsammelstellen, wie z. B. Versicherungen, Pensions- und Bausparkassen, als Kreditgeber eines Schuldscheindarlehens infrage. Im Hinblick auf die Finanzierung internationaler Immobilienvorhaben weist diese Form der Mittelbeschaffung den Vorteil auf, dass die Transaktionskosten als vergleichsweise gering eingeschätzt werden können.²¹⁶ Darüber hinaus erfolgt die Bereitstellung des Kapitals zeitnahe und ermöglicht aufgrund großer Volumina auch die Finanzierung von Projekten, mit denen ein hoher Investitionsbedarf einhergeht. Aufgrund der Tatsache, dass auch Kapitalsammelstellen als Darlehensgeber auftreten können, ist die Projektgesellschaft in Bezug auf die Wahl eines Kreditors vergleichsweise flexibel. Die Verbesserung ihrer Verhandlungsposition führt dazu, dass Schuldscheindarlehen i. d. R. geringere Zinssätze als vergleichbare Bankdarlehen aufweisen.²¹⁷

3.2.3 Mezzanine Finanzierungsinstrumente

Der aus der italienischen Renaissance stammende Begriff des „Mezzanine“ bezeichnete ursprünglich ein Zwischengeschoss, welches sich zwischen zwei regulären Etagen eines Hauses befand. Daraus abgeleitet entstand der Terminus des Mezzanine-Kapitals, das eine Zwischenform zwischen Eigen- und Fremdkapital repräsentiert, da es Eigenschaften beider vereint.²¹⁸ Mezzanine Finanzierungsinstrumente, die u. a. im Hinblick auf die Immobilienfinanzierung in jüngster Vergangenheit stetig an Bedeutung gewonnen haben, werden in drei Kategorien untergliedert. Das sogenannte „Senior Mezzanine“, das beispielsweise Nachrang- oder auch Verkäuferdarlehen umfasst, weist eine Fremdkapitalausrichtung auf, deren Wesen durch eine feste bzw. variable Zinsstruktur geprägt ist. Dagegen verfügt das „Junior Mezzanine“ über eine

215 Vgl. Ballwieser; Dobler (2010): Finanzinstrumente – Langfristige finanzielle Schulden, S. 679

216 Vgl. Busse (2003): Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft [...], S. 507

217 Vgl. Schäfer (2002): Unternehmensfinanzen. Grundzüge in Theorie und Management, S. 381f.

218 Vgl. Müller-Känel (2009): Mezzanine Finance. Neue Perspektiven [...], S. 13 ff.

4 Die Finanzierung des Projektes „30 St Mary Axe“

Auf Grundlage der in den Kapiteln zwei und drei analysierten Anforderungen, die mit der Finanzierung von internationalen Immobilienprojekten einhergehen sowie der diversen Gestaltungsmöglichkeiten, die diese annehmen kann, soll das nachfolgende Kapitel anhand des prestigeträchtigen Bürogebäudes „30 St Mary Axe“ exemplifizieren, inwiefern sich ein solches Finanzierungskonzept in der Praxis gestaltet.

4.1 Das Projekt „30 St Mary Axe“

Das 180 Meter hohe Bürogebäude „30 St Mary Axe“, welches aufgrund seiner Form- und Farbgebung auch unter der Bezeichnung „The Gherkin“ (zu Deutsch: Essiggurke) Bekanntheit genießt, gilt als eines der modernsten Wahrzeichen der Metropole London.²⁵⁷ Insbesondere die zigarrenähnliche Form des Turms sowie die gläserne Fassade, deren Struktur durch diamantförmige Paneele geprägt ist, bestimmen die architektonische Einzigartigkeit der Immobilie. Auf einer Nutzfläche von ca. 64.479 Quadratmeter, die sich über 42 Stockwerke erstreckt, vereint der Turm mit gläserner Fassade neben Büros, Restaurants und Bars u. a. auch eine Einkaufspassage.²⁵⁸ Den Architekten Lord Norman Foster und Ken Shuttleworth gelang mit ihrem Entwurf ein Gebäude zu erschaffen, welches sowohl im Hinblick auf Nachhaltigkeit und Energieeffizienz als auch auf die künstlerische Gestaltung neue Maßstäbe setzte. So wurde das im Herzen des Finanzbezirkes der britischen Hauptstadt gelegene Hochhaus mit zahlreichen Architekturauszeichnungen, wie z. B. dem „Emporis Skyscraper Award“ oder auch dem „Stirling Prize“, geehrt.²⁵⁹

Die Errichtung des nach seiner Adresse benannten Objektes datiert in die Jahre 2001 bis 2004. Die Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft kurz „Swiss Re“ initiierte den Bau des prestigeträchtigen Gebäudes und bezog anschließend rund die Hälfte dessen Fläche.²⁶⁰ Im Jahre 2007 veräußerte das Unternehmen die Immobilie, deren Baukosten nie offiziell bekannt gegeben wurden, an ein Joint Venture der deutschen IVG Immobilien AG und der Investmentbank Evans Randall Ltd. Die Intention der IVG Immobilien AG lag dabei in der anschließenden Auflegung des geschlossenen Immobilienfonds „EuroSelect14“, der „The Gherkin“ zum Gegenstand haben sollte.²⁶¹ Zuzüglich zu dem Verkaufspreis der Immobilie von 600 Mio. Pfund

257 Vgl. Richards (2006): *New Glass Architecture*, S. 210

258 Vgl. Thomas (2004): *Tannenzapfen oder Gurke?*, S. 47

259 Vgl. Lane (2004): *Modern Britain's instant icon*, online

260 Vgl. Thomas (2004): *Tannenzapfen oder Gurke?*, S. 47

261 Vgl. Callanan; Fahmy (2013): *IVG sucht Investor für Londoner Gherkin-Hochhaus*, online

Sterling, zahlte diese Transaktionskosten in Höhe von ca. 30 Mio. Pfund Sterling.²⁶² Im Zuge der Verhandlungen schloss die Swiss Re Services Limited, eine Tochtergesellschaft der Schweizer Rückversicherungs-Gesellschaft, zudem einen Mietvertrag mit einer Laufzeit von 25 Jahren über die bereits durch diese belegten Büroflächen ab. Zu den weiteren Mietern zählen u. a. die Wirtschaftskanzlei Kirkland & Ellis LLP und die Deutsche Pfandbriefbank AG.²⁶³

4.2 Die Finanzierung aus Sicht der Swiss Re

Die Schweizer Rückversicherungs-Gesellschaft, die das Objekt „30 St Mary Axe“ errichten ließ und rund die Hälfte dessen Büroflächen nutzte, veräußerte die Immobilie im Jahre 2007 an ein Joint Venture aus der IVG Immobilien AG und der Investmentbank Evans Randall Ltd. Mit dem Ziel der weiteren Nutzung der Büroräumlichkeiten schloss das Unternehmen einen Mietvertrag mit den Käufern des Gebäudes ab. Diese Verfahrensweise stellt eine Form der Innenfinanzierung dar, die als „Sale-and-lease-back-Konzept“ bezeichnet wird. Dieses repräsentiert eine Sonderform des Immobilien-Leasings (siehe dazu auch Kapitel 3.2.4.3).²⁶⁴

Im Mittelpunkt eines Sale-and-lease-back-Vertrages steht der Verkauf einer Immobilie durch eine Projektgesellschaft an eine Leasinggesellschaft, die diese anschließend an die ursprüngliche Eigentümerin vermietet. Ziel dessen seitens der Projektgesellschaft ist es, Kapital zu liquidieren sowie ggf. durch die Immobilie gebundene stille Reserven aufzulösen.²⁶⁵ Im Falle der Veräußerung des „30 St Mary Axe“ belief sich der Buchgewinn, den das Unternehmen gemäß eigener Angaben erzielte, auf rund 250 Mio. Pfund Sterling. Überdies ermöglichte der Verkauf der Immobilie dem Unternehmen eine anderweitige Investition des Kapitals, welches bis dahin als Anlagevermögen gebunden war. Zudem versetzte der Mietvertrag die Swiss Re in die Lage, die repräsentative Adresse des „30 St Mary Axe“ weiterhin nutzen zu können.²⁶⁶

Als eine der maßgeblichen Grundlagen der Entscheidung der Swiss Re zur Veräußerung des prestigeträchtigen Büroobjektes stellte die Entwicklung des Büromarktes in der britischen Hauptstadt dar. Die nachfolgende Abbildung illustriert, inwiefern die Mieten in Bezug auf Londoner Büroobjekte seit dem Jahre 2003 kontinuierlich

262 Vgl. o.V. (2007): Swiss Re verkauft Londoner „Gurke“, online

263 Vgl. IVG Immobilien AG (2012): Lösungskonzepte in der Verhandlung, online

264 Vgl. Pape (2009): Grundlagen der Finanzierung und Investition Mit Fallbeispielen [...], S. 242f.

265 Vgl. Ebenda, S. 242f.

266 Vgl. o.V. (2007): Swiss Re verkauft Londoner „Gurke“, online

4.3 Die Finanzierung aus Sicht der IVG Immobilien AG

Wenngleich die IVG Immobilien AG die Ankauffinanzierung des „30 St Mary Axe“ zunächst unter Zuhilfenahme eines Joint Ventures mit der Investmentbank Evans Randall Ltd. bewerkstelligte, soll im Rahmen der nachfolgenden Analyse lediglich die anschließende Auflegung des geschlossenen Immobilienfonds „EuroSelect 14“ eine nähere Betrachtung erfahren. Inwiefern sich das Joint Venture zwischen den beteiligten Unternehmen gestaltete, kann in seinen Grundzügen dem Kapitel 3.2.1.1 entnommen werden. Vertragliche Details dieses speziellen Zusammenschlusses wurden durch die beteiligten Unternehmen nicht veröffentlicht.

4.3.1 Charakteristika geschlossener Immobilienfonds

Als geschlossene Immobilienfonds werden Gesellschaften bezeichnet, die eigens für die Kapitalbeschaffung eines speziellen Immobilieninvestments gegründet werden. Diese Investments sind in den meisten Fällen Großprojekte, wie beispielsweise Hotels oder Einkaufszentren. Anders als bei der Kapitalanlage in einem offenen Immobilienfonds erwirbt der Anleger Gesellschaftsanteile und wird somit Mitgesellschafter.²⁶⁹ Die Rechtsform der Unternehmung bestimmt somit das Risiko der Anlage, ist jedoch nicht gesetzlich vorgeschrieben. Stellte in der immobilienwirtschaftlichen Praxis einst die Kommanditgesellschaft die vorherrschende Rechtsform in diesem Zusammenhang dar, ist dies gegenwärtig die der GmbH & Co. KG.²⁷⁰ Aufgrund der Tatsache, dass das Investment bei einem geschlossenen Immobilienfonds auf eine bzw. wenige Immobilie(n) beschränkt ist und der Anleger je nach Gesellschaftsform in einem bestimmten Umfang haftet, ist das Risiko dieser Anlage verhältnismäßig hoch.²⁷¹ Die Erträge, die dieser aus seiner Investition generiert, werden in Deutschland als Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung gemäß §§ 2 I Nr. 6, 21 EStG besteuert und ermöglichen dem Kapitalgeber – im Vergleich zu alternativen Formen der Anlage – die Nutzung steuerlicher Vorteile.²⁷²

Die Anzahl der Kapitalgeber eines geschlossenen Immobilienfonds ist begrenzt und richtet sich nach dem für das Investment benötigten Kapital. Der Fonds schließt, sobald das vorab festgelegte Eigenkapital vorhanden ist.²⁷³ Darüber hinaus ist auch im Rahmen der Finanzierung durch einen geschlossenen Immobilienfonds die Aufnahme von Krediten durch diesen üblich. I. d. R. ist es dem Anleger vertraglich

269 Vgl. Pelikan (2007): Chancen mit Geschlossenen Fonds [...], S. 11f.

270 Vgl. Pilz (2007): Immobilienaktien und REITs. Investmentchancen für Anleger, S. 42 ff.

271 Vgl. Rösler; Mackenthun; Pohl (2002): Handbuch: Kreditwirtschaft, S. 277 f.

272 Vgl. Natter (2002): Financial Times Börsenpraxis. Investmentfonds. Vermögensaufbau [...], S. 110 f.

273 Vgl. Pilz (2007): Immobilienaktien und REITs. Investmentchancen für Anleger, S. 42 ff.

untersagt, die von ihm erworbenen Anteile in den ersten meist fünf bis fünfzehn Jahren zu veräußern.²⁷⁴ Wünscht dieser es trotz alledem, ist dies, wenn überhaupt, nur mit großen Verlusten möglich. Anders als bei offenen Immobilienfonds, besteht keine Rücknahmeverpflichtung der Gesellschaftsanteile seitens der Gesellschaft, und auch ein Handel an der Börse ist i. d. R. ausgeschlossen. Eine Veräußerung der Anteile ist nur über einen Zweitmarkt darstellbar. Dementsprechend eignet sich diese Anlageform lediglich für ein langfristiges Investment, meist 20 Jahre, für welches eine Anlagesumme von i. d. R. 10.000 bis 50.000 Euro notwendig ist. Aus diesem Grunde investieren vornehmlich institutionelle Anleger und vermögende Privatkunden in geschlossene Fonds.^{275 276}

4.3.2 Der EuroSelect 14

Anfang des Jahres 2007 legte die IVG Immobilien AG den geschlossenen Immobilienfonds „EuroSelect 14“, dessen alleiniger Investitionsgegenstand „die mittelbare Beteiligung an dem Bürogebäude ‚The Gherkin‘ in London“²⁷⁷ darstellt, auf. Jene „mittelbare Beteiligung“ repräsentierten dabei die 50 Prozent des Objektes, an denen das Unternehmen im Rahmen des Joint Ventures mit der Investmentbank Evans Randall Ltd. Eigentum erworben hatte. Als unbegrenzt haftender Komplementär des in der Rechtsform der GmbH & Co. KG organisierten Fonds fungiert die „Fucus Beteiligungs- und Verwaltungsgesellschaft mbH“ mit Hauptsitz in Berlin. Die Schließung des „EuroSelect 14“ erfolgte im März 2008. Zu diesem Zeitpunkt hatte dieser das avisierte Eigenkapital in Höhe 157,7 Mio. Pfund Sterling (ohne Agio) bereits vollständig platziert.²⁷⁸ Der Vertrieb der Gesellschaftsanteile erfolgte dabei vorrangig durch die Deutsche Bank sowie die Commerzbank, die im Gegenzug eine Provision der IVG Immobilien AG erhielten.²⁷⁹

Das im Hinblick auf die Finanzierung des Objektes zudem benötigte Fremdkapital stellte ein Bankenkonsortium aus der Bayerischen Landesbank, der DekaBank, der Landesbank Hessen-Thüringen, der Landesbank Baden-Württemberg und der ING-DiBa AG bereit.²⁸⁰ Der damit verbundene Darlehensvertrag sieht dabei u. a. ein „Loan-to-Value“-Verhältnis von mindestens 67 Prozent vor. So ist es den finanzierenden Kreditinstituten gestattet, eine Erhöhung der Rücklagen bzw. eine Sondertilgung

274 Vgl. Testorf (2003): Kapitalanlage in steuerorientierten geschlossenen Fonds [...], S. 10 ff.

275 Vgl. Wurm; Ettmann; Wolff (2008): Kompaktwissen Bankbetriebslehre, S. 235

276 Vgl. Pelikan (2007): Chancen mit Geschlossenen Fonds [...], S. 15

277 IVG Private Funds GmbH (2012): Leistungsbilanz 2011: Real Assets. Real Passion., S. 49

278 Vgl. Ebenda, S. 48

279 Vgl. Nittel; Ebermann (2013): IVG Euroselect 14 „The Gherkin“ [...], online

280 Vgl. Cocron (2012): IVG Euroselect 14 („The Gherkin“) [...], online

5 Schlussbetrachtung

Auf Grundlage einer Analyse der Charakteristika internationaler Gewerbeimmobilienprojektfinanzierungen hat die vorliegende Ausarbeitung klassische sowie alternative Finanzierungsinstrumente im Hinblick auf deren praxisbezogene Eignung untersucht.

Die Betrachtung der Konzeption und Hintergründe internationaler Projektfinanzierungen verdeutlicht, dass diese diverse Merkmale aufweisen, die sie u. a. von der traditionellen Unternehmensfinanzierung unterscheiden. So ist jene Art der Kapitalbeschaffung i. d. R. mit erheblichen Risiken verbunden, basiert hinsichtlich ihrer Kapitaldienstfähigkeit auf dem zukünftigen Cashflow des Projektes und wird seitens der Projektinitiatoren extern bilanziert. Diese Besonderheiten, die u. a. auf die Neu- und Einmaligkeit der zu finanzierenden Projekte zurückzuführen sind, begründen den Bedarf eines Finanzierungskonzeptes, welches jenen besonderen Anforderungen gerecht zu werden in der Lage ist.

Über die klassischen eigen- bzw. fremdkapitalbasierten Finanzierungsinstrumente hinaus hat sich in jüngster Vergangenheit ein breites Spektrum alternativer Methoden der Kapitalbeschaffung herausgebildet. Seitens der Projektgesellschaften ermöglichen diese vornehmlich kapitalmarktorientierten Konstrukte u. a. eine Steigerung ihrer Flexibilität sowie eine zunehmende Unabhängigkeit von Banken. Obgleich jene innovativen Finanzierungsinstrumente, u. a. im Zuge eines restriktiveren Kreditverhaltens der Banken, in den letzten Jahren zusehends an Bedeutung gewonnen, nehmen Kreditinstitute im Rahmen der Projektfinanzierung auch heute noch einen wichtigen Stellenwert ein. Dies liegt u. a. in deren langjähriger Erfahrung in diesem Segment begründet.

Das Beispiel der Londoner Büroimmobilie „30 St Mary Axe“ veranschaulicht, wie komplex sich ein Konstrukt der internationalen Projektfinanzierung in der Praxis zu gestalten vermag. Dieses Konzept, im Rahmen dessen ein Spektrum verschiedener Finanzierungsinstrumente zum Einsatz kam, illustrierte jedoch auch, wie z. B. vertragliche Vereinbarungen mit Kapitalgebern und unvorhergesehene Marktentwicklungen den Erfolg eines solchen – ganz oder teilweise – negativ zu beeinflussen in der Lage sind. Strukturierte Finanzierungskonstrukte, wie in Bezug auf das betrachtete Beispiel der Londoner Büroimmobilie, werden in den nächsten Jahren weiter an Bedeutung gewinnen. Begünstigt wird jene Entwicklung durch die Zunahme des Kapitals, welches eine immobilienbasierte Anlagemöglichkeit sucht, sowie der damit einhergehenden, fortschreitenden Differenzierung des betreffenden Marktes. Überdies werden die prognostizierte Steigerung des Kapitalbedarfs, der mit den einzelnen Vorhaben verbunden ist, aber auch die erhöhten Eigenkapitalan-

Schriftenreihe

Financial Services Management

Herausgeberrat

Dr. Mathias Bopp, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner, Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Prof. Dr. Notger Carl, Fachhochschule Würzburg-Schweinfurt

Prof. Dr. Michael Feucht, Hochschule Augsburg

Prof. Dr. Matthias Fischer, Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg

Prof. Dr. Roland van Gisteren, Hochschule der Sparkassen-Finanzgruppe, Potsdam

Rolf Huxoll, Sparda-Bank Berlin eG, Berlin

Hon.-Prof. Dr. Ewald Judt, Wirtschaftsuniversität Wien

Prof. Dr. Hans-Rüdiger Kaufmann, University of Nicosia

Prof. Eckhard Klett, Hochschule Biberach

Dr. Thomas Lungkofler, First Family Advisors AG, Vaduz

Dr. Hans-Joachim Massen, Bundesverband deutscher Banken, Berlin

Prof. Dr. Frank W. Mühlbradt, Fachhochschule Regensburg

Prof. Dr. Matthias Müller-Reichart, Fachhochschule Wiesbaden

Prof. Dr. Werner Nann, Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Dkfm. Josef Redl, P.S.K.-Versicherung AG, Wien

Prof. Dr. Franz J. Sartor, Fachhochschule Köln

Prof. Dr. Rudolf Stickler, Fachhochschule des bfi Wien

Jacqueline Tag, Förderbank des Landes Brandenburg, Potsdam

Prof. Dr. André Tomfort, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin

Publikationen der Schriftenreihe:

Dennis Teuber:

Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes.

Ist angelsächsisches Beteiligungskapital wirklich unausweichlich?

Financial Services Management, Bd. 1, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-095-0

Tim Keggenhoff:

Entscheidungsfaktoren für Immobilieninvestitionen in China.

Financial Services Management, Bd. 2, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-096-7

Wiebke Merbeth:

Die private Studienfinanzierung in Deutschland.

Financial Services Management, Bd. 3, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-117-9

Andreas Monschein:

Regulatorischer Bedarf und regulatorische Möglichkeiten von Hedge-Fonds im internationalen Kontext.

Financial Services Management, Bd. 4, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-125-4

Christoph Kopschina:

Interne Kundenorientierung in Theorie und

Praxis am Beispiel einer regional tätigen Genossenschaftsbank.

Financial Services Management, Bd. 5, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-138-4

Philipp Judt:

Einstellungen von KonsumentInnen

zu biometrischen Authentifizierungsverfahren.

Financial Services Management, Bd. 6, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-143-8

Matthias A. Bauer:

Steuerbegünstigte Real Estate Investment Trusts

als neue Asset-Klasse in Deutschland.

Financial Services Management, Bd. 7, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-148-3

Daniel Kügler:

Islamic Finance. Neue Ansätze bei Immobilien-

transaktionen und deren Finanzierung in Deutschland.

Financial Services Management, Bd. 8, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-156-8

Ronald Dietrich / Raik Kasch / Philipp Zühlke:

Immobilienrecht in der VR China. Due Diligence im Rahmen einer Investition.

Financial Services Management, Bd. 9, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-161-2

Sebastian Bauer:

Private Equity in der Portfolioallokation institutioneller Investoren.

Investmentstrategien, Performancemessung und Einbau in die Asset Allokation.

Financial Services Management, Bd. 10, Berlin 2010, ISBN 978-3-89998-177-3

David Volkmann:

Predictive Financial Place – die neue Klasse der Direktbanken.

Financial Services Management, Bd. 11, Berlin 2010, ISBN 978-3-89998-191-9

Anne-Marie Becker:

Internationale Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft.

Financial Services Management, Bd. 12, Berlin 2015, ISBN 978-3-89998-234-3

Antonina Mazor:

Kreditpooling im Verbund – Ein Vergleich verschiedener Ansätze.

Financial Services Management, Bd. 13, Berlin 2015, ISBN 978-3-89998-235-0

Carlo Richardt:

**Geschlossene Immobilienfonds und Immobilienbewertung
vor dem Hintergrund der AIFM-Richtlinie.**

Financial Services Management, Bd. 14, Berlin 2015, ISBN 978-3-89998-236-7