



universität
wien

Diplomarbeit

Titel der Diplomarbeit

„Die Hotelprojektentwicklung unter Einbeziehung des
Condominiumkonzepts, vertieft anhand einer Szenario-
Wirtschaftlichkeitsrechnung“

Verfasser

Stefan Hitzler

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im November 2008

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 157

Studienrichtung lt. Studienblatt:

Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer:

Univ.Prof.Dr. Franz Wirl

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis.....	IV
Abkürzungsverzeichnis	VI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Struktur der Arbeit	1
2 Der Begriff „Hotel“	3
2.1 Begriffsdefinition und Betriebstypologien des Hotels.....	3
2.2 Klassifizierung	4
3 Spezialimmobilie Hotel	6
3.1 Charakteristika des Hotelbetriebs	6
3.2 Besonderheiten der Hotelimmobilie	8
3.3 Eigentümerstrukturen und Betriebsformen	10
3.3.1 Kooperation von Privathotels	11
3.3.2 Franchise.....	12
3.3.3 Pachtvertrag	13
3.3.4 Managementverträge.....	17
3.3.5 Lease vs Management Contract	20
4 Hotelprojektentwicklung	22
4.1 Definition der Projektentwicklung.....	22
4.2 Projektumwelt.....	23
4.3 Projektentwickler	23
4.4 Betreiber	25
4.5 Fremdkapitalgeber	27
4.5.1 Finanzierungskonzept.....	28
4.5.2 Projektfinanzierung	29
4.5.3 Anforderung der Finanziers	33
4.6 Investoren	34
4.6.1 Der Hotelinvestmentmarkt.....	35

4.6.2	Investorengruppen.....	35
4.6.3	Anforderung der Investoren.....	38
5	Leistungsphasen der Projektentwicklung	41
5.1	Projektiinitierung	42
5.2	Projektkonzeption	44
5.2.1	Feasibility Studie.....	45
5.2.2	Risikoanalyse	52
5.2.3	Rentabilitätsanalyse.....	55
5.3	Projektkonkretisierung	56
5.3.1	Betreibersuche.....	57
5.4	Projektrealisierung	59
5.5	Projektvermarktung & -verkauf.....	60
5.6	Fehlerquellen der Hotelprojektentwicklung	61
6	Fazit	63
7	Das Condominiumkonzept.....	65
7.1	Das Condominium Prinzip	65
7.2	Kernelemente und Modifizierungsoptionen	66
7.2.1	Vertragsvariablen	68
7.2.2	Praxisbeispiele	71
7.3	Vor- und Nachteile für den Käufer	71
7.4	Vor- und Nachteile für den Entwickler / Hoteleigentümer	72
8	Case Study: Hotel Konzept “Dragomirna Golf Resort“	74
8.1	Kerndaten des Projektes	74
8.2	Herleitung der variablen Größen	75
8.3	Berechnung der verfügbaren Cash Flows.....	78
8.3.1	Einnahmen und Ausgabenrechnung nach dem USALI.....	78
8.3.2	Berechnung der anteiligen Mieteinnahmen.....	79
8.3.3	Berechnung des EBITDA.....	81
8.4	Berechnung der tatsächlichen Investitionskosten	83
8.5	Kapitalwertberechnung	84
8.6	Szenariomodell	87

8.6.1	Szenario 1: Kapitalwertberechnung bei umsatzabhängiger Einnahmenverteilung	90
8.6.2	Szenario 2: Break Even Analyse für variable Einnahmenverteilung.....	93
8.6.3	Szenario 3: Break Even Analyse bei fixer Einnahmenverteilung.....	96
8.6.4	Szenario 4: Kapitalwertberechnung bei fixer Einnahmenverteilung	100
8.6.5	Szenario 5: Return on Investment der Eigentümer	103
8.7	Ergebnis und Festlegung des Mietaufteilungsverhältnisses	105
8.8	Fazit Condominiumkonzept	106
9	Literaturliste.....	107
9.1	Bücher	107
9.2	Artikel.....	108
9.3	Internet.....	110
9.4	Expertengespräch	111
	Zusammenfassung	112
	Lebenslauf.....	114

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Sterneklassifizierung.....	5
Abbildung 2: Logos Marketingdachverbände.....	12
Abbildung 3: Gegenüberstellung Managementvertrag – Pachtvertrag	20
Abbildung 4: Akteure der Projektentwicklung	23
Abbildung 5: Joint Venture Finanzierung	32
Abbildung 6: Phasenmodell der Projektentwicklung	41
Abbildung 7: Projektkostenverlauf.....	53
Abbildung 8: Verfahren zur Rentabilitätsberechnung.....	56
Abbildung 9: Schematische Darstellung des Condominium Prinzips	67
Abbildung 10: Verkaufspreise der Immobilienkomponenten.....	75
Abbildung 11: Berechnung der anteiligen Mieteinnahmen	81
Abbildung 12: EBITDA-Kalkulation Gesamtresort	83
Abbildung 13: Berechnung der tatsächlichen Investitionskosten	84
Abbildung 14: Dynamische Rentabilitätsberechnung	86
Abbildung 15: Szenario Matrix variable Einnahmenverteilung	88
Abbildung 16: Szenario Matrix fixe Einnahmenverteilung	89
Abbildung 17: Szenario 1.1; best case; WACC 7%	90
Abbildung 18: Szenario 1.2; normal case; WACC 10%.....	91
Abbildung 19: Szenario 1.3; worst case; WACC 13%	91
Abbildung 20: Szenario 2.1; worst case; Auslastung 30%.....	93
Abbildung 21: Szenario 2.2; normal case; Auslastung 50%	94
Abbildung 22: Szenario 2.3; best case; Auslastung 70%	94
Abbildung 23: Szenario 3.1.1; worst/best case; Auslastung 30%.....	96
Abbildung 24: Szenario 3.1.2; normal//best case; Auslastung 50%.....	97
Abbildung 25: Szenario 3.1.3; best/best case; Auslastung 70%.....	97
Abbildung 26: Szenario 3.2.1; worst/worst case; Auslastung 30%	98
Abbildung 27: Szenario 3.2.2; normal/worst case; Auslastung 50%.....	98
Abbildung 28: Szenario 3.2.3; best/worst case; Auslastung 70%.....	99
Abbildung 29: Szenario 4.1; best case; WACC 7%	100
Abbildung 30: Szenario 4.2; normal case; WACC 10%.....	101
Abbildung 31: Szenario 4.3; worst case; WACC 13%	101

<i>Abbildung 32: Szenario 5.1; worst case; Auslastung 30%</i>	103
<i>Abbildung 33: Szenario 5.2; normal case; Auslastung 50%</i>	104
<i>Abbildung 34: Szenario 5.2; best case; Auslastung 70%</i>	104

Abkürzungsverzeichnis

AGOP	Adjusted Gross Operating Profit
ARR	Average Room Rate
BEP	Break Even Point
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
d.h.	das heißt
DEHOGA	Deutscher Hotel- und Gaststättenverband
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EK	Eigenkapital
etc.	et cetera
f.	folgende
ff.	fortfolgende
F&B	Food & Beverage
FF&E	Furniture, Fixture und Equipment
FK	Fremdkapital
GDP	Gross Domestic Product
GDS	Global Distribution System
GOP	Gross Operating Profit
HNWI	High Net Worth Individual
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
LOI	Letter Of Intent
m ²	Quadratmeter
o.ä.	oder ähnliche(s)
o.V.	ohne Verfasser
RevPAR	Revenue Per Available Room
ROI	Return On Investment
S.	Seite

u.a.	unter anderem
u.ä.	und ähnliches
UK	United Kingdom
USALI	The Uniform System of Accounts for the Lodging Industry
USP	Unique Selling Proposition
usw.	und so weiter
v.a.	vor allem
vgl.	Vergleiche
VÖB	Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands
WACC	Weighed Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Zielsetzung dieser Grundlagenarbeit ist es zum Einen, den äußerst komplexen Ablauf einer Hotelentwicklung aus Sicht eines Immobilienentwicklers zu erläutern und zu bewerten. Die Kernfragen, wie der Prozess aussieht, der von einem unbebauten Grundstück zu einem fertigen Hotel führt, mit welchen Problemfelder der Entwickler zu kämpfen hat und welche Lösungsansätze gefunden werden können, stehen dabei im Vordergrund. Insbesondere soll auf das Spannungsfeld eingegangen werden, welches sich aus den unterschiedlichen Anforderungen von Hotelbetreiber, Investor, Fremdkapitalgeber und Hotelentwickler ergibt.

Zum Anderen soll das Condominium Konzept als Ansatz vorgestellt werden, der einem Hotelentwickler helfen könnte, Teile dieses Spannungsfeld zu lösen. Dieser bisher noch relativ unbekannte Ansatz wird zuerst theoretisch aufbereitet, um dann mittels einer speziell entwickelten Szenario Wirtschaftlichkeitsanalyse eines realen Projektes Anwendung zu finden.

Ziel ist es, mit Hilfe dieses allgemein anwendbaren, sensitiven Werkzeuges, die Rentabilität des Condominium Konzeptes unter variablen Umweltbedingungen zu bestimmen und aufzuzeigen, unter welchen Bedingungen es für den Entwickler eine sinnvolle und rentable Alternative darstellt.

1.2 Struktur der Arbeit

Die vorliegende Arbeit gliedert sich im Wesentlichen in drei Hauptteile:

1. Der erste Teil dient als Einführung in die Hotelindustrie. Er soll den Leser mit den spezifischen Charakteristika der Spezialimmobilie Hotel vertraut machen und ihn für die Problemfelder des Hotelentwicklungsprozesses sensibilisieren. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Unterscheidung der Eigentümerstrukturen und den abgeleiteten Betreiberverträgen.
2. Im zweiten Teil folgt eine detaillierte Darstellung eines selbst erstellten Phasenmodells des Hotelentwicklungsprozesses, wobei insbesondere auf die für den Erfolg entscheidende Konzeptionsphase eingegangen wird. Dabei sollen auch

Fallstricke und Risikoquellen erläutert werden, mit denen sich der Hotelentwickler konfrontiert sieht und Lösungsansätze hierzu präsentiert werden.

3. Daran anschließend wird das Condominium Konzept vorgestellt, welches im abschließenden praxisbezogenen Teil Anwendung findet. Mit Hilfe einer auf EXCEL basierenden, Szenario - Wirtschaftlichkeitsanalyse eines realen Projektes wird die Rentabilität dieser Alternative aus der Perspektive eines Entwicklers verifiziert.

2 Der Begriff „Hotel“

2006 war ein Rekordjahr für die Hotelentwicklungsbranche. Berichten von Price Waterhouse Cooper zufolge, wurden allein in diesem Jahr 136.500 neue Zimmer gebaut. Dies entspricht einer Steigerung von 64,2 % gegenüber dem Vorjahr und einem Nominalwert von mehr als 1 Milliarde US\$. Viele der in den Hotelentwicklungsprozess involvierten Unternehmen verbuchten Rekordgewinne.¹ Dieser Trend hat sich auch 2007 bis zum Aufkommen der Immobilien- und Kreditkrise in den USA fortgesetzt. Die Spezialimmobilie Hotel scheint also, unter stabilen wirtschaftlichen Bedingungen, sowohl für Projektentwickler als auch für Investoren, immer interessanter zu werden. Dennoch wird vielfach noch vor der Komplexität und den speziellen Charakteristika von Hotelprojekten zurückgeschreckt. Welche Besonderheiten die Hotelimmobilie aufweist und in welchen Phasen der Projektentwicklungsprozess abläuft, soll in vorliegender Arbeit dargestellt werden, mit dem Ziel, der Hotelentwicklung mehr Transparenz verleihen.

Damit der Entwicklungsprozess des Hotels in seiner Gesamtheit verstanden werden kann, werden in den ersten beiden Kapiteln die wertprägenden Einflussfaktoren und Charakteristika dieser komplexen Spezialimmobilie beschrieben und bewertet.

2.1 Begriffsdefinition und Betriebstypologien des Hotels

In der Fachliteratur wird der Begriff „Hotel“ definiert als „...Beherbergungsbetrieb mit gehobenem Ausstattungs- und Bedienungskomfort, der – gewöhnlich in einem größeren, repräsentativen Gebäude – gewerblich Logis, Verpflegung und sonstige Dienstleistungen für den vorübergehenden Aufenthalt, auf Reisen befindlicher Ortsfremder, zur Verfügung stellt“.² An anderer Stelle wird das Hotel als Beherbergungsbetrieb definiert, in dem eine Rezeption, Dienstleistungen, tägliche Zimmerreinigung, zusätzliche Einrichtungen und mindestens ein Restaurant für Hausgäste angeboten werden. In der Regel ist der Begriff erst auf Betriebe mit mindestens 20 Gästezimmern mit voll ausgerüsteten Sanitärzellen anwendbar.³ Obwohl die verschiedenen Definitionen versuchen, den Begriff Hotel eindeutig zu klären, gibt es in Wirklichkeit ein schier unerschöpfliches Potential an verschiedenen Hoteltypen. Das Hotel kann nach den unterschiedlichsten Kriterien

¹ Vgl. Salihns (2007a).

² Bletschacher (1987), S.59.

³ Vgl. DEHOGA (2007b).

differenziert werden, die erst in ihrer Kombination einen konkreten Hoteltyp eindeutig definieren.⁴ Zu diesen Kriterien zählen u.a:

- *Funktion/ Aufgabe/ Leistungsangebot/ Betriebsart*: Öko-, Bio-, Frauen-, Themen-, Boutiquehotels, etc.
- *Eigentumsverhältnisse*: Eigentums- oder Pachtbetrieb, unter Managementvertrag geführter Betrieb
- *Betriebsgröße*: Klein- (bis ca. 100 Zimmer), Mittel- (100-300 Zimmer), Großbetriebe (mehr als 300 Zimmer)
- *Konzeptionsform/ Konzentrationsgrad*: Ketten-, Individualhotels, Hotelkooperation
- *Standort*: Stadthotel (Innenstadt oder Randlage), Landhotel, Strandhotel, etc.
- *Betriebsdauer*: ganzjährig geöffnetes Hotel, Ein-Saison-Hotel, Zwei-Saison-Hotel
- *Verbindung zu Verkehrsmitteln*: Flughafen-, Bahnhofshotel, etc.
- *Service- und Ausstattungsqualität*: Sterne- Kategorien

Das Ergebnis dieser Kombination kann also beispielsweise ein saisonales 150 – Zimmer Frauen-Hotel in Flughafennähe mit 5* Service Qualität im Managementbetrieb sein, das sich einer interaktiven Hotelmarketingkooperation angeschlossen hat.

Die Festlegung der am besten für einen gegebenen Standort passenden Kombination, in Verbindung mit dem darauf abgestimmten Betreiber, ist eine der Kernaufgaben der Hotelprojektentwicklung. In anderen Worten, die richtige Mischung aus Standort, Konzept und Betreiber zu finden, den so genannten „strategic fit“.⁵

2.2 Klassifizierung

Das wohl geläufigste Differenzierungsmerkmal, die Qualität bzw. den Umfang der angebotenen Leistungen betreffend, ist zweifelsfrei die Hotelklassifizierung.

Sie ist ein „dynamisches, marktgerechtes System [...], das geeignet ist, ein aussagekräftiges Raster über den gesamten Bestand an Beherbergungsbetrieben“⁶ in einem Land zu legen. Die Klassifizierung ist international nicht einheitlich geregelt, sondern wird in der Mehrzahl von nationalen Interessenvereinigungen oder Hoteldachverbänden erstellt

⁴ Vgl. Bienert (2005), S.413ff.

⁵ Vgl. Durst, C. (2007)

⁶ VÖB (2004), S. 35.

und genormt. So auch beispielsweise in Deutschland, wo seit Herbst 1996 vom Deutschen Hotel- und Gaststättenverband (DEHOGA) ein bundesweit einheitliches Klassifizierungssystem angeboten wird. Die Kriterien zur Hotelklassifizierung sind ausschließlich objektiv und werden zusammen mit den dazugehörigen Bewertungsmodalitäten von der DEHOGA festgelegt.⁷

Aufgrund der Transparenz dieser Kriterien, die in einem umfassenden Kriterienkatalog für jedermann zugänglich sind, kann jedes neu geplante Hotel noch vor der Eröffnung ermitteln, in welche Kategorie es eingestuft wird. Die Charakterisierung der Hotels erfolgt in Form von Sternen und ist in 5 Kategorien unterteilt:

*	Tourist
**	Standard
***	Komfort
****	First Class
*****	Luxus / Superior



Abbildung 1: Sterneklassifizierung⁸

6* oder gar 7* Hotels wie sie gerade in arabischen Ländern oft zu finden sind, wird man in Deutschland nicht antreffen. Dass es keine international gültigen Normen für die Klassifizierung gibt, hat jeder schon am eigenen Leib im Urlaub erfahren, aus dem er mit der Erkenntnis zurückgekehrt ist, dass nicht jedes als 3* qualifizierte Hotel auch ein 3* Hotel nach mitteleuropäischen Vorstellungen ist. Die Kategorisierung ist nicht nur für den Endverbraucher, also den Hotelgast, eine aussagekräftige Größe, sondern impliziert für den Hotelentwickler wichtige Rahmenparameter u.a. für Zimmergrößen, Kostenkennzahlen, oder Ausstattungsanforderungen.

Dem Hotelentwickler muss darüber hinaus bewusst sein, dass jeder Hotelbetrieb, unabhängig von der Kategorisierung, stets untrennbar mit der Immobilie, welche lediglich die Hülle für den operativen Bereich darstellt, verbunden ist. Das Verständnis dieser einzigartigen Kombination aus Betrieb und Immobilie ist eine Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Entwicklung eines Hotelprojektes.

⁷ Vgl. DEHOGA (2007a).

⁸ Quelle: Hotelsterne (2008).

3 Spezialimmobilie Hotel

Die Besonderheit der Hotelimmobilie ergibt sich also daraus, dass ihr Wert wesentlich vom Erfolg des mit ihr verbundenen Hotelbetriebs bestimmt wird. Somit wird deutlich, dass ein erfolgreiches Betriebskonzept, neben dem Standort, das entscheidende Kriterium für die Marktfähigkeit der Hotelunternehmung darstellt. Dies unterscheidet die Hotelimmobilie wesentlich von anderen Gewerbeimmobilien, deren Wert üblicherweise allein aus der Höhe der erzielbaren Mieten resultiert, die unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg der Mieter ist. Während sich zum Beispiel der Wert eines Bürohauses über Marktmietpreise und der Größe der vermietbaren Fläche ermitteln lässt, ergibt sich bei Hotelimmobilien am gleichen Standort kein einheitliches Preisbild. Ein 5* Hotel ist nicht automatisch mehr wert als ein 4* Hotel am gleichen Standort, obwohl ein Gast für den höheren Komfort mehr bezahlt.⁹

3.1 Charakteristika des Hotelbetriebs

Die Hotelbetriebsleistung, welche in der Fachliteratur als „Dienstleistungsbündel aus Beherbergungs-, Verpflegungs- und Komplementärleistung“¹⁰ bezeichnet wird, ist von folgenden wesentlichen Merkmalen geprägt¹¹:

Immateriell, nicht lagerfähig

Immateriell bedeutet, dass die Leistung nicht greifbar ist und somit auch nur schwer objektiv beurteilt werden kann. Die Hotelleistung ist auch nicht lagerfähig und kann nicht vorproduziert werden, was häufig zum Entstehen struktureller Überkapazitäten führt. Jedes nicht verkaufte Zimmer ist ein unwiederbringlicher Einnahmeverlust.¹²

Uno actu Prinzip

Das Angebot und die Inanspruchnahme der Leistung sind zeitgleich. Die Leistungen kann nur erbracht werden, wenn der Gast anwesend ist. Man spricht in diesem Zusammenhang

⁹ Vgl. Schröder et al. (2005), S.9.

¹⁰ Hänsler (2004), S.104.

¹¹ Vgl. Hänsler (2004), S.104ff.

¹² Vgl. VÖB (2004), S.41.

auch von einer „kundenpräsenzbedingten Dienstleistung“.¹³

Komplementär, standortgebunden

Die Hotelleistung ist oft eng verbunden mit anderen touristischen Leistungen, ohne die sie möglicherweise gar nicht in Anspruch genommen wird. Die Auswahl des Hotels hängt unmittelbar mit der Standortumgebung des Hotels zusammen. So wird sie beispielsweise durch die Nähe zu Messen, Stadtzentren, Strandnähe oder ähnlichem entscheidend mitgeprägt. Das Hotel selbst ist an den einmal ausgewählten Standort gebunden und kann seine Leistung nur dort erbringen.¹⁴ Dies verdeutlicht einmal mehr, dass die Standortwahl entscheidenden Einfluss auf den Erfolg eines Hotels hat.

Nachfragevolatilität und konjunkturelle Abhängigkeit

Die Nachfrage nach Hotelleistungen ist nicht zuletzt aufgrund ihrer Substituierbarkeit sehr labil und von einer Vielzahl externer Faktoren abhängig, die der Betreiber nur bedingt steuern kann (z.B. Wetter, Naturkatastrophen, Terroranschläge), bzw. auf die er aufgrund des starren Angebots nur schwer reagieren kann. Die Nachfrage, und somit die erzielbare Leistung, ist außerdem sehr anfällig für konjunkturelle Schwankungen und externe Schocks, die sich auf die Kaufkraft der Gäste und damit direkt auf die Nachfrageintensität auswirken.¹⁵ Dies wirkt sich verstärkend auf den volatilen Charakter des Hotelbetriebes aus.

Darüber hinaus sind saisonale Schwankungen (Ferienhotellerie), unregelmäßiger Nachfrageverlauf innerhalb einer Woche (Wochenendleerstand in der Stadthotellerie) und auch tageszeitliche Nachfrageschwankungen (Stoßzeiten beim Check In/Out) branchenübliche Probleme, mit denen der Betreiber zu kämpfen hat.

Ein Teil dieser Nachfrageschwankung kann über die Preisdifferenzierung durch professionell eingesetztes Yield Management abgefedert werden. Das bedeutet, dass der Preis der Nachfragesituation angepasst wird und jedes Zimmer theoretisch einen anderen Preis haben kann, ähnlich der Preispolitik bei Fluggesellschaften. Die Preisfestsetzung verläuft zwar unabhängig vom lokalen Immobilienmarkt, ist aber in hohem Maße von der Kategorie und der Lage der Immobilie abhängig und wird durch die wirtschaftliche Situation in den Herkunftsländern der Gäste wesentlich beeinflusst.

¹³ Häussler (2004), S.104.

¹⁴ Vgl. Henschel (2005), S.82.

¹⁵ Vgl. Henschel (2005), S.82.

Dies zeigt deutlich, dass die Hotellerie eine sehr zyklische Branche ist, die von konjunkturellen Schwankungen internationaler Märkte besonders betroffen ist. Da jedes Zimmer täglich neu vermietet werden kann, ist die Zeitverzögerung, mit der auf Nachfrageschocks reagiert werden kann, jedoch deutlich kürzer als bei anderen Immobilien.¹⁶ Die Hotelimmobilie weist also eine andere Risikostruktur auf, als beispielsweise Büroimmobilien und eignet sich daher sehr gut zur Diversifikation von Immobilienportfolios.

Personalintensiv

Nicht zuletzt wegen der großen Nachfrageschwankungen ist die Hotelleistung eine personal- und somit kostenintensive Dienstleistung. Abhängig von der Kategorie betragen die Personalkosten 25% - 35% des Umsatzes. Mit zunehmendem Serviceangebot steigt der Personalbedarf zudem überproportional an, so dass etwa bei einem 5* Betrieb bereits mit durchschnittlich 1,5 Mitarbeitern, im Gegensatz zu ca. 0,2 Mitarbeitern pro Gast im Budget Bereich, gerechnet wird.¹⁷ Hinzu kommt, dass aufgrund der labilen Nachfrage die Beanspruchung des Personals sehr schwankt und oft nur schwierig planbar ist.¹⁸

Neben dem Betrieb weist auch die Immobilie Besonderheiten auf, die unmittelbaren Einfluss auf den Wert und den Entwicklungsprozess eines Hotels haben.

3.2 Besonderheiten der Hotelimmobilie

Der Hotelimmobilie liegt also eine sehr komplexe Dienstleistungsstruktur mit vielen Einflussfaktoren zugrunde, die nur durch einen professionell geführten Betrieb bewältigt werden kann. Diese Komplexität setzt sich auch in der Immobilie fort, welche zusammen mit dem Hotelbetrieb eine untrennbare wirtschaftliche Einheit bildet und ihrerseits durch spezifische Merkmale geprägt ist.

Eine Hotelimmobilie hat einen fast uneingeschränkten Lebenszyklus. Während Bürogebäude üblicherweise mit zunehmendem Alter an Wert verlieren, gibt es vor allem in der Luxushotellerie unzählige Beispiele dafür, dass sich das über Jahre aufgebaute Image als „Traditionshaus“ positiv auf die Ertragszahlen, und somit auf den Wert der Immobilie, auswirkt.¹⁹ Andererseits stehen diesem Wertsteigerungspotential aber kürzere

¹⁶ Vgl. Föllmer (2002), S.5f.

¹⁷ Vgl. Just, Weltermann (2005), S.508f.

¹⁸ Vgl. Henschel (2005), S.80ff.

¹⁹ Vgl. IHA (2004), S.96.

Revitalisierungsphasen und ein erhöhter Investitionsbedarf für Renovierungsmaßnahmen gegenüber. Eine Hoteleinrichtung muss im Schnitt alle sechs bis zehn Jahre erneuert werden.²⁰

Die alternative Nutzung, auch Drittverwendungsmöglichkeit genannt, ist nur eingeschränkt möglich und aufgrund der spezifischen architektonischen und technischen Anforderungen eines Hotels mit sehr hohen Umbaukosten verbunden. Im Gegensatz zu Büros muss ein Hotel beispielsweise für jedes Zimmer eigene sanitäre Einrichtungen einplanen. Auch Haustechnik und Elektroinstallationen weichen entschieden von anderen Gewerbeimmobilien ab.²¹ Diese, nur bedingte, Drittverwendungsmöglichkeit stellt v.a. bei Fremdkapitalgebern und Endinvestoren oft ein entscheidendes Hindernis dar und führt zu höheren Risikozuschlägen in der Anlageklasse Hotels.²²

Generell lässt sich bei Hotels eine hohe Substanzbezogenheit feststellen, die mit hohen Investitionen in Gebäude und Ausstattung verbunden ist und zu einer überdurchschnittlichen Kapitalintensität führt.²³ Die Erstellungskosten beinhalten die Finanzierung vieler mäßig produktiver Flächen wie Lobby, Mitarbeiteräumlichkeiten, Korridore oder Konferenzflächen.²⁴ Auch leistungsstarke Infrastrukturanbindungen, aufwendige Haustechnik- und Elektroinstallationen tragen zu einem erhöhten Investitionsbedarf bei.

Im Gegensatz zu anderen Immobilien, sind die so genannten FF&E Kosten (Furniture, Fixture und Equipment) ein wichtiger und großer Bestandteil der Kalkulation. Unter FF&E sind Kosten für den dekorativen Innenausbau, die Möblierung aber auch die nicht mit dem Gebäude verbundenen Einrichtungsgegenstände subsumiert, die sich kaum bis zum letzten Gegenstand spezifizieren lassen. Die Abgrenzung zwischen Bau- und FF&E-Kosten gestaltet sich in der Praxis oft sehr schwierig. Üblicherweise werden Kücheneinrichtungen, Möblierung der öffentlichen Bereiche, Fitnessseinrichtungen, aber auch Bodenbeläge in die FF&E Kosten mit einkalkuliert und in Pauschalbeträgen pro Zimmer verrechnet. Diese sind abhängig von der Kategorie in einer Bandbreite von ca. 3000 € pro Zimmer für 1* Hotels bis zu mehreren zehntausend Euro im absoluten Luxussegment angesiedelt.²⁵

²⁰ Vgl. Durst, C. (2007)

²¹ Vgl. VÖB (2004), S.31.

²² Vgl. Henschel (2005), S.82.

²³ Vgl. Schröder et al. (2005), S.9.

²⁴ Vgl. Just, Weltermann (2005), S.509f.

²⁵ Vgl. Durst, C. (2007).

Wichtig ist diese Abgrenzung v.a. dann, wenn der Hotelbetrieb nach Fertigstellung verpachtet werden soll und der Entwickler / Eigentümer dem zukünftigen Betreiber nur ein bestimmtes Kostenbudget für die Ausstattung des Hotels zur Verfügung stellt. Diese Problematik verschärft sich zusätzlich, wenn mit diesem Etat Einrichtungsstandards von großen Hotelketten eingehalten werden müssen.²⁶

Üblicherweise wird als Basis für die Investitionskosten die Zimmeranzahl zu Grunde gelegt. Die Gesamtkosten, die neben der Kategorie auch sehr vom Hoteltyp abhängig sind, werden auf die Zimmer umgelegt, um einen vergleichbaren Richtwert zu erhalten.

Ein weiterer hotelspezifischer Bestandteil der Investitionskosten sind die so genannten Anlaufkosten, die sowohl die pre-opening Kosten als auch die Mindererlöse während der Anlaufphase beinhalten. Pre-opening Kosten sind Personalkosten, einschließlich Personalbeschaffungskosten, Kosten für die Verwaltung, Marketingkosten, aber auch Kosten für die Erstausrüstung des Warenlagers und des betriebsnotwendigen Inventars, die noch vor der Eröffnung des Hotels anfallen. Nicht selten werden diese Kosten vom Eigentümer getragen und wirken sich erhöhend auf die vom Betreiber zu bezahlende Miete bzw. Pacht aus.²⁷ Das so genannte working capital (erforderliche Betriebskapital) wird üblicherweise vom Betreiber gestellt und zählt demnach nicht zu den Investitionskosten des Entwicklers.²⁸

Einen wesentlichen Teil der Investitionsplanung stellen die Grundstückskosten dar. Diese hängen selbstverständlich von der geforderten Standortqualität ab und steigen üblicherweise mit der Klassifizierung. Ein Richtwert von 15% - 20 % der Gesamtinvestitionskosten sollte, kategorieunabhängig, jedoch nicht überschritten werden.²⁹

3.3 Eigentümerstrukturen und Betriebsformen

Wie gesehen, handelt es sich beim Hotel um eine Betreiberimmobilie, die ihre nachhaltige Rentabilität insbesondere aus einer professionellen, sowie bonitäts- und leistungsstarken Führung des Betriebes generiert. Das operationale Risiko ist eng an die Fähigkeiten des jeweiligen Betreibers gekoppelt, der für eine entsprechende Auslastung sorgen muss. Üblicherweise wird deshalb der operative Bereich nicht vom Investor oder Eigentümer selbst geleistet, sondern per Pacht- oder Managementvertrag an eine Betreibergesellschaft

²⁶ Vgl. Fidlschuster (2007).

²⁷ Vgl. Joachim (1997).

²⁸ Vgl. VÖB (2004), S.31f.

²⁹ Vgl. Sahlins, E. (2007a).

übertragen.

Diese Betreiberverträge gelten als eine der wesentlichen Grundlagen bei der Finanzierungsentscheidung und Bewertung von Hotelprojekten, sowohl für finanzierende Kreditinstitute, als auch für potentielle Investoren.³⁰

3.3.1 Kooperation von Privathotels

Privathotels, also Hotels bei denen der Eigentümer gleichzeitig der Betreiber ist, sind v.a. in Mitteleuropa die am weitesten verbreitete Betriebsform, wobei aber der Trend ganz klar in Richtung Eigentumsabtretung geht.³¹ Oft schließen sich solche in privatem Besitz gehaltene und geführte Betriebe in Konsortien zusammen, um Synergieeffekte auszunutzen und gegenüber großen Kettenhotels konkurrenzfähig zu bleiben.

Diese „Kooperationen ermöglichen die Realisierung von Rationalisierungsvorteilen, die in der gemeinschaftlichen Ausübung von Unternehmensfunktionen, wie z.B. Einkauf, Marketing oder Vertrieb liegen, ohne dass die beteiligten Unternehmen ihre wirtschaftliche und rechtlich Selbständigkeit verlieren.“³² Die Intensität reicht von reinem Informations- und Erfahrungsaustausch bis hin zu Einkaufsgenossenschaften oder Gründung von Marketingdachverbänden. Im Vordergrund steht dabei immer, die Individualität der Betriebe zu bewahren, ihnen andererseits aber über ein Netzwerk Zugang zu Leistungen zu verschaffen, die an sich den weltweit einheitlich vermarkteten Hotelkonzernen vorbehalten sind. Für diese Leistung muss der Hotelier eine Gebühr an das Netzwerk entrichten. Entweder in Form von fixen Beitragszahlungen oder als variablen Prozentsatz, der an der Anzahl der Buchungen oder Übernachtungen berechnet wird. Für Einzelbetriebe ist insbesondere der Anschluss an ein internationales Reservierungssystem und an Marketingdachverbände, die Hotels mit gemeinsamen Merkmalen unter einem Markennamen vertreiben, überlebensnotwendig.³³ Als Beispiele sind hier Marketingdachverbände wie „Design Hotels“ oder „The Leading Hotels of the World“ anzuführen.

³⁰ Vgl. Bienert (2005), S.44.

³¹ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2004a), S.1.

³² Falk (2006), S.254.

³³ Vgl. Falk (2006), S.254.



Abbildung 2: Logos Marketingdachverbände³⁴

3.3.2 Franchise

Das Franchising gewinnt in der Hotellerie immer mehr an Bedeutung, da viele der großen Hotelketten nicht mehr als Eigentümer der Hotelimmobilie auftreten, sondern vermehrt als Betreiber bzw. nur noch als Franchisegeber. Einige der großen Hotelketten wie Intercontinental Hotel Group, Wyndham oder Choice Hotels expandieren fast ausschließlich über Franchisebetriebe, da es für sie ein sehr kostengünstiger und risikoloser Weg ist, Märkte abzudecken und aufgrund der rigiden Vorschriften und Kontrollen die Qualität und das Image der Marke trotzdem zu erhalten.³⁵

Der Franchisevertrag ist dem Managementvertrag sehr ähnlich, allerdings führt der Franchisenehmer den Betrieb auf eigene Rechnung und in eigenem Namen und trägt demnach auch das wirtschaftliche Risiko selbst.³⁶

Bei einem Franchisebetrieb erwirbt der Hotelbetreiber, gegen Zahlung einer Franchisegebühr, u.a. die Lizenz zur Nutzung des zentralen, weltweiten Reservierungs- und Vertriebssystems und der Marke des Franchisegebers. Die zu entrichtende Gebühr setzt sich sowohl aus fixen als auch aus variablen Komponenten zusammen und umfasst im Wesentlichen folgende Zahlungen:

- Eine einmalige Eintrittsgebühr (fix bzw. abhängig von der Zimmerzahl)
- Eine Lizenzgebühr (umsatzabhängig)
- Eine Marketinggebühr (umsatzabhängig)
- Eine Gebühr für die Nutzung des Reservierungssystem³⁷

³⁴ Quelle: Designhotels (2008).

³⁵ Vgl. Falk (2006), S.255.

³⁶ Vgl. Joachim (2003), S.128.

³⁷ Vgl. Falk, (2006) S.255.

Der Franchisegeber stellt außerdem sein umfangreiches Wissen etwa in Form von Coaching oder Managementtrainings zur Verfügung und unterstützt den Betreiber aktiv bei der Führung des Hotels. Dafür verpflichtet sich der Franchisenehmer das Betreiberkonzept umzusetzen, wobei er v.a. die vorgegebenen Standards bei der Ausstattung des Hotels und die hoteltypischen Leistungen zu beachten und umzusetzen hat. Es ist nicht ungewöhnlich, dass der Franchisenehmer verpflichtet wird, die Hotelausstattung bzw. bestimmte Produkte nur von autorisierten Lieferanten zu beziehen, um die Einhaltung bestimmter Qualitätsstandards zu gewährleisten.

Die genaue Definition des Betreiberkonzepts ist in den Handbüchern den so genannten „Brand Standard Manuals“ dargestellt, auf die im Vertrag Bezug genommen wird. Darin sind auch permanente Kontroll- und Einsichtsrechte verankert und die Zusicherung des Franchisenehmers, an umfangreichen Schulungen teilzunehmen, um auch den operativen Leistungsstandards der Marke gerecht werden zu können.³⁸

Sollte in der Hotelentwicklung ein Franchisevertrag angedacht werden, löst dies üblicherweise folgende vertragliche Konstellation aus: Der zukünftige Betreiber des Hotels verpflichtet sich gegenüber dem Hotelentwickler einen Franchisevertrag mit einer internationalen Hotelkette einzugehen. Der Betreibervertrag, zu dem das Franchiseagreement annexiert ist, wird jedoch zwischen dem Entwickler und dem Franchisenehmer abgeschlossen. Andererseits verpflichtet sich der Entwickler im Rahmen des so genannten Developmentvertrages, das Hotel gemäß den Standards des Franchisegebers betriebsfertig zu errichten.

3.3.3 Pachtvertrag

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die nachfolgenden Ausführungen zum Thema Pacht- bzw. Managementvertrag auf einen Vortrag von Dallmann und Maschmeier im Zuge des Hotelinvestmentforums 2007.³⁹

Die in Europa historisch am weitesten verbreitete Form der Fremdbewirtschaftung von Hotels ist der Hotelpachtvertrag. Der Eigentümer überlässt dabei dem Pächter die Nutzung des, üblicherweise, volleingerichteten und ausgestatteten Hotels. Der Pächter ist berechtigt das Hotel auf eigene Rechnung zu nutzen, d.h., dass ihm auch das wirtschaftliche Ergebnis

³⁸ Vgl. VÖB (2004) ,S.57.

³⁹ Vgl. Dallmann, Maschmeier (2007).

des Hotels zusteht, wofür er das Betriebsrisiko trägt.

Diese Form der Fremdbewirtschaftung generiert für den Verpächter klar kalkulierbare und, abhängig von der Form der Pachtvereinbarung, von Nachfrageschwankungen unabhängige Einkünfte, was eine Fremdfinanzierung vereinfacht und das Hotel für konservative Endinvestoren attraktiv macht. Der Pachtvertrag ist deshalb nach wie vor die von den europäischen Investoren und Banken bevorzugte Vertragsart.

Vertragsdauer

Die Komplexität der Hotelimmobilie legt den Abschluss langfristiger Verträge nahe. Die von Verpächtern angestrebte Dauer für Hotelpachtverträge beträgt 15 – 20 Jahre, sehr oft verknüpft mit 5 jährigen Verlängerungsoptionen für den Pächter. Um diese Langfristigkeit zu gewähren, muss unerwarteten Kündigungen rechtlich vorgebeugt werden. Die gesetzliche Höchstgrenze für den Ausschluss des Kündigungsrechts beträgt jedoch in Deutschland, gemäß § 544 BGB, 30 Jahre.⁴⁰

Varianten des Pachtvertrages

Gegen Gewährung des Rechts zur Nutzung der Immobilie, oft inklusive deren Einrichtungen und Ausstattungen, zahlt der Pächter eine im Voraus bestimmte, meist indexierte, Pacht. Dabei steht den Vertragsparteien eine Fülle von Varianten zur Verfügung, deren Festlegung u.a. von der Risikobereitschaft der Parteien, der steuerlichen Zielsetzung, der Betreiberstrategie, aber auch den gesetzlichen Rahmenbedingungen beeinflusst wird.⁴¹

Die einfachste, und für den Eigentümer risikoärmste, Form der Pacht ist die Festpacht, die unabhängig vom Geschäftsverlauf in konstanter Höhe vom Pächter abzuführen ist. Der Verpächter kann bei dieser Form jedoch nicht an einer überdurchschnittlichen Geschäftsentwicklung partizipieren. Üblicherweise wird die Zimmeranzahl als rechnerische Bezugsgröße gewählt, insbesondere wenn ein Hotel bereits im Planungsstadium verpachtet wird, sodass noch Änderungen der Zimmeranzahl zu erwarten sind. Die Höhe der Pacht wird auf Basis der prognostizierten Erträge des Hotelbetriebs berechnet. Je nach Verhandlungsstärke der beteiligten Parteien, sowie der vorliegenden Hotelkategorie, bewegt sich die Fixpacht üblicherweise zwischen 20% und 30% des

⁴⁰ Vgl. VÖB (2004), S.51.

⁴¹ Vgl. Steger (2008).

Gesamtumsatzes. Als Grundregel gilt, je niedriger die Kategorie, desto höher der Pachtsatz. Der Grund liegt im reduzierten Service- und Ausstattungsniveau (v.a. im F&B Bereich) von Budget Hotels, die dadurch eine günstigere Kostenstruktur aufweisen und somit einen höheren prozentuellen Gross Operating Profit (GOP) zu generieren im Stande sind.⁴²

Faktoren, die darüber hinaus auf die Höhe der Pacht Einfluss haben, sind beispielsweise, welche Partei die FF&E Kosten, Working Capital und/oder pre-opening Kosten trägt, die Bonität des Pächters, aber auch die Höhe der Pachtausfallsgarantien.

Abgesehen von der Festpacht lassen sich in der Hotellerie zahlreiche mehr oder weniger erfolgsabhängige Entgeltformen bis hin zum reinen profit and loss-sharing finden.

Dazu zählt beispielsweise der Staffelpachtvertrag. Er ist wie ein Festpachtvertrag zu behandeln, mit dem Unterschied, dass die Pacht in der Anlaufphase zur Minimierung der Betreiberverluste gestaffelt ist. Nach der Anlaufphase wird wiederum eine fixe Pacht gezahlt, welche im Vergleich zum Fixpachtvertrag etwas höher ausfällt, um die niedrigere Pacht in der Anlaufphase zu kompensieren.

Immer häufiger anzutreffen, und bei Investoren und Betreibern gleichermaßen beliebt, sind Mischformen, die sowohl eine fixe bzw. garantierte, als auch eine umsatzabhängige Komponente beinhalten.⁴³ Durch die Koppelung einer festen bzw. garantierten Grundpacht mit einer erfolgsabhängigen Zusatzpacht wird der Verpächter an den Chancen und Risiken des Betreibers beteiligt.

Der fix garantierte Teil wird analog zur Fixpacht berechnet und beträgt im Regelfall zwischen 70% -90% der Gesamtpacht, je nach Risikoaffinität der Parteien. Aus Sicht des Verpächters sollte damit mindestens die Rückführung des Fremdkapitals gedeckt werden. Der ergebnisabhängige Teil kann entweder nach dem Umsatz oder dem Betriebsgewinn bemessen und gestaffelt bzw. als fester Prozentsatzes vereinbart werden. Dadurch verschiebt sich das Kapitalrisiko wiederum näher zum Investor.

Häufig wird dem Pächter als Anreiz ein vereinbarter Sockelbetrag des Betriebsgewinnes überlassen. Überschüssige Erträge werden dann nach einem definierten Schlüssel zwischen Verpächter und Pächter aufgeteilt.

Um Streitigkeiten über die Berechnung der Erfolgspacht zu vermeiden, ist eine klare

⁴² Vgl. VÖB (2004), S.51.

⁴³ Vgl. Steger (2008).

Definition der Berechnungsbasis essentiell. Es empfiehlt sich auf das USALI abzustellen. Diese Bezugnahme schafft eine weitgehend sichere Berechnungsgrundlage und ist sehr beliebt bei Investoren, da es Ihnen zwangsläufig erlaubt, einen Einblick in operative Finanzkennzahlen zu bekommen und sie den Betreiber auf diese Weise kontrollieren können. Reine Einsichts- und Kontrollrechte sind in diesem Fall für den Verpächter häufig nicht ausreichend und es wird eine zusätzliche Berichtspflicht bezüglich der wesentlichen Kennzahlen des Unternehmens vereinbart.⁴⁴

Die für den Verpächter risikoreichste Form ist ein reiner Umsatzpachtvertrag, bei dem sich die Höhe der Pachtzahlung aus einem festgelegten Prozentsatz des Umsatzes berechnet. Der Verpächter trägt bei dieser Form die Chancen und Risiken des Hotelbetriebs, was eine fundierte Branchenkenntnis voraussetzt. Nur in den seltensten Fällen wird ein komplett variabler Mietvertrag errichtet, meist lässt sich der Verpächter eine garantierte Miete zusichern. Üblicherweise werden diese Mindestpachtzahlungen über Bankgarantien, Pachtausfallsversicherungen oder gegebenenfalls durch Konzerngarantien der Muttergesellschaft des Pächters vertraglich abgesichert.⁴⁵

Renovierung, Instandhaltung und –setzung

Der Verpächter ist gesetzlich verpflichtet, die Immobilie Instand zu halten, Instand zu setzen und zu renovieren, sowie das Inventar zu ersetzen, sofern nicht der Pächter für die Beeinträchtigung verantwortlich ist. In der Praxis ist es jedoch üblich, diese Pflichten, abgesehen von der Verantwortung für „Dach und Fach“, dem Pächter zu übertragen und auch die zeitlichen Zyklen bindend zu definieren. Der Begriff „Dach und Fach“ ist rechtlich nicht klar definiert, weshalb im Vertrag festzuhalten ist, was hierunter im Einzelfall verstanden wird. Um sicherzustellen, dass ausreichend Mittel für notwendige Instandhaltungs- und Instandsetzungsmaßnahmen, Reparaturen sowie die Ersatzbeschaffung von Inventar zur Verfügung stehen, wird der Pächter verpflichtet, eine Rücklage für das FF&E zu bilden, in den jährlich 2% - 4% der Betriebseinnahmen einzustellen sind.⁴⁶

Trotz vertraglich vereinbarter Instandhaltung ist aufgrund der Langfristigkeit des Vertrages nicht absehbar, in welchem Zustand das Pachtobjekt, inklusive Inventar, bei Vertragsende

⁴⁴ Vgl. Steger (2008).

⁴⁵ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2005), S.1f.

⁴⁶ Vgl. Baumann (2007).

zurückgegeben wird. Es wird deshalb üblicherweise eine ständig zu überarbeitende Inventarliste mitgeführt. Außerdem sollte aus Eigentümersicht vertraglich geregelt sein, dass bei Rückgabe kettenspezifisches Inventar gegen neutrales ausgetauscht werden muss.

Sonderregelungen bei Vertragsabschluss im Planungsstadium

Wird ein Pachtvertrag über ein noch zu errichtendes Hotel abgeschlossen, wird üblicherweise eine Developmentvereinbarung Vertragsgegenstand. Darin ist detailliert die vom Entwickler geschuldete Bau-, Ausbau- und Ausstattungsleistung festgeschrieben. Auch die eventuelle Einhaltung von kettenspezifischen Standards wird festgehalten. Dem Pächter werden Kontroll- und Mitwirkungsrechte eingeräumt. Oft wird er in die Planung, insbesondere der Innenarchitektur und Ausstattung, des Hotels miteinbezogen, um die Einhaltung der vereinbarten Standards zu sichern. Hierfür erhält er gelegentlich auch eine Vergütung, die so genannte „technical assistance fee“. Darüber hinaus hat auch der Betreiber bestimmten Pflichten nachzukommen, wie beispielsweise Pre-opening Maßnahmen vor Eröffnung des Hotels. Darunter fallen vor allem die Einstellung und Schulung des Personals und Marketingaktivitäten.⁴⁷

Wird die Hotelimmobilie verkauft, ersetzt der Käufer den bisherigen Eigentümer als Vertragspartei und das Pachtverhältnis wird laut bestehendem Vertrag fortgesetzt. Dies gilt grundsätzlich auch, wenn das Hotel vor Fertigstellung verkauft wird. Hier sollte aber durch zusätzliche Rechtsnachfolgeklauseln sichergestellt werden, dass der Käufer an dem bestehenden Pachtvertrag gebunden ist.

3.3.4 Managementverträge

An Stelle von Pachtverträgen werden in der Hotellerie oftmals Managementverträge abgeschlossen. Ein Managementvertrag ist ein entgeltlicher Geschäftsbesorgungsvertrag mit Diensttragselementen, in dem sich der Manager verpflichtet, gegen Vergütung ein fremdes Unternehmen auf fremde Rechnung zu führen.⁴⁸ Damit trifft den Manager selbst nur ein geringes Investitions- und Geschäftsrisiko. Nicht zuletzt deswegen ist es die beliebteste Vertragsform der Betreiber. Mit Abschluss eines Managementvertrages wird das Hotel regelmäßig Hotelketten angegliedert, mit der Folge, dass auch Franchiseleistungen Vertragsgegenstand werden.

⁴⁷ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2005), S.3f.

⁴⁸ Vgl. Joachim (2003), S.124.

Vertragsdauer

Ähnlich den Pachtverträgen ist man auch hier bestrebt, einen möglichst langfristigen Vertrag abzuschließen, sehr häufig mit Laufzeiten zwischen 15 und 20 Jahren plus der üblichen ein bzw. zwei Verlängerungsoptionen zu jeweils fünf Jahren.⁴⁹

Pflichten des Managers

Die Hauptleistung des Managers besteht darin, den Hotelbetrieb unter Nutzung seines besonderen Know Hows zu organisieren, zu leiten und somit für den Eigentümer den bestmöglichen Umsatz bzw. Gewinn zu erwirtschaften. Die Leistung des Managers wird in der Praxis an hand so genannter „benchmark projections“ gemessen. Darunter versteht man Ergebnisprognosen, die für einen bestimmten Zeitraum von unabhängigen Spezialisten, unter Berücksichtigung branchenspezifischer Tendenzen und anhand vorab festgelegter Konkurrenzhotels, errechnet werden. Erreicht der Hotelmanager vertraglich vereinbarte benchmark projections über mehrere Jahre nicht, hat der Eigentümer das Recht bestimmte Zahlungen an den Manager zu stunden (so genanntes „stand aside“), oder den Vertrag zu kündigen. Oft wird dem Manager aber gleichzeitig das Recht eingeräumt die stand asides zurückzufordern, sobald das vorgeschriebene Ergebnis wieder übertroffen wird.

Der Eigentümer strebt weiters an, den Manager zu regelmäßigen und umfangreichen Berichtserstattungen vertraglich zu verpflichten, um die Kontrolle über das operative Geschäft zu behalten und gegebenenfalls korrigierend eingreifen zu können. Auf der anderen Seite hat der Hotelinhaber die Verpflichtung, dem Manager ein betriebsfähiges Hotel inklusive Einrichtung und Ausstattung, sowie regelmäßig auch das erforderliche Betriebskapital auf seine Kosten zur Verfügung zu stellen. Üblicherweise wird das Personal des Hotels zwar vom Manager ausgesucht und geschult, angestellt und entlohnt wird es allerdings vom Eigentümer.⁵⁰ Der Managementvertrag erfordert also vom Eigentümer fundierte Branchenkenntnisse und hotelspezifische Kompetenz, um den Manager über aktives Asset Management zu kontrollieren und zu steuern.

Managementfee

Als Entgelt für die Managementleistungen erhält der Hotelbetreiber die „Management Fee“, eine Provision, die sich üblicherweise in eine Grundvergütung (basic fee) und eine

⁴⁹ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2005), S.2.

⁵⁰ Vgl. Dallmann, Maschmeier (2007).

erfolgsabhängige Vergütung (incentive fee) aufteilt. Während die basic fee umsatzbezogen ist und in der Größenordnung von 2% bis 4% des Gesamtumsatzes (ohne Umsatzsteuer) liegt, errechnet sich die incentive fee als Prozentsatz des Bruttobetriebsergebnisses (GOP), oft auch eines „adjusted GOP“ (kurz AGOP) nach Abzug von Sonderaufwendungen (etwa der Grundvergütung des Managers, der Zuweisung an den FF&E-Fond, Versicherungen, u.ä.). Der Prozentsatz für die Erfolgsvergütung variiert verhandlungsabhängig zwischen 7% und 15 % des GOP/AGOP.⁵¹ Als weiterer Anreiz für den Betreiber kann außerdem eine Überschussbeteiligung vereinbart werden, die den Betreiber über die übliche incentive fee hinaus, in einem vordefinierten Verhältnis an den von ihm erwirtschafteten Überschüssen partizipieren lässt.

Die Einkünfte, die dem Eigentümer nach Bezahlung der Management Fee zufließen, sind gewerblicher Art und nicht, wie beim Pachtvertrag, Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung. Dies hat wesentliche Auswirkungen auf potentielle Investoren, da beispielsweise bestimmte Immobilienfonds nach deutschem Recht keine Einnahmen gewerblicher Art erzielen dürfen.⁵²

Performanceusage/Garantien

Analog zum Pachtvertrag gibt es auch beim Managementvertrag Vertragsklauseln, die ein Mindestergebnis vom Hotelbetreiber fordern, und somit das Risiko teilweise auf den Betreiber abwälzen und den Vertragstyp für risikoaverse Investoren ebenfalls attraktiv gestalten. Das Erreichen vorher festgelegter Performancezusagen wird in regelmäßigen Abständen durch so genannte RevPAR Tests überprüft. Ob und in welcher Form Garantiezusagen Vertragsgegenstand werden, hängt einmal mehr von der Verhandlungsposition der Parteien ab.

Sonderregelungen bei Vertragsabschluss im Planungsstadium

Eine insbesondere für die Hotelentwicklung maßgebliche Besonderheit von Managementverträgen ist, dass bei Eigentumsübergang der Käufer nicht an den Hotelmanagementvertrag gebunden ist. Dementsprechend empfiehlt es sich im Falle einer geplanten Veräußerung, den Managementvertrag beispielsweise in Form einer Grundbucheintragung zusätzlich zu sichern.⁵³

⁵¹ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2005).

⁵² Vgl. Falk (2006), S.257.

⁵³ Vgl. Dallmann, Maschmeier (2007).

3.3.5 Lease vs Management Contract

Abschließend sind stichwortartig nochmals Unterschiede und daraus resultierende Vor- bzw. Nachteile von Management- respektive Pachtverträgen zusammengefasst:

	Managementvertrag	Pachtvertrag
<i>Vorteile für Betreiber</i>	1. Kostengünstige und schnelle Expansion 2. Kein wirtschaftliches Risiko abgesehen von Image Schäden 3. Kritische Masse für Aufbau einer Kette schnell zu erreichen 4. Kaum gebundenes Kapital	1. Alleinige Kontrolle des Betriebs 2. Starke Verhandlungsposition da Pachtvertrag von Investoren gewünscht 3. Überschüssiger Gewinn auf Seiten des Betreibers
<i>Nachteile für Betreiber</i>	1. Begrenzte Gewinnchancen 2. Umfangreiche Berichts- und Abstimmungspflichten 3. Abstimmung des Tagesgeschäfts mit Eigentümer 4. Erlöschen des Vertrages bei Insolvenz des Eigentümers	1. Betreiber verliert seine Einnahmenquelle bei Vertragsende behält aber Personal 2. Hohe Anfangsinvestitionen 3. Operatives Risiko wird von Betreiber getragen 4. Pachtzahlungsverpflichtung als Verbindlichkeit in der Bilanz
<i>Vorteile für Eigentümer</i>	1. Know How des Betreibers kann zugekauft werden 2. Starke Marke wirkt sich wertsteigernd auf Verkaufspreis aus 3. Qualitäts Management inklusive professioneller Instandhaltung und Instandsetzung 4. Hohe/ alleinige Rendite bei erfolgreichem Betrieb 5. Vertragsauflösung bei Verkauf	1. Minimiertes wirtschaftliches Risiko und klar kalkulierbare und sichere Einnahmen 2. Personal ist bei Betreiber angestellt 3. Kein operatives Know- How erforderlich 4. Einfachere und günstigere Finanzierung 5. Bevorzugte Vertragsart bei Investoren
<i>Nachteile für Eigentümer</i>	1. Verlust der Betriebskontrolle 2. Anstellung des Personal und höhere Investitionskosten 3. Assetmanagement-Kompetenz notwendig 4. Einpreisung des höheren Risikos bei Verkauf 5. Alleiniges Tragen des wirtschaftlichen Risikos	1. Betreiber hat keinen Anreiz die Immobilie bestmöglich Instand zu halten 2. Passive Position des Eigentümers 3. Keine zusätzliche Partizipationsmöglichkeit am Gewinn 4. Pachtverträge sind nur sehr schwierig zu beenden

Abbildung 3: Gegenüberstellung Managementvertrag – Pachtvertrag

Die angeführten Unterschiede sind relativ zu betrachten, da sie durch entsprechende Vertragsgestaltungen, wie etwa Mindestgarantien bei Managementverträgen, bzw. hohe variable Komponenten bei Pachtverträgen, extrem reduziert werden können.

In Anlehnung an die unterschiedlichen Charakteristika muss sich der Entwickler bei der Festlegung der bevorzugten Vertragsart über folgende essentielle Grundsatzfragen im Klaren sein:

- Welche steuerliche Einkommensart ist vorteilhaft; gewerbliche Einnahmen vs. Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung?
- Ist genügend Expertise und branchenspezifisches Know How vorhanden, um Managementverträge zu exekutieren und zu kontrollieren?
- Risikoreduktion oder Renditepotential?
- Welche Vertragsart wird von Banken und Investoren bevorzugt?

Anhand der letzten Frage wird deutlich, dass der Hotelentwickler neben seinen eigenen Interessen ganz besonders auch die Anforderungen anderer Parteien mit ins Kalkül zu ziehen hat, um eine zielorientierte Hotelprojektentwicklung auch erfolgreich zum Abschluss zu bringen. Dieses Spannungsfeld wird auch die nächsten Kapitel begleiten, in denen der Hotelprojektentwicklungsprozess Phase für Phase dargestellt und auf besondere Hindernisse und Risiken eingegangen wird.

4 Hotelprojektentwicklung

4.1 Definition der Projektentwicklung

Der Begriff Hotel- bzw. Immobilienprojektentwicklung ist gesetzlich nicht definiert. In der Literatur hat sich jedoch folgende Definition nach Diederichs etabliert:

“Durch Projektentwicklung sind die Faktoren Standort, Projektidee und Kapital so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und -sichernde sowie gesamtwirtschaftlich sozial- und umweltverträgliche Immobilienobjekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können.“⁵⁴

Da diese Definition die meisten Aspekte berücksichtigt, die bei einer erfolgreichen Projektentwicklung in Betracht kommen, hat sie sich weitestgehend durchgesetzt. International ist der Begriff „Development“ mit der deutschen Bezeichnung Projektentwicklung gleichzusetzen und hat sich längst auch im deutschen Sprachgebrauch eingebürgert.

Die Projektentwicklung beinhaltet insbesondere die Konzeption, Entwicklung, Errichtung und Betreuung von Projekten und bindet dabei umfassende Leistungen, vom Grundstückerwerb über Planung, Finanzierung und Errichtung, sowie anschließender Vermietung bzw. Verpachtung, Betrieb oder Verkauf mit ein.⁵⁵

Für die Hotelprojektentwicklung bedeutet dies, dass sie zum Ziel haben muss, trotz der zunehmenden Komplexität der Hotelimmobilienprojekte und einer verstärkten Konkurrenz der Standorte untereinander, ein optimiertes Nutzungskonzept für den jeweiligen Standort zu finden und die Entwickler-, Investoren-, Banken- und Betreiberinteressen gleichermaßen zu bedienen, alle Einzelleistungen zu koordinieren und ein fertiges Produkt zu liefern, welches möglichst viel Rendite liefert.⁵⁶

Eine der schwierigsten Aufgaben dabei ist, das Spannungsfeld zwischen den Hauptakteuren Projektentwickler, Hotelbetreiber, Fremdkapitalgeber und Investoren zu lösen. Aus diesem Grund werden im nächsten Schritt diese Protagonisten näher beleuchtet und ihre Erwartungen und Anforderungen an die Hotelprojektentwicklung dargestellt.

⁵⁴ Schulte (2004), S.233.

⁵⁵ Vgl. Schulte (2004), S.151.

⁵⁶ Vgl. Falk (1996), S.501.

4.2 Projektumwelt

„Der Projektentwicklungsprozess ist durch die interdisziplinäre Zusammenarbeit einer Vielzahl von Akteuren gekennzeichnet, die vor allem daraus resultiert, dass es dem Projektentwickler vor dem Hintergrund der Vielschichtigkeit der Problemstellungen in der Regel nicht möglich sein dürfte, sämtliche Aufgaben selbst durchzuführen.“⁵⁷ Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die Vielzahl der beteiligten Parteien, wobei es zu berücksichtigen gilt, dass nicht notwendigerweise alle Akteure an jeder Projektentwicklung mitwirken und dass ihre jeweilige Bedeutung zweifelsohne von Projekt zu Projekt variiert.⁵⁸

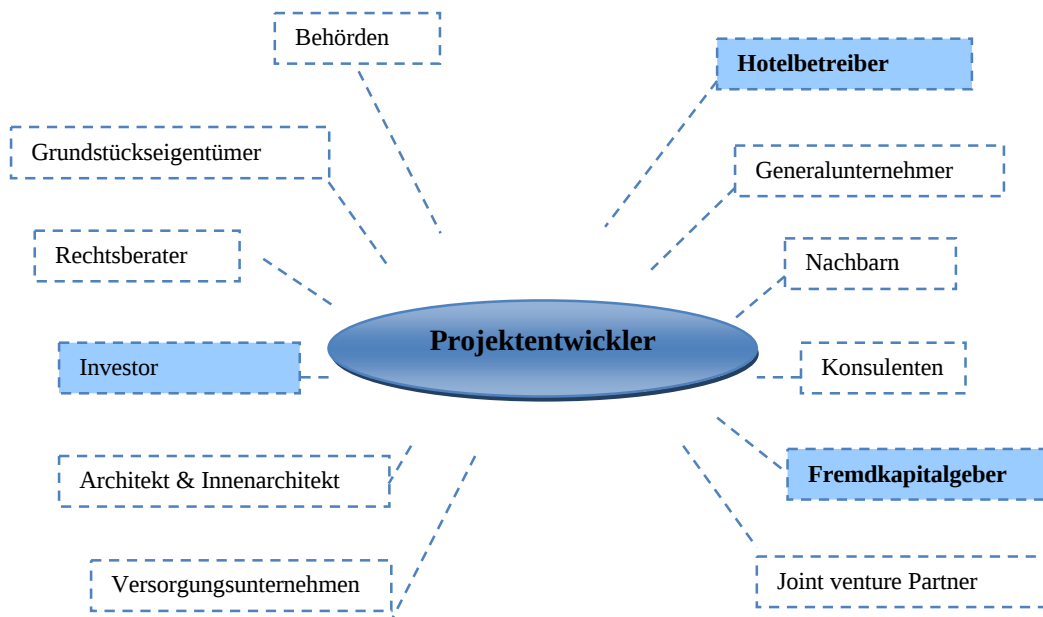


Abbildung 4: Akteure der Projektentwicklung

Obwohl die Hotelprojektentwicklung grundsätzlich an jedem der oben dargestellten Akteure scheitern kann, kommt es ohne die vier hervorgehobenen Akteure Hotelbetreiber, Investoren, Fremdkapitalgeber und Projektentwickler erst gar nicht zur Projektumsetzung.

4.3 Projektentwickler

Die unterschiedlichen Aufgabenbereiche der Projektentwicklung lassen sich i.d.R. nicht von einem einzigen Unternehmen erbringen. Vielmehr kommt dem Projektentwickler die

⁵⁷ Schulte (2004), S.262.

⁵⁸ Vgl. Schulte (2004), S.262ff.

Aufgabe zu, den Projektentwicklungsprozess zu koordinieren und die effizienteste Zusammenarbeit zwischen seinem Entwicklungsteam und den externen Akteuren zu sichern. Projektentwicklungsunternehmen lassen sich grundsätzlich in drei Hauptgruppen unterteilen:

Service-Developer

Er beschränkt sich darauf, reine Dienstleistung im Sinne der Entwicklung eines Projektkonzeptes bis zur Planungsreife bzw. Baufreigabe zu erbringen. Dafür wird er von einer dritten Partei beauftragt und honoriert.

Trader-Developer

Er führt alle Entwicklungsmaßnahmen auf eigene Rechnung, im eigenen Namen und somit auf eigenes Risiko durch. Seine Intention ist es, das zu entwickelnde Grundstück inklusive Objekt an einen Endinvestor gewinnbringend zu verkaufen.

Investor-Developer

Er unterscheidet sich vom Trader-Developer nur dadurch, dass es sein Ziel ist, das fertige Objekt in den eigenen Bestand zu übernehmen.⁵⁹

Im weiteren Verlauf dieser Arbeit wird, wenn nicht ausdrücklich anders erwähnt, aus der Position des Trader-Developers argumentiert, da der Entwickler nur in seltenen Fällen noch mit dem Betreiber identisch ist.

Die Hauptmotivation aller Projektentwickler ist das Abschöpfen des Mehrwerts, der sich aus der Wertsteigerung eines günstig erworbenen Grundstückes durch wirtschaftlich gewinnbringende Nutzung ergibt. Ziel des Trader-Developers ist es, das Projekt nach Baufertigstellung bzw. schon während der Entwicklungsphase mit größtmöglicher Rendite an einen Endinvestor zu verkaufen. Unabhängig vom Zeitpunkt des Verkaufes begleitet er im Regelfall den gesamten Entwicklungsprozess von der Initiierung bis hin zur Fertigstellung.⁶⁰

Die eigentliche Hauptaufgabe des Entwicklers ist, vor dem Hintergrund der

⁵⁹ Vgl. Schulte (2004), S.160.

⁶⁰ Vgl. Gondring (2004), S.268.

Vielschichtigkeit an Problemen und Aufgaben, ein möglichst vielseitiges und kompetentes Team von Experten zusammenzustellen und dieses in eine professionelle und aufgabenbezogene Organisation einzugliedern. Innerhalb dieser ist er für die Koordination, die Steuerung und die Überwachung der terminlichen und sachlichen Einhaltung der delegierten Aufgaben verantwortlich und muss diese zu einem zielorientierten Gesamtbild zusammenfügen.⁶¹

4.4 Betreiber

Innerhalb des Hotelentwicklungsprozesses spielen die Hotelbetreiber aus mehreren Gründen eine bedeutende Rolle. Sie tragen nicht nur die Hauptverantwortung dafür, dass nach Fertigstellung ein guter Zugang zum internationalen Markt sichergestellt ist und entsprechende Auslastungen und Zimmerpreise realisiert werden, sondern sind von Beginn an in die planerischen und konzeptionellen Überlegungen des Entwicklers mit einzubeziehen.

Das möglichst frühe Einbinden des Hotelbetreibers in die Projektentwicklung hat neben der Sicherung der Finanzierung auch noch aus einem weiteren Grund oberste Priorität bei Hotelprojektentwicklern. Der Betreiber wird abhängig von der Produktkonzeption sehr genaue Vorstellungen haben, wie das Endprodukt auszusehen hat und welchen Anforderungen es entsprechen muss. Diese, bis ins letzte Detail festgehaltenen, so genannten Brand Standards, die sich sowohl auf raumplanerische Mindestmaße, Anforderungen an Haustechnik und Elektroinstallationen, wie auch an die geforderte Mindestausstattung und das Design des Hotels beziehen, müssen in einem möglichst frühem Stadium mit in den Planungs- und Entwicklungsprozess einfließen.⁶²

In der Regel wird der Entwickler versuchen, einen namhaften internationalen Betreiber für das Projekt zu gewinnen, mit dem Ziel einen langfristigen Betreibervertrag abschließen, um sein Risiko, aber auch das potentieller Fremdkapitalgeber und Endinvestoren, zu reduzieren.⁶³ Insbesondere große, namhafte Hotelgesellschaften wie Starwood, Accor oder InterContinental Hotels Group sind in der komfortablen Lage, sich die Projekte auszusuchen und sind demzufolge bei den Verhandlungen der Betreiberverträge in einer sehr guten Ausgangsposition.

⁶¹ Vgl. Gondring (2004), S.268ff.

⁶² Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.804.

⁶³ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.804.

Unterschiedlich ist die Herangehensweise der Hotelketten bei der Frage, ob die Expansion direkt, also durch Eigenbetrieb der Immobilie erfolgt, oder über ein Franchisesystem. Nur in den seltensten Fällen sind die Hotelketten noch daran interessiert, selbst zu entwickeln, sich an der Finanzierung zu beteiligen bzw. die Immobilie zu kaufen.

Anforderungen der Hotelbetreiber

Die Hotelketten haben in Abhängigkeit vom Konzept, Kategorie und Hoteltyp ganz unterschiedliche Standortprioritäten und Anforderungen. Beispielsweise sind Luxushotel in der Regel in Stadtzentren großer Metropolen zu finden, während Budgethotels häufig verkehrsgünstige und gut sichtbare Grundstücke in Stadtrandlagen suchen.⁶⁴ Ebenso konzept- und standortabhängig sind die Anforderungen hinsichtlich Zimmerzahlen, Raumgrößen, Ausstattung oder dem gewünschten Gästemix. Man kann sogar sagen, dass es auf aufgrund der Heterogenität und der Vielzahl an unterschiedlichsten Hoteltypen mehr oder minder für jeden Standort ein passendes Konzept gibt.

Für die Hotelprojektentwicklung ist von enormer Bedeutung, ob der Betreiber ein standardisiertes oder individuelles Konzept bevorzugt. Standardisierte Produkte sind über alle Hotelkategorien zu finden, da so Kostenersparnisse erzielt werden können und eine klare Definition der gewünschten Standards erreicht wird. Um die vorgegebenen Raumprogramme auch in der Immobilie umsetzen zu können, bevorzugen viele Betreiber Neuentwicklungen, bei denen sie maßgeblich im Gestaltungsprozess mitwirken können. Eine Ausnahme bilden Hotelgruppen wie etwa die österreichische Betreibergesellschaft Vienna International oder Kempinski, die bewusst auf Individualität setzt. Dieser Ansatz findet sich auch in der Namensgebung wieder, so heißt das berühmte Hotel in Berlin „Hotel Adlon Kempinski“ und nicht etwa „Kempinski Berlin“.

Die Gewinnung großer Hotelketten für ein Projekt kann nur dann funktionieren, wenn es in die Expansions- und Markenstrategie des Konzerns passt und detaillierte Kenntnisse von spezifischen Konzeptionen, Raumprogrammen, technischen Vorgaben und Standortanforderungen vorhanden sind um diese rechtzeitig in die Planung einfließen zu lassen.⁶⁵

⁶⁴ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.23.

⁶⁵ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.25.

Anforderungen an den Betreibervertrag

Wie bereits angedeutet, ist ein Managementvertrag aus Betreiberperspektive das angestrebte Optimum und das wenn möglich, ohne zusätzliche Mindesteinnahme - Garantien. Die implizierte Risikoreduktion, die Chance auf Mehreinnahmen und die geringen Eigeninvestitionen werden von Hotelbetreibern üblicherweise höher gewichtet als der Verlust der unabhängigen Betriebsführung. Oft können diese Anforderungen auch durchgesetzt werden, da es den Entwicklern an der nötigen Verhandlungsstärke fehlt. Dennoch sehen sich auch die großen Hotelketten vermehrt einem Konkurrenzdruck ausgesetzt, v.a. wenn es sich um gute Standorte in aufstrebenden Märkten wie Russland, China oder Dubai handelt. Zusätzlich steigt auch bei den Betreibern das Bewusstsein, dass es einer gewissen Kompromissfähigkeit bedarf, um für alle Seiten ein brauchbares Vertragskonstrukt mit ausgewogener Risikoverteilung zu schaffen, um interessante Projekte nicht schon im Keim zu ersticken.

4.5 Fremdkapitalgeber

„Fremdkapitalgeber sind alle jene Finanzierungsträger, die der Projektentwicklungsgesellschaft befristet Kapital zur Verfügung stellen und einen Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung des jeweiligen Kreditbetrages unabhängig vom finanziellen Erfolg des Projektes haben. Zu ihnen zählen insbesondere Geschäfts- und Hypothekenbanken.“⁶⁶

Die Experten dieser Finanzierungsinstitute werden häufig schon in frühen Phasen der Projektentwicklung beratend tätig. Dieses finanzielle Consulting erleichtert die Einschätzung der projektiinhärenten Risiken und bildet die Grundlage für die Festlegung des erforderlichen Eigenkapitalanteils und der bestmöglichen Strukturierung der Finanzierung. Art und Umfang der Fremdfinanzierung hängen bei Hotelprojekten auch von der Werthaltigkeit der gestellten Garantien und insbesondere den Betreiberverträgen ab.⁶⁷

Für die Entwicklung eines Hotels wird üblicherweise eine Projektfinanzierung benötigt. Das bedeutet, dass das Fremdkapital über den gesamten Entwicklungsprozess zur Verfügung stehen muss und die Fremdkapitaldeckung später aus den zu erwartenden zukünftigen Cash Flows des Hotelprojektes erfolgt.⁶⁸

⁶⁶ Schulte (2004), S.157f.

⁶⁷ Vgl. VÖB (2004), S.9.

⁶⁸ Schulte, Bone-Winkel (2002), S. 265.

4.5.1 Finanzierungskonzept

Das Eigenkapital der Hotelprojektentwickler reicht in den seltensten Fällen zur Realisierung eines Hotelprojektes aus, sodass andere externe Finanzierungsquellen einbezogen werden müssen. Selbst wenn Eigenkapital in ausreichendem Maße vorhanden ist, können Gründe für eine anteilige Fremdfinanzierung sprechen, z.B. die steuerliche Bevorzugung des Fremdkapitals oder der Leverage Effekt. Der Leverage-Effekt besagt, dass die Eigenkapitalrentabilität einer Investition durch Erhöhung des Fremdkapitalanteils gesteigert wird, sofern die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als der Fremdkapitalzins.⁶⁹

Die Auswahl des richtigen Finanzierungskonzepts bildet letztendlich die Voraussetzung für eine erfolgreiche Immobilieninvestition.⁷⁰ Ergeben sich für den Projektentwickler zu hohe Belastungen so ist sowohl die wirtschaftliche Existenz des Projekts, als auch die des Kreditnehmers gefährdet. Notwendig wird somit ein Finanzierungskonzept, welches auf Grundlage zuvor vom Entwickler erstellter Planrechnungen eine detaillierte Aufstellung der angefallenen Gesamtinvestitionskosten, sowie das zur Finanzierung notwendige Eigen- und Fremdkapital beinhaltet. Folgende Punkte sind dabei vom Projektentwickler und der finanzierenden Bank u.a. zu klären bzw. zu optimieren:

- Höhe des Finanzierungsbedarf
- Anforderung der Banken zum Verhältnis EK/FK
- Finanzierungsplan (zeitlicher Verlauf / anfallende Ziehungen)
- Finanzierungsdauer / Laufzeit des Kredits
- Verfügungsmöglichkeiten
- Finanzierungskosten
- Stellung von Sicherheiten
- Steuerliche Wirkungen

⁶⁹ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2002).

⁷⁰ Vgl. Schulte (2004), S.533.

4.5.2 Projektfinanzierung

Das allgemeine Finanzierungsumfeld der Hotelprojektentwicklung besitzt eine sehr hohe Wertrelevanz, da Hotels gewöhnlich mit hohen Fremdkapitalanteilen finanziert werden. Einerseits hat dies Auswirkungen auf die grundsätzliche Zahlungsbereitschaft von Investoren, die ihrerseits Mittel auf dem Fremdkapitalmarkt aufnehmen, und andererseits auf die Realisierungswahrscheinlichkeit, bzw. die Gesamtrentabilität von Hotelprojekten in Entwicklung.⁷¹

Hotelprojekte werden üblicherweise durch langfristige Bankkredite finanziert, jedoch ist die Finanzierung von Hotels noch nie an oberster Stelle der Wunschliste von Banken gestanden. Dies hängt mit den bereits dargestellten Charakteristika der Betreiberimmobilie, wie etwa der hohen Kapitalintensität, der langsamen Kapitalumschlagsgeschwindigkeit, oder dem operativen Risiko zusammen.

In den letzten Monaten ist jedoch die Kreditvergabe durch Banken noch konservativer geworden. Dies liegt zum Einen an den neuen, höheren Eigenkapitalauflagen im Rahmen der Umsetzung der Basel II Richtlinien⁷² und zum Anderen an der Zurückhaltung der Banken bei der Finanzierung von riskanteren Immobilienprojekten im Zuge der Hypothekenkrise in den USA, die sich mit einiger Verzögerung auch auf die Verfügbarkeit und die Kosten des Fremdkapitals in Europa ausgewirkt hat. Es wird also, aufgrund der zunehmenden Risikoaversität der Banken in Verbindung mit höheren Fremdkapitalzinsen, einem strengerem Rating und verschärften Eigenkapitalforderungen, immer schwieriger Hotelprojekte über Banken zu finanzieren.⁷³

Dies hat v.a. auf mittelständische Projektentwickler mit schwachem Eigenkapitalhintergrund negative Auswirkungen und führt dazu dass diese sich auf alternativem Weg Eigenkapital beschaffen müssen. Gemäß einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young⁷⁴ wenden sich aber auch größere, mittelstärkere Immobilienunternehmen zunehmend alternativen Finanzierungsmöglichkeiten zu. Rund zwei Drittel dieser Unternehmen nutzen zusätzlich zum klassischen Bankkredit auch relativ neue Produkte wie Beteiligungskapital (Private Equity) oder Mezzanine-Finanzierungen (Mischformen zwischen Eigen- und Fremdkapital). Rund

⁷¹ Vgl. Bienert (2005), S.465.

⁷² Vgl. Bienert (2005), S.465f.

⁷³ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2002).

⁷⁴ Vgl. Ernst&Young (2006).

ein Drittel der Projektentwickler hingegen hat noch immer eine ablehnende Haltung gegenüber den neuen Finanzierungsformen. Diese Unternehmen vertrauen ausschließlich auf die klassischen Bankkredite und die Finanzierung aus dem eigenen Geschäft. Laut Ernst & Young erweist sich diese Scheu jedoch als Wachstumshemmnis. So ist der Umsatz der herkömmlich finanzierten Unternehmen in den vergangenen drei Jahren im Durchschnitt um 2,9 % geschrumpft. Dagegen haben die (innovativen) Unternehmen, welche auch neuartige Finanzierungsinstrumente nutzen, ein Umsatzplus von 8,6 % erreicht.⁷⁵

Um eine optimale Strategie für das jeweilige Projekt zu finden, ist es wichtig, sich über Vor- und Nachteile der einzelnen Finanzierungsmöglichkeiten genau zu informieren. Im Folgenden werden deshalb einzelne alternative, für die Hotellerie relevante Finanzierungsformen kompakt dargestellt.

4.5.2.1 Mezzanin Finanzierung

Die Mezzanin Finanzierung ist zwischen Eigenkapital und dem erstrangig abgesicherten Fremdkapital angesiedelt und kommt der klassischen Bankenfinanzierung am nächsten. Es handelt sich hierbei um eine Bereitstellung von außerbörslichem, stimmrechtslosen Kapital z.B. in Form von stillen Beteiligungen oder Genussrechtskapital, welches gegenüber dem Fremdkapital nur nachrangig abgesichert ist.⁷⁶ Es wird in der Projektfinanzierung hauptsächlich zur Schließung der so genannten Finanzierungslücke zwischen erstrangig abgesichertem Fremdkapital und Eigenkapital eingesetzt. Die übliche Kombination aus Fremd- und Eigenkapital wird also um eine weitere Komponente ergänzt, die einen Teil des geforderten Eigenkapitals ersetzt. Der Kapitalgeber lässt sich das höhere Risiko einer nachrangigen Absicherung neben den bankenüblichen Zinsen durch einen zusätzlichen Aufschlag, den sogenannten „Equity Kicker“, bezahlen, der allerdings bei Misserfolg des Projektes wertlos sein kann.⁷⁷

In der Bilanz wird der Kredit aufgrund der Nachrangigkeit als wirtschaftliches Eigenkapital umqualifiziert, was sich in einer Verbesserung der Kapitalstruktur widerspiegelt und zu einem positiveren Rating bei der Prüfung der Kreditwürdigkeit durch Banken führt.

⁷⁵ Vgl. Ernst&Young (2006).

⁷⁶ Vgl. Iim (2007).

⁷⁷ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S. 275.

Ein weiterer positiver Aspekt ist außerdem, dass der Kapitalgeber bei dieser Form der Finanzierung, gleich dem klassischen Fremdkapitalgeber, keinen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen des Projektentwicklers hat und das Mezzanin Kapital günstiger ist als zusätzliches Eigenkapital und somit in der Regel den Leverage effect verstärkt.⁷⁸

Vor allem aus diesen Gründen stellt die Mezzanin-Finanzierung für viele eigenkapitalschwache Projektentwickler eine optimale Alternative bzw. Ergänzung zur klassischen Finanzierung dar, selbst wenn sich die Gewinnspanne auf Grund der höheren Zinszahlungen schmälert. Dennoch müssen auch beim Ansuchen um einen Mezzaninkredit bei Banken bzw. anderen finanzierenden Institutionen dem Kredit Sicherheiten in Höhe von üblicherweise 10% der Gesamtfinanzierung in Form von Eigenkapital gegenübergestellt werden.

Als weitere Quelle für zusätzliches Eigenkapital bietet sich neben dem Mezzanin Kapital beispielsweise Beteiligungskapital, so genanntes Private Equity, an.

4.5.2.2 *Private Equity Finanzierung*

Zur Erfüllung der, von den Banken geforderten, Eigenkapitalquoten kommt vermehrt so genanntes Private Equity, also Kapital von nicht-institutionellen Kapitalquellen, zum Einsatz. Dieses Beteiligungskapital, das auch bei den Endinvestoren eine tragende Rolle einnimmt, wird üblicherweise von vermögenden, privaten Personen, geschlossenen, offenen oder speziellen Projektentwicklungsimmobilienfonds zeitlich begrenzt zur Verfügung gestellt und löst in dieser Form keine Risikobeteiligung und kein Mitspracherecht in der Unternehmung aus.⁷⁹ Die angestrebte jährliche Rendite für Private Equity ist aufgrund des inhärenten Risikos der Nachrangigkeit deutlich höher als der von Banken geforderte Fremdkapitalzins.

Erfolgt die Bereitstellung der Finanzmittel über eine Beteiligung an der Projektgesellschaft, die für das Hotelvorhaben gegründet wird, spricht man von einer Joint Venture Finanzierung.

⁷⁸ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2002).

⁷⁹ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.279.

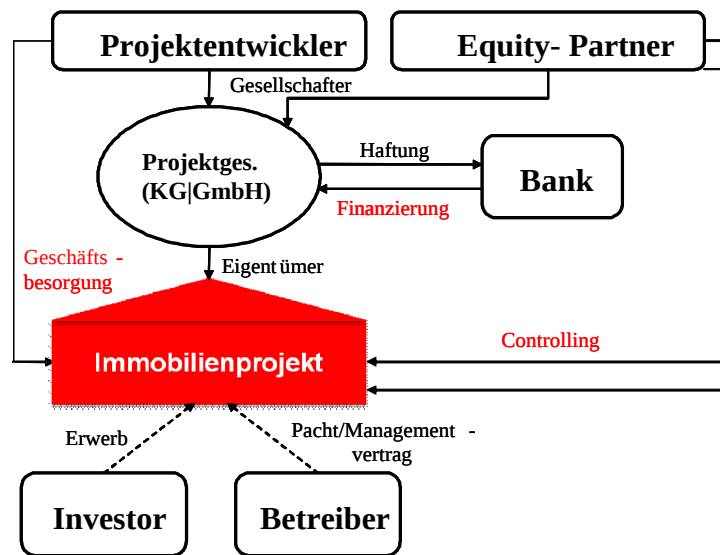


Abbildung 5: Joint Venture Finanzierung⁸⁰

Der strategische Partner, welcher neben den oben angeführten Private Equity Gebern auch eine Bank sein kann, wird, entsprechend seines Geschäftsanteils, an den Chancen und Risiken, sowie an den unternehmerischen Entscheidungen und dem Erfolg des Projektes beteiligt. Im Gegensatz zu den vorher vorgestellten Finanzierungsmöglichkeiten haben die Investoren bzw. die Bank nun also auch ein Mitspracherecht und sind durch die vertraglich zugesicherten Kontroll- und Partizipationsmöglichkeiten besser in der Lage, Risiken frühzeitig zu erkennen und diesen aktiv entgegenzuwirken. Dies setzt allerdings ein spezifisches Hotel- und Immobilienentwicklungs- Know How voraus.⁸¹ Eine derartige Konstellation verlangt gegenseitiges Vertrauen der Partner und eine Offenlegung der Projektdaten. Sie kann aber trotzdem zu erheblichen Interessenskonflikten führen, nicht zuletzt weil der Partner das volle Risiko der Entwicklung mitträgt und folglich ein ursächliches Interesse an einer zielkonformen und erfolgreichen Entwicklung des Hotels, inklusive eventuellem Verkauf, hat.

Die Joint Venture Finanzierung hat für den Hotelentwickler den Vorteil, dass ihm langfristig ein mittelstarker Partner zur Seite steht, der neben seinem Kapital auch Know How in das Projekt mit einbringt und Zusatzfunktionen wie Garantie- oder zusätzlicher Fremdkapitalgeber in einzelnen Projektphasen übernimmt. Somit kann der Entwickler strategische Allianzen eingehen und, je nach Risikoeinstellung des Partners, spekulative

⁸⁰ Quelle: Bone-Winkel (2004), S.9.

⁸¹ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.277.

Entwicklungen unternehmen, die von Banken ohne nötige Sicherheiten nur sehr bedingt finanziert worden wären.⁸²

Dennoch soll nochmals darauf verwiesen werden, dass die skizzierten Finanzierungsinstrumente eine Fremdfinanzierung nicht vollständig ersetzen können und sollen, sondern ergänzend einzusetzen sind. Eine weitere Alternative zur klassischen Bankenfinanzierung stellt das Condominium Konzept dar, auf das in Kapitel 7 detailliert eingegangen wird.

4.5.3 Anforderung der Finanziers

Aufgrund der in den vergangenen Jahren zunehmend schwierigen Marktbedingungen und den Vorgaben der Basel II Richtlinien, gehen die Banken bei der Auswahl der zu finanzierenden Objekte immer selektiver vor und haben die Finanzierungskriterien zum Teil stark verschärft. Im bankeninternen Ranking des Risikos einer Hotelprojektfinanzierung ist zudem nicht allein das Projekt bzw. Objekt relevant, sondern darüber hinaus auch das Unternehmen, also der Entwickler selbst.⁸³ Er wird, abgesehen von der Bonität, auch auf seine Professionalität, sein branchenspezifisches Know How und seine Erfahrung geprüft.

Wichtigstes Kriterium für die Zusage und die Konditionen einer Projektfinanzierung ist dennoch die Ertragsfähigkeit des Hotels. Da diese Beurteilung zukunftsbezogen ist, fordern die Kreditinstitute eine fundierte, unabhängig und seriös durchgeführte Feasibility –Studie, inklusive Ertragsprognosen und einen möglichst langfristigen und gut besicherten Betreibervertrag mit einer renommierten Hotelkette. Der potentielle Betreiber wird seinerseits auf Bonität, Professionalität sowie Vertriebs- und Markenstärke geprüft und bewertet. Das Problem, das sich hier stellt, ist, dass der Betreiber oft erst dann den Vertrag unterzeichnet, wenn das Projekt eine Konkretisierung erfährt, und die Umsetzungswahrscheinlichkeit als realistisch eingestuft wird. Hierfür ist aber eine bestehende Finanzierung Grundvoraussetzung. Dies macht einmal mehr das zu Beginn angesprochene Spannungsfeld deutlich, in dem sich der Projektentwickler bewegt.⁸⁴

Wie Investoren, bevorzugen auch die Kreditinstitute Pachtverträge mit langer Laufzeit und

⁸² Vgl. Forstnig (2008), S.5.

⁸³ Vgl. Harlfinger, Jacobi (2003), S.567.

⁸⁴ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.27ff.

ausreichend Sicherheiten. In der Regel wird eine ein- bis zweijährige Pachtausfallgarantie oder die Verpflichtung der temporären Betriebsfortführung durch die Muttergesellschaft des Betreibers gefordert. Managementverträge werden von einigen Banken nur in Ausnahmefällen, etwa bei hervorragenden Standorten und entsprechenden Mindestgarantien in den Verträgen, finanziert. Dennoch gilt zu bedenken, dass auch Pachtverträge nur so lange gut sind, wie der Betrieb eines Hotels funktioniert.⁸⁵

Neben der Ertragskraft wird die Hotelimmobilie auf seine Drittverwendungsfähigkeit untersucht, für den Fall, dass der Kreditnehmer bzw. der Betreiber in Zahlungsschwierigkeiten gerät und das Objekt in den Bestand des Kreditinstituts fällt. Da das Hotel in solchen Fällen nur sehr schwierig weiterveräußert werden kann, verlangt der Fremdkapitalgeber vom Entwickler oft zusätzliche Sicherheiten wie Hypotheken oder Pfandrechte an der Liegenschaft. Je geringer die zugrunde liegende Bonität, umso rigoroser sind die geforderten Sicherheiten. So wird von weniger erfahrenen bzw. kapitalschwachen Projektentwicklern gelegentlich auch der Kaufvertrag mit einem Endinvestor als Voraussetzung für die Gewährung des Kredites verlangt. Es zeigt sich also, dass es gerade für mittelständische Unternehmen aufgrund der restriktiven Bedingungen inzwischen schwierig geworden ist, Kredite gewährt zu bekommen.⁸⁶

4.6 Investoren

Investoren sind Kapitalgeber, die sich entweder während der Entwicklung als Eigenkapitalgeber einbringen, oder als Endinvestor das schlüsselfertige Objekt erwerben. Zu unterscheiden ist also in diesem Zusammenhang in erster Linie, zu welchem Zeitpunkt der Investor einsteigt. Grundsätzlich unterliegen beide Varianten jedoch ähnlichen Einflussfaktoren, mit dem Unterschied, dass der Hotelentwicklung zusätzliches Risiko anhaftet und die tatsächlichen Cashflow Zahlungen erst verspätet realisiert werden.⁸⁷

Die Rendite-Anforderungen werden demnach höher sein, als beim Erwerb von Bestandsobjekten, bei denen aber klarerweise nicht mehr richtungweisend an der Entwicklung partizipiert werden kann. Die folgenden Ausführungen beziehen sich, soweit nicht gegenteilig erwähnt, auf die Endinvestoren, also die potentiellen Abnehmer von fertigen Hotelobjekten.

⁸⁵ Vgl. VÖB (2004), S.55f.

⁸⁶ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.27ff.

⁸⁷ Vgl. Falk (2006), S.277.

4.6.1 Der Hotelinvestmentmarkt

Nachdem 2006 ein Rekordjahr in Bezug auf das Transaktionsvolumen von Hotels war, hat sich der Markt nicht zuletzt wegen der Hypothekenkrise vor allem im zweiten Halbjahr 2007 wieder etwas beruhigt. Obwohl das Investitionsvolumen um 7% abnahm, betrug es europaweit immer noch 19 Milliarden Euro. Maßgeblichen Anteil daran hatte der Kauf der Hilton Hotels Corporation durch die Blackstone Group für ca. 19 Milliarden Euro, von denen ca. 14 Milliarden dem europäischen Markt zugerechnet wurden. Für 2008 wird aufgrund der globalen Wirtschaftssituation und den Nachwirkungen der Kreditkrise ein weiterer Rückgang erwartet. Gerade mit großen Portfoliotransaktionen, wie dem Blackstone Deal, wird 2008 ausgesetzt werden, um auf ein günstigeres Finanzierungsumfeld zu warten.⁸⁸

Für Investoren sind Hotelimmobilien von Interesse, weil das investierte Kapital durch einen langfristig wiederkehrenden Cashflow verzinst wird und oft mit einer höheren Rendite als bei anderen Immobilienanlagen zu rechnen ist. Für das Hotel als Anlageform spricht außerdem, dass es anders als bei Büros kein Leerstandsrisiko gibt, da ein langfristiger Mietvertrag mit einem Betreiber angestrebt wird. Entsprechend kritisch wird die Kompetenz und die Bonität des Betreibers vor einer Investitionsentscheidung hinterfragt. Des Weiteren bieten sich Hotels als Anlagealternative an, um, aufgrund ihrer speziellen Ertragsstrukturen, Immobilienportfolios die nötige Risikostreuung zu verleihen.⁸⁹

4.6.2 Investorengruppen

Die Vielfalt der Hotelinvestoren hat sich in den letzten Jahren deutlich verbreitet. Das beschreiten neuer Wege bei der Finanzierung, die zunehmende Transparenz und Professionalität des Hotelbetriebs, die zunehmende Trennung von Eigentum und Management der großen Hotelketten führten dazu, dass das Hotel immer mehr als Investmentvehikel wahrgenommen wird. In Kombination mit einer großen Menge frei verfügbaren Kapitals und aufgrund der gegenwärtig schwachen Renditen anderer Immobilienklassen, sind Hotels in jüngster Zeit in den Fokus verschiedenster Anleger gerückt, die nun kurz charakterisiert werden sollen.

⁸⁸ Vgl. HVS (2008).

⁸⁹ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.821.

4.6.2.1 Offene und geschlossene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds gehören zu den institutionellen Investoren. Die Höhe der auszugebenden Anteile ist nicht beschränkt. Aufgrund der angespannten wirtschaftlichen Lage nach dem 11. September 2001 verzeichnete diese konservativ ausgerichtete Anlageform enormen Zuwachs. Vor dem Hintergrund eines schwachen Büromarktes mit hohen Leerstandsrateen wurden die Fonds auf Hotelimmobilien aufmerksam, gegenüber denen sie traditionell aufgrund des hohen operativen Risikos zurückhaltend agierten. Das Potential der Hotels als Risikodiversifikator innerhalb der Immobilienfonds wurde zu dieser Zeit erkannt und so zeigten sich diese Fonds 2002 und 2003 für 50% der gesamten Hoteltransaktionen in Deutschland verantwortlich.⁹⁰ Seit 2004 gibt es aber, wegen nachlassender Mittelzuflüsse, einen Rückgang der Investitionstätigkeiten zu konstatieren. Es bleibt abzuwarten, ob die momentane Banken- und Immobilienkrise ähnlichen „positiven“ Einfluss auf den Kapitalzufluss der offenen Immobilienfonds hat, wie der Terroranschlag von 2001.

Auch geschlossene Fonds sind seit einigen Jahren vermehrt auf dem Hotelinvestmentmarkt anzutreffen. Im Gegensatz zu den offenen, werden die geschlossenen Fonds nur einmalig zur Zeichnung aufgelegt, wobei die zu finanzierenden Objekte oder Projekte und das zugehörige Investitionsvolumen vorher feststehen. Analog zu den offenen Immobilienfonds wird eine langfristige Haltestrategie verfolgt, die abhängig von der Länge der zugrunde liegenden Betreiberverträge zwischen 20 und 30 Jahre beträgt.⁹¹

Das Anlageziel dieser Immobilienfonds, ausgegeben von Unternehmen wie Union Investment, der Royal Bank of Scotland oder Pandox, ist überwiegend auf Wertstabilität und Ertragssicherheit ausgelegt. Die Wertstabilität wird über die Integration von Hotelimmobilien in breit gefächerte Immobilienfonds erreicht.⁹² Hotels sind aufgrund ihrer langfristigen Mietverträge und den Marktzyklen, die sich am globalen Tourismusmarkt ausrichten und somit anderen Gesetzmäßigkeiten folgen, als die der Büroimmobilien, prädestiniert zur Risikodiversifikation. Der Anteil am Gesamtportfolio beträgt jedoch aufgrund des operativen Risikos selten mehr als 10 %.⁹³

⁹⁰ Vgl. HVS (2008).

⁹¹ Vgl. Opitz (2002).

⁹² Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.11.

⁹³ Vgl. Just, Weltermann (2005), S.508ff.

4.6.2.2 Private Equity und Opportunity Fonds

Private Equity Unternehmen, die noch bis Mitte der Neunziger eine untergeordnete Rolle im Hotelinvestmentmarkt spielten, sind in den letzten Jahren verstärkt in diesem Sektor tätig. 2007 hatten Private Equity-Gruppen (z.B. Blackstone, Starwood Capital oder Westmont) und so genannte High Net Worth Individuals (HNWI), also sehr wohlhabende Privatpersonen, einen Anteil von 25% am weltweiten und ca. 17% am europäischen Investmentvolumen.⁹⁴ Anders als risikoaverse, institutionelle Immobilienfonds, die sich überwiegend auf Einzelobjekte konzentrieren, beteiligen sich Private Equity und Opportunity- Fonds bevorzugt an umfangreichen Portfoliotransaktionen.

Besonders die hohen Cash Flows, langfristige Betreiberverträge und die Möglichkeit einer Renditesteigerung durch professionelles Asset Management, bzw. das Ersetzen des bestehenden Managements durch renommierte und erfahrene Betreiber, machen den Reiz der Hotelimmobilie für diese Investorengruppe aus.⁹⁵

Die Anlageziele sind sehr diversifiziert und reichen von kurzfristigen Tradingstrategien mit hohem antizipierten Wertsteigerungspotential durch Managementaustausch bis hin zu strategisch ausgerichteten, konservativen Haltestrategien, für die Renditesicherheit durch langjährige Pachtverträge im Vordergrund stehen. Gesteigertes Renditepotential wird auch in der Ausnutzung von Niedrigzinsphasen gesehen, in denen so genannte Leveraged Buyouts besonders attraktiv sind. Solche Buyouts sind dann möglich, wenn die Rendite aus dem Kauf höher ist, als die Zinsen für das aufgenommene Fremdkapital.⁹⁶

4.6.2.3 Hotelgesellschaften

Zwar spielen Hotelgesellschaften als Investoren weiterhin eine bedeutende Rolle, jedoch ist ihre Bedeutung abnehmend, da sie heute zunehmend über Management- und Pachtverträge statt über Hotelkäufe expandieren. Noch im Jahr 2000 entfielen in Europa über 90% des Portfolioinvestmentvolumens und 47% der Einzeltransaktionen auf die Hotelgesellschaften.⁹⁷ Im Jahr 2007 reduzierte sich ihr Anteil auf 11% des Gesamttransaktionsvolumens in Europa.⁹⁸

⁹⁴ Vgl. HVS (2008).

⁹⁵ Vgl. Forstnig (2008).

⁹⁶ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.12.

⁹⁷ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2004b).

⁹⁸ Vgl. HVS (2008).

Die internationalen Ketten konzentrieren sich verstärkt auf den Betrieb ihrer Hotels und trennen sich zunehmend von ihren Immobilien. Dieser Vorgang wird in der Branche als „seperating bricks from brains“ bezeichnet. Die freiwerdenden Mittel können dann für eine Expansion in neue Hotelstandorte, oder zur Finanzierung von Investitionen in bestehende Häuser verwendet werden.⁹⁹ Angestrebte Ziele sind darüber hinaus, flexibler zu werden, weniger gebundenes Kapital in der Bilanz und eine Risikoreduktion bei der Expansion in neue Zielmärkte. Vor der Übernahme von strategisch gut positionierten Hotels durch Ketten, werden häufig Immobilienbestände über Sale and Lease Back Transaktionen veräußert, mit dem Ziel der Refinanzierung des eingesetzten Kapitals.¹⁰⁰

4.6.3 Anforderung der Investoren

Aus Sicht der Investoren sind Renditeerwartungen, Risiko und Drittverwendbarkeit die wichtigsten Aspekte einer Immobilienanlage. Gerade in der Bereitschaft Risiko mitzutragen und somit auch vom potentiellen wirtschaftlichen Erfolg zu profitieren, unterscheiden sich die vorgestellten Investorengruppen, wie gesehen, aber deutlich.

Beobachtungen von Jörg Föllmer, Geschäftsführer von Hotelbiz Consulting, zufolge, spezialisieren sich die meisten institutionellen Anleger auf Toplagen in internationalen Metropolen, da diese überdurchschnittliche Zimmerauslastungen und -preise ohne saisonale Schwankungen erwarten lassen. Diese Toplagen sind auch deshalb begehrt, weil sie mehrere Zielgruppen gleichzeitig ansprechen und somit weniger risikofähig sind. Durch die Sättigung dieser Märkte und dem damit einhergehenden starken Konkurrenzdruck, ist aber ein zunehmender Preisverfall zu konstatieren. Da die institutionellen Anleger traditionell risikoavers sind, sind Hotelinvestitionen in kleineren, unterversorgten Städten nach Ansicht von Föllmer, aufgrund der größeren Unsicherheit nur bedingt eine Alternative.¹⁰¹ Risikofreudigere Investorengruppen lockt das höhere Renditepotential hingegen auch in bisher unerschlossene Märkte, wie etwa osteuropäische Groß- und Sekundärstädte bzw. China oder Indien, die momentan neben der arabischen Welt als „hotspots“ innerhalb der Szene gehandelt werden.

⁹⁹ Vgl. Hotel online (2007).

¹⁰⁰ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2004b).

¹⁰¹ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.16.

Eine Befragung von Dr. Lübke ergab, dass die Mehrzahl der Investoren bei ihrer Anlageentscheidung stark auf die Gebäudequalität und einen guten Instandhaltungszustand achten. Demgegenüber ist Martina Fidschuster von der Unternehmensberatung Hotour der Ansicht, dass bei Investitionen im Luxusbereich häufig auch emotionale Aspekte ins Spiel kommen.¹⁰² Diese Luxusbetriebe, auch trophy assets genannt, sind gerade bei HNWI sehr beliebt und das, obwohl sie aufgrund hoher Investitions- und Lohnkosten oft weniger rentabel sind als 2* oder 3* Betriebe.

Das größte Risiko einer Hotelinvestition liegt im operativen Bereich der Immobilie. Eine zu geringe Auslastung und zu geringe Zimmerpreise bzw. überproportional hohe Betriebs- und Pachtkosten können im schlimmsten Fall zur Insolvenz des Betreibers führen. Die finanzielle Stärke des Betreibers ist daher neben der Qualität des Betreiberkonzepts ein essentielles Anlagekriterium. Aus diesem Grund werden oft multinationale Ketten mit etablierten Konzepten bevorzugt, bei denen die Muttergesellschaft Garantiezusagen übernimmt. Auch die vertraglich geregelte Verpflichtung des Betreibers in regelmäßigen Abständen Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen durchzuführen, wird von den Investoren genau geprüft. Voraussetzung für die Investition ist schließlich auch der Anschluss des Betreibers an ein weltweites Reservierungssystem („Global Distribution System“ – kurz GDS), die Markterfahrung und der Bekanntheitsgrad der Marke.¹⁰³

Eine bankenfähige Machbarkeitsstudie, welche sicherstellt, dass die prognostizierten operativen Zahlen auch realistisch sind, ist die Basis jeder Investitionsüberlegung. Für die Etablierung als sichere Kapitalanlage muss aber außerdem eine möglichst langfristige, flexible Verwendbarkeit gegeben sein.¹⁰⁴ Da der Endinvestor neben dem Betreiber der Hauptrisikoträger ist, stellt er hohe Anforderungen an den Betreibervertrag. Idealerweise wird das Risiko voll auf den Betreiber abgewälzt und dennoch am Gewinn partizipiert. Da die meisten Investorengruppen gerade in Bezug auf Hotels risikoscheu sind, verzichten sie zugunsten sicherer Einnahmen regelmäßig auf zusätzliches Renditepotential und bevorzugen folglich Pachtverträge gegenüber riskanteren Managementverträgen. Die geringe Verbreitung von Managementverträgen hat gerade in Deutschland auch einen steuerlichen bzw. rechtlichen Hintergrund. Offene Immobilienfonds dürfen dort keine

¹⁰² Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.18.

¹⁰³ Vgl. VÖB (2004), S.48.

¹⁰⁴ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.18.

gewerblichen Einkünfte generieren und sind daher ausschließlich an Pachtverträgen interessiert.¹⁰⁵ Außerdem wollen die Investoren, wenn möglich, die Kontrolle über den Hotelbetrieb bewahren, aber gleichzeitig vom Know-How und Bekanntheitsgrad des Betreibers profitieren.

Für die positive Einschätzung der Wirtschaftlichkeit, und somit der potentiellen Erfüllung der Renditeanforderung der Investoren, ist ein überzeugendes Hotelkonzept mit klar definierter Zielgruppenorientierung und einer klar kommunizierten unique selling proposition (USP) genau so essentiell, wie ein interessante und zukunftsweisende Architektur und ebensolches Design.

Sofern die oben genannten Kriterien detailliert auf ihre Erfüllung geprüft werden, stellt die Hotelinvestition eine lukrative Alternative zu anderen Immobilienanlagen dar und die oft angeführten Nachteile, wie die Bindung an einen Betreiber, die Konjunkturabhängigkeit, oder die nur bedingte Drittverwendbarkeit, werden so relativiert.¹⁰⁶

¹⁰⁵ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.20.

¹⁰⁶ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.821.

5 Leistungsphasen der Projektentwicklung

„Der Projektentwicklungsprozess umfasst sämtliche Tätigkeiten, die erforderlich sind, um ein Projekt von der Initiierung bis zur Baufertigstellung und Nutzungsübergabe heranzubilden.“¹⁰⁷ Bone-Winkel teilt diesen Prozess in vier idealtypische Phasen ein:¹⁰⁸

- Projektinitiierung
- Projektkonzeption,
- Projektkonkretisierung und
- Projektmanagement.

Das Facility Management schließt sich an diese Phasen an. Auf die speziellen Anforderungen der Hotelprojektentwicklung abgestimmt, ergibt sich nach Auffassung des Verfassers idealtypischerweise folgendes Phasenschema:

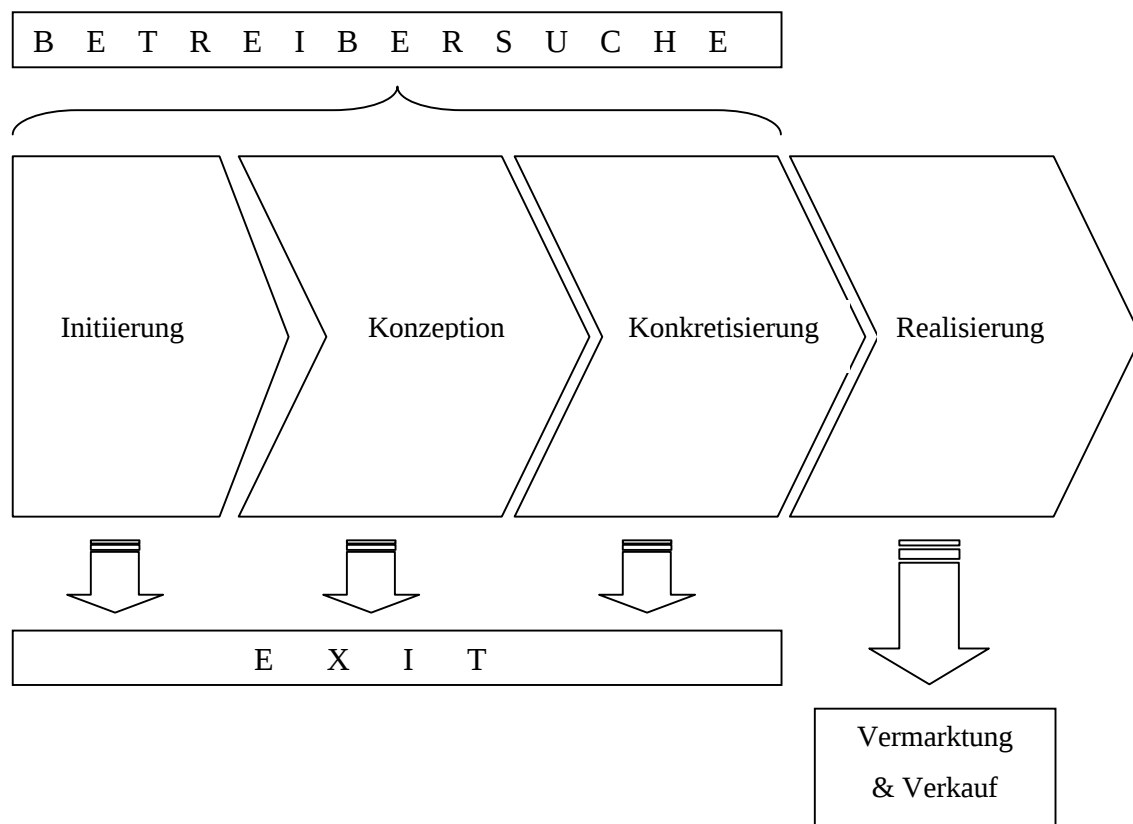


Abbildung 6: Phasenmodell der Projektentwicklung

¹⁰⁷ Schulte (2004), S.242.

¹⁰⁸ Vgl. Schulte (2004), S.242.

Die Phasen des Modells sind jedoch nur in der Theorie so klar voneinander zu trennen. In der Praxis laufen viele Prozesse parallel ab und die Grenzen der idealtypischen Phasen verschwimmen ineinander. Dennoch bietet dieses Modell eine gute Ausgangsposition, um den Hotelentwicklungsprozess möglichst realitätsgetreu zu erläutern und wird deshalb für den weiteren Verlauf dieser Arbeit herangezogen und über die darin enthaltenen Prozesse definiert.

5.1 Projektinitiierung

Es gibt prinzipiell drei verschiedene Faktoren die eine Projektentwicklung initiieren können:¹⁰⁹

Die Projektentwicklung vom Kapital heraus

Sie stellt die seltenste Form dar. Hierbei wird für vorhandenes Kapital eine Anlageform mit möglichst hohem Renditepotential gesucht. Für die Projektentwicklung bedeutet dies, dass für einen nicht feststehenden Standort eine Projektidee entwickelt werden muss und als Ergebnis eine überdurchschnittliche Rendite erwartet wird.

Die Projektentwicklung aus der Idee heraus

Sie setzt eine Projektidee voraus, für die dann ein geeigneter Standort und das entsprechende Kapital zur Umsetzung gesucht werden muss. Die Idee, im vorliegenden Fall häufig ein neuartiges Hotelkonzept, kann vom Projektentwickler selbst oder aus dem Projektumfeld kommen.

Die Projektentwicklung vom Standort aus

Hier steht der Standort zur Verfügung bzw. wird von Partnern eingebracht und soll durch ein maßgeschneidertes Hotelkonzept, sprich der Idee, entwickelt und bestmöglich und gewinnbringend genutzt werden. Diese Projektausgangslage ist mit Abstand die am häufigsten anzutreffende, weshalb im Fortlauf dieser Arbeit von dieser Konstellation ausgegangen wird.

Die drei Grundkonstellationen der Projektentwicklung sind unter Beachtung der zeitlichen Dimension zu betrachten. Grundstücke sind nicht abnutzbar und haben theoretisch

¹⁰⁹ Vgl. Schulte (2002), S.33ff.

unendliche Nutzungsdauer. Sie können sich aber über die Zeit durch externe Veränderungen, wie Bauplanänderungen, infrastrukturelle Änderungen, usw. in ihrem Wert verändern.¹¹⁰

In der Projektinitiierungsphase werden erste grobe Standortanalysen durchgeführt und möglichst viele Informationen über das angebotene Grundstück eingeholt. Im Rahmen einer rechtlichen und technischen Sorgfältigkeitsprüfung (Due Diligence) wird das Grundstück mittels detaillierter Risikoanalysen auf seine Verwendbarkeit geprüft und Rechtssicherheit in Hinblick auf Eigentümerstrukturen erzielt; u.a. werden die Widmung des Grundstückes, eine eventuell vorliegende Kontaminierung, Denkmalschutzauflagen, die Eigentümerstrukturen, Belastungen des Grundstückes durch Hypotheken o.ä. geprüft.

Auf den Ergebnissen dieser Analysen aufbauend, folgt eine grobe Beschreibung der Grundzüge des Hotels hinsichtlich Zimmerkapazitäten, Konzeption und Kategorie und daran anschließend eine erste Rentabilitätsrechnung.¹¹¹ Diese erste, sehr rudimentäre, Kalkulation stellt die voraussichtlichen Gesamtkosten des Projektes den zu erwartenden Gesamterträgen gegenüber, um Aufschluss darüber zu erhalten, ob das angedachte Konzept wirtschaftlich tragfähig erscheint. Ist dies der Fall, folgen im späteren Verlauf des Prozesses die unabdingbaren, sehr detaillierten Analysen, die oft auch den kostspieligen Einsatz externer Berater fordern, aber auch rechtfertigen.

In dieser ersten Phase der Projektentwicklung sollte darüber hinaus eine Projektumweltanalyse erfolgen, welche zum Ziel hat, vorab definierbare Konfliktpotentiale mit Akteuren aus dem Projektumfeld zu eruieren und mögliche Gegenmaßnahmen zu antizipieren.

Sollten die erste Projektrechnung und die Grundstücksbewertung positiv verlaufen ist die Klärung der Grundstückssicherung essentiell. Es ist nicht immer sinnvoll das Grundstück direkt zu kaufen, jedoch muss es gesichert sein und die Widmung als Baufläche sollte gegeben bzw. erreichbar sein. Mit einem positiven Verlauf der Initiierungsphase und dem Beschluss der Weiterverfolgung des Projektes, beginnt die eigentliche Projektentwicklung.

¹¹⁰ Vgl. Schulte (2002), S.33.

¹¹¹ Vgl. Schulte (2002), S.244.

5.2 Projektkonzeption

Die Projektentwicklung von Immobilien zählt zu den risikoreichsten unternehmerischen Aktivitäten überhaupt.¹¹²

Aus diesem Grund wird das, in der Projektinitiierung nur grob beschriebene, Projekt in der Konzeptionsphase einer Vielzahl von systematisch durchgeführten Analysen unterworfen. Diese können zwar den Erfolg einer Projektentwicklung nicht garantieren, sollen aber dem Projektentwickler ermöglichen, Realisierungschancen und Risikopotentiale zu erkennen und zu bewerten. Außerdem helfen diese Untersuchungen bei der nachvollziehbaren Begründung der Erfolgsaussichten des Hotelprojektes gegenüber den anderen Projektbeteiligten, insbesondere den potentiellen Kreditgebern, Hotelbetreibern und Investoren.

In dieser Phase entscheidet sich zu einem großen Teil der spätere Erfolg des Projektes. Das Gesamtkonzept wird weiter präzisiert, gleichzeitig steigen die Gesamtkosten an und Fehlerquellen nehmen stetig zu. Die durchzuführenden Analysen führen zu einer Risikoreduktion und helfen dabei konzeptionelle und somit schwer revidierbare Planungsfehler frühzeitig zu vermeiden. Konsequenterweise ist das Ergebnis derartiger Untersuchungen auch eine Entscheidung darüber, ob das Projekt überhaupt weiterverfolgt werden soll. Sollte der Entwickler zu dem Ergebnis kommen, dass das Projekt aus wirtschaftlichen, rechtlichen oder planungstechnischen Gründen nicht umsetzbar, oder ein zuvor definiertes Ziel unerreichbar ist, muss ein vordefiniertes Ausstiegsszenario verfolgt werden. Die bereits erbrachten, umfangreichen Vorleistungen gehen dann üblicherweise verloren. Eine, um ein vielfaches größere, Fehlinvestition kann jedoch vermieden werden.¹¹³

Neben dem frühzeitigen Erkennen der soeben beschriebenen Konzeptfehler, hat die Konzeptionsphase außerdem zum Ziel, eine so genannte Unique Selling Proposition (USP) zu definieren. Dieses Alleinstellungsmerkmal verleiht dem Projekt einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Konkurrenzobjekten.¹¹⁴

¹¹² Vgl. Isenhöfer, Väh (2000), S. 175.

¹¹³ Vgl. Schulte (2004), S.247f.

¹¹⁴ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Rottke, (2002), S.56.

5.2.1 Feasibility Studie

Die Feasibility- oder Machbarkeitsstudie bildet den Kern der Projektkonzeption. Sie soll dem Hotelprojektentwickler dazu dienen, die Standortqualität, das Betreiberkonzept, die Markt- und Konkurrenzsituation, sowie die Risiken zu bestimmen. Darauf aufbauend kann er sein Konzept abstimmen und Kosten, bzw. Erträge prognostizieren. Konzeptabstimmung bedeutet, das Produkt in Bezug auf Kategorie, Kapazität, Preisniveau, sowie Art und Umfang des Serviceangebots zu optimieren. Diese Analysen sollen im eigenen Interesse so objektiv und kritisch wie möglich durchgeführt werden.

Hotelbetreiber, Investoren, Finanziers, aber auch interne Gremien fordern ebenfalls eine bankentaugliche, professionelle und unabhängig durchgeführte Machbarkeitsstudie, um sich im Projekt zu engagieren.¹¹⁵

Der Machbarkeitsstudie gehört eine Vielzahl unterschiedlicher Analysen an, welche aufeinander aufbauen, bzw. parallel zueinander verlaufen und letztendlich in einer Prognose- und Rentabilitätsrechnung enden sollten. Eine Machbarkeitsstudie ist also erst mit dem gewichten und bewerten der gesammelten Daten abgeschlossen.

5.2.1.1 Standortanalyse

Wenn es in der Hotelbranche um entscheidende Kriterien für den Erfolg der Immobilie geht, hört man immer wieder den von Henry Stadtler – seine Hotels wurden von Hilton übernommen - geprägten Ausspruch „Lage, Lage, Lage“.¹¹⁶

Dass nicht nur die Lage ausschlaggebend für den Erfolg eines Hotelprojektes ist, wurde im Zuge dieser Arbeit bereits deutlich. Dennoch ist ein guter Standort aufgrund der Standortgebundenheit und -abhängigkeit die Grundvoraussetzung für den Erfolg eines Hotels und bedarf demzufolge einer detaillierten und kritischen Betrachtung. Ziel ist es, die Vor- und Nachteile eines Standortes herauszufiltern und zu bewerten, das Konzept darauf abzustellen, und diesen Prozess gegenüber Dritten transparent darstellbar zu machen. Die Standortanalyse bildet für den Entwickler eine Entscheidungshilfe um erste, oft intuitiv getroffene, Bewertungen eines Standorts zu überprüfen und abzusichern.¹¹⁷

Standorte für Hotelimmobilien können nicht isoliert untersucht werden, da sie immer in eine bestehende Nutzungsstruktur und ein wirtschaftliches Umfeld eingebunden sind, die

¹¹⁵ Vgl. Dr. Lübcke (2006), S.28.

¹¹⁶ Vgl. Baumann, J.(1996), o.S.

¹¹⁷ Vgl. Vgl. Schulte (2004), S.346f.

maßgeblichen Einfluss auf die Bewertung des Standortes ausüben. Vor diesem Hintergrund wird zuerst das Umfeld des Standortes untersucht.¹¹⁸ Aufgabe der Standortanalyse ist es, die Eigenschaften eines Grundstückumfeldes auf Entwicklungs- und Erfolgspotentiale zu untersuchen. Dabei sollte die Analyse neben dem Ist-Zustand auch die langfristig wirksamen Standortmerkmale ermitteln. Die Standortmerkmale werden hier sowohl auf Makroebene, also für die gesamte Stadt bzw. unter Umständen für das gesamte Land, als auch auf Mikroebene, also im direkten Umfeld des Grundstücks, untersucht.

Makro- und Mikrostandort

Gegenstand der Makro- und Mikroanalyse im Zuge einer Hotelstandortbewertung sind folgende, nicht taxative, Untersuchungen:

- Demographische Untersuchungen (Einwohnerzahl, Altersverteilung, Religionszugehörigkeiten, etc.)
- Topographische und klimatische Eckdaten (Größe des Landes/Stadt, klimatische Besonderheiten, etc.)
- Untersuchung der politischen Situation (v.a. Abschätzung der politischen Stabilität)
- Analyse der wirtschaftlichen Dynamik (u.a. GDP-, Inflations-, Arbeitslosigkeits- und Kaufkraftentwicklung)
- Infrastruktur und Erreichbarkeit (internationale Flughäfen, Schienenverkehrsnetz, öffentliches Verkehrsnetz.)
- Tourismuswirtschaft (touristische Infrastruktur, Saisonalität, Anteil an Gesamtwirtschaft, Lohnkosten, etc.)

Aufbauend auf der Makro- und Mikroanalyse, inklusive der Bewertung von Chancen und Risiken, wird der potentielle Standort unter Berücksichtigung des angedachten Hotelkonzeptes untersucht. Diese Analyse bezieht sich nur auf die Verwertbarkeit als Hotelstandort und soll als Ergebnisse die Beantwortung der Fragen nach der geeigneten Zielgruppe, dem geeigneten Hoteltyp und der geeigneten Hotelkategorie haben.¹¹⁹

Eine Bewertung des Hotelstandortes kann grundsätzlich nur vor dem Hintergrund eines geplanten Nutzungskonzeptes erfolgen, da kein Standort per se gut oder schlecht ist. Es

¹¹⁸ Vgl. Schulte (2004), S.346ff.

¹¹⁹ Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.80.

gibt jedoch einige kategorieunabhängige Grundanforderungen, zu denen v.a. die Nähe zu einem oder mehreren Nachfragegeneratoren (z.B. Flughafen oder Messe), die gute Sichtbarkeit, das Image der Lage und die Infrastrukturanbindung des Hotels zählen.¹²⁰ Als optimal gelten Standorte, die von Nachfrageschwankungen weitestgehend unabhängig sind und die Ausrichtung des Hotels auf mehrere Zielgruppen zulassen. Dieser Anforderung wird jedoch nur in den seltensten Fällen entsprochen und aufgrund der Sättigung vieler Hotelmärkte findet man immer mehr Nischenprodukte mit spezifischen Ansprüchen an den Standort.

Wurden vor einigen Jahren Hotels noch fast ausschließlich in repräsentativen Innenstadtlagen entwickelt, findet inzwischen eine deutliche Differenzierung der Standorte abhängig von der Kategorie und den damit verbundenen spezifischen Anforderungen statt. So entstehen nun beispielsweise Budget-Hotels, bei denen das Augenmerk v.a. auf der guten Erreichbarkeit, günstigen Grundstückskosten und ausreichendem Parkplatzangebot liegt, auch an ansonsten touristisch wenig attraktiven Verkehrsknotenpunkten, Autobahnenkreuzen oder Flughäfen.¹²¹

Die Standortanalyse ist nur in enger Verbindung mit einer Hotelmarktanalyse sinnvoll und zielführend, da die bestehende und zu erwartende Angebots- und Nachfragesituation wesentlichen Einfluss auf die Qualität des zu beurteilenden Standortes besitzt. Aus diesem Grund erfolgt die Hotelmarktanalyse üblicherweise auch Hand in Hand mit der Standortanalyse.

5.2.1.2 Hotelmarktanalyse

Die Hotelmarktanalyse setzt sich aus der Untersuchung der voraussichtlichen Nachfrage im relevanten Wettbewerbsumfeld und der Angebotsanalyse zusammen.

Nachfrageanalyse

Hauptziel der Nachfrageanalyse ist die Bestimmung und Bewertung der bestehenden und zukünftig zu erwartenden Merkmale der Nachfrage. Außerdem werden relevante Marktsegmente identifiziert, um das Konzept und die Preisstrategie für den Markteintritt zu definieren. Dies sollte sowohl quantitativ als auch qualitativ geschehen, mit dem

¹²⁰ Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.10.

¹²¹ Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.10f.

Ergebnis konzeptspezifische Zielgruppen zu definieren und deren Anforderungen und Charakteristika kennenzulernen. Zusätzlich wird mittels der Zielgruppenbewertung darauf abgestellt, Nachfrageschwankungen zu erfassen und diese in spätere Prognoserechnungen mit einfließen zu lassen, um ein möglichst realitätsnahes Ergebnis zu erzielen.

Die Identifikation spezifischer, nachfrage- und wettbewerbsstabiler Marktsegmente stellt eine wesentliche Voraussetzung für die Gewinnung langfristiger Erfolgspotentiale in der Hotelentwicklung dar. Darüber hinaus ist es essentiell, Nachfragegeneratoren wie Messen, Sehenswürdigkeiten, Museen o.ä., die im Einzugsgebiet des geplanten Hotels liegen, zu beachten und entsprechend in die Auswertungen einfließen zu lassen. Die Informationsgewinnung erfolgt u.a. durch die Analyse folgender exemplarisch aufgelisteter Punkte:

- Ankunfts- und Übernachtungszahlen der Region / Stadt
- Gästemix und Reisemotive
- Herkunftsländer
- Anforderungen an Hotelleistung
- Entwicklung der Nachfragestruktur
- Aufenthaltsdauer
- Saisonalität
- Vorhandene Nachfragegeneratoren
- Benutzte Verkehrsmittel

Auch absehbare, zukünftige Trends im Nachfrageverhalten, wie beispielsweise steigendes Kosten- oder Gesundheitsbewusstsein, sollen zielorientiert erfasst und verarbeitet werden.

Angebotsanalyse/ Konkurrenzsituation

Die Analyse des Beherbergungsangebotes soll Daten über bestehende, im Bau befindliche und geplante Konkurrenzhotels erheben, um so die Marktchancen des eigenen Projektes abzubilden, eventuelle Marktnischen zu definieren und die Preispolitik steuerbar machen zu können. Im Rahmen der Analyse wird das Hotelangebot in seiner Gesamtheit eruiert, d.h. die Anzahl der Hotels, unterteilt nach Kategorien, Zimmerkapazitäten, sowie die jeweilige prozentuale Auslastung.¹²² Außerdem wird das betreffende Marktsegment

¹²² Vgl. Baurmann (1999).

identifiziert und detailliert hinsichtlich Zimmerpreise, Angebotsstruktur, Service, aber auch Standort und Gebäudequalität untersucht und ausgewertet. Zudem gilt es Kennzahlen zu erheben, die auf die Wirtschaftlichkeit der ansässigen Betriebe rückschließen lassen.

Durch Gewichtung und Gegenüberstellen dieser Kriterien soll auf unterrepräsentierte, bzw. übersättigte Marktsegmente aufmerksam gemacht werden, wobei auch in Bau oder Planung befindliche Hotels, inklusive ihrer Realisierungswahrscheinlichkeit, mit in die Analyse einzubeziehen sind. Insbesondere die Analyse des Markterfolgs gerade fertig gestellter Projekte lässt auf Stärken und Schwächen der eignen Konzeption schließen.

5.2.1.3 Nutzungskonzept / Positionierung

Das Nutzungskonzept sollte größtenteils durch die Ergebnisse der Marktuntersuchung bestimmt werden. Aufgrund der Wettbewerbssituation, dem identifizierten Marktsegment und der Lage des Grundstücks wird das Produkt in seiner Dimension und Struktur quasi vordefiniert. Der Markt gibt also letztendlich das Konzept in Form von

- Anzahl, Größe und Ausstattung der Zimmer,
- Kategorie und Service,
- Gastronomiekonzept,
- Technische Ausstattung und Einrichtung,
- Konferenz- und Tagungskapazitäten,
- Anzahl der Parkplätze,
- Design und Architektur,
- Umfang von Wellness- oder Fitnessangebot vor.¹²³

Darüber hinaus ist die Positionierung des Hotels festzulegen. Ein Hotel gilt dann als gut positioniert, wenn es im relevanten Wettbewerbsumfeld sein nachhaltiges Ergebnispotential voll ausschöpfen kann. Dazu muss beurteilt werden, ob das Konzept in Hinblick auf Layout, Betreibergesellschaft, Gästemix und nachhaltig erzielbarem RevPAR standort- und marktgerecht ist.¹²⁴

Ein erfolgreiches Konzept zeichnet sich durch Klarheit in Hinblick auf die Ausrichtung auf

¹²³ Vgl. Widmann, Schröder (2007).

¹²⁴ Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.86

ein Gästesegment und die Positionierung aus. Erstrebenswert sind neben einer Unique Selling Proposition auch die Unabhängigkeit von einzelnen Nachfragegeneratoren und eine über das ganze Jahr verteilte Nachfrage. Unabhängig vom Standort sollte das Hotel über innovative Technik und eine zielgruppenorientierte Architektur verfügen.¹²⁵

Die Positionierung endet mit der Festlegung potentieller Betreiber und der Prognose des durchschnittlich erzielbaren Netto-Zimmerpreises, sowie der zu erwartenden durchschnittlichen Auslastung des geplanten Hotels.¹²⁶

5.2.1.4 Ertragsprognosen

Basierend auf den vorausgegangenen Schritten werden Ertrags- und Kostenprognosen für das geplante Hotel erstellt. Sie dienen, neben der internen Rentabilitätsprognose, auch als Grundlage für Betreiberverhandlungen und zur Vorlage bei finanzierenden Instituten. Die Ertragsprognose erfordert ein hohes Maß an Expertise und Erfahrung, weshalb sie üblicherweise von spezialisierten, externen Konsulenten erstellt wird, nicht zuletzt um auch den hohen Ansprüchen externer Projektparteien zu genügen.

Leistungsermittlung

Um die Ertragskraft eines geplanten Hotels zu prognostizieren, geht man in aller Regel Schritt für Schritt den Bausteinen des Uniform System of Accounts in the Lodging Industry (USALI) folgend vor. Das USALI erlaubt es, eine abteilungsorientierte Planerfolgsrechnung aufzustellen. Dabei werden die Erlöse und Kosten in den gewünschten Zeitabschnitten gegenübergestellt. Das Ziel dieses vereinheitlichten Systems ist es, die finanzielle Situation und die operative Leistung eines bestimmten Hotels mit ähnlichen Betriebstypen international vergleichbar machen zu können.¹²⁷ Es bildet außerdem die Grundlage der Budgetierung und liefert eine interne und externe Kontrollmöglichkeit.

Die Prognose der erzielbaren Umsätze erfolgt auf Basis der durch Markt- und Standortanalyse abgeleiteten, erzielbaren Zimmerpreise und erreichbaren Auslastungen. Dabei wird eine Anlaufzeit von üblicherweise drei Jahren mit reduzierter Auslastung und Zimmerpreis mit einkalkuliert. Die Basis für die Rentabilitätsberechnungen bildet das

¹²⁵ Vgl. Widmann, Schröder (2007).

¹²⁶ Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.84 ff.

¹²⁷ Vgl. Falk (2006), S.272.

sogenannte, stabilisierte Betriebsjahr (üblicherweise das 4.Jahr), welches in den Folgejahren nur noch um die erwartete Inflation angepasst wird. Für die Ermittlung der vom Hotelbetrieb erwirtschafteten Cashflows werden die Umsätze und Kosten in Profit Centern gegenübergestellt. Zu diesen werden gemeinhin folgende gezählt:¹²⁸

- Logis
- Gastronomie (F&B)
- Konferenz & Meeting (Nebenabteilung)
- Spa & Wellness (Nebenabteilung)
- Sonstige Nebenabteilungen (Telekommunikation, Parkplätze, Gästewäsche, etc.)

Von diesen Umsätzen werden dann die direkten, abteilungsbezogenen Kosten abgezogen. Diese können von der Auslastung der Zimmer abhängen oder fix sein und beinhalten neben den Personalkosten insbesondere auch Wareneinsatzkosten. Generell sind diese Kostensätze in ihrer Höhe vom Markt, der Kategorie, dem Ausstattungsstandard und den vorhandenen Abteilungen abhängig.¹²⁹

Von dem so erzielten Abteilungsergebnis werden in Folge die Gemeinkosten, die den Profit Centern nicht direkt zuzuordnen sind, abgezogen. Diese betragen üblicherweise in Summe zwischen 20% und 30% des Umsatzes. Sie werden aufgeschlüsselt in:¹³⁰

- Verwaltung (z.B. administrative Gehälter)
- Systemkosten (Franchisegebühren etc.)
- Verkauf und Marketing
- Energie:
- Reparaturen und Instandhaltung (Alle, für den fortlaufenden Erhalt notwendigen, Ausgaben, die nicht von den vertraglich vereinbarten Rückstellungen für die FF&E Reserve abgedeckt werden)¹³¹

Das Ergebnis ist der so genannte Gross Operating Profit (Betriebsergebnis), von dem neben den Rückstellungen für FF&E Erneuerungen auch noch die Managementvergütung,

¹²⁸ Vgl. Educational Institute of American Hotel & Motel Association (1996).

¹²⁹ Vgl. Falk (2006), S.272ff.

¹³⁰ Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.87ff.

¹³¹ Vgl. Educational Institute of American Hotel & Motel Association (1996).

bzw. die Pacht, Rücklagen für die Erneuerung von „Dach und Fach“, Gebäudeversicherung und- steuern, sowie sonstige nicht operative Aufwendungen des Investors abgezogen werden, um zu den betriebsrelevanten Cash Flows zu gelangen. Zinsen auf die Investitionsausgaben, Abschreibungen und Ertragssteuern werden nicht von den GOP subtrahiert!¹³² Die so errechneten Cash Flows bilden die Grundlage für die Bewertung der Ertragskraft und der Rentabilitätsberechnung des Hotels aus Entwickler- bzw. Eigentümerperspektive und sind die Basis für die Verhandlungen der Pachthöhe bzw. der Managementfee im Zuge der Betreibergespräche.¹³³

5.2.2 Risikoanalyse

„Es geschieht nichts ohne Risiko, aber ohne Risiko geschieht auch nichts.“¹³⁴

Dieser von Walter Scheel geprägte Satz gilt in ganz besonderem Ausmaß für die Projektentwicklung, die zu den risikoreichsten unternehmerischen Tätigkeiten überhaupt zählt. Die Tatsache, „...dass im Verlauf des Projektentwicklungsprozesses die Gewissheit über den wahrscheinlichen Erfolg oder Misserfolg zwar steigt, gleichzeitig die Manövrierfähigkeit sinkt...“, ¹³⁵ spielt hierbei eine große Rolle. Diesen Sachverhalt spiegelt die folgende Abbildung wieder:

¹³² Vgl. Schröder, Forstnig, Widmann, (2005), S.87ff.

¹³³ Vgl. Kriegl, U. (2007)

¹³⁴ Walter Scheel *1919, Bundespräsident Deutschlands 1974-1979.

¹³⁵ Schulte (2004), S.252.

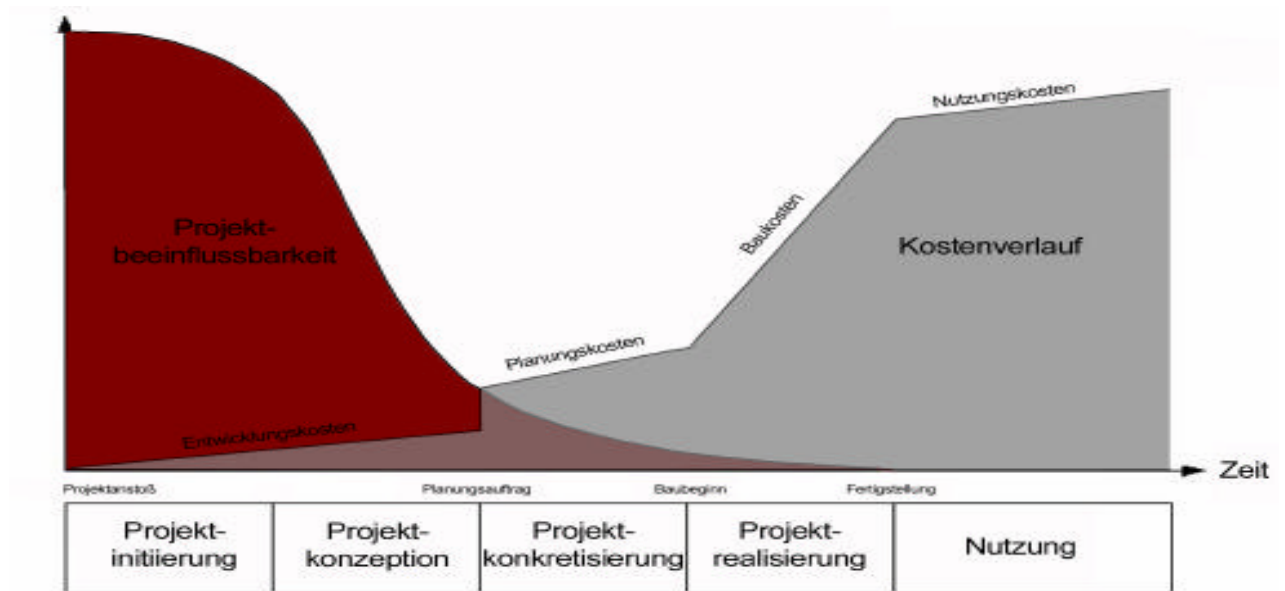


Abbildung 7: Projektkostenverlauf¹³⁶

Umso verwunderlicher ist es, dass bei der Einschätzung und Bewertung von Risiken im Projektentwicklungsprozess subjektives Empfinden und Erfahrungswerte dominieren.¹³⁷

Die im Folgenden vorgestellten Risikoaspekte sollten unter allen Umständen in die Entscheidungsfindung über die Weiterverfolgung des Projektes zu den gegebenen Zeitpunkten einfließen. Es gilt hierbei hinsichtlich der Risikoarten zwischen operationalen, Entwicklungs-, und Exit-Risiken zu diversifizieren.

Das Entwicklungsrisiko jeder Hotelentwicklung besteht zuallererst darin, dass durch eine nicht marktgerechte Konzeption kein geeigneter Betreiber für das Projekt gewonnen werden kann. Darüber hinaus werden die folgenden, nicht immer abgrenzbaren, Faktoren dem Entwicklungsrisiko zugerechnet:¹³⁸

Zeitrisiko

Die Zeit zählt zu den größten Risikofaktoren innerhalb des Projektentwicklungsprozesses. So resultiert das Überschreiten der angestrebten zeitlichen Vorgaben in Mehrkosten. Es kann aber auch dazu führen, dass sich die prognostizierte Wirtschaftslage ändert und somit der Erfolg des Projektes gefährdet ist. Ein Zeitmanagement mit vordefinierten Meilensteinen, Kommunikation unter den Projektbeteiligten und eine strukturierte Projektsteuerung sind deshalb bei jeder Projektentwicklung unumgänglich.

¹³⁶ Quelle: Schulte (2004), S.59.

¹³⁷ Vgl. Wiedemann, Harflinger, Wagner (2003), S.20f.

¹³⁸ Vgl. Schulte (2004), S.178.

Genehmigungsrisiko

Hier geht es neben der Baugenehmigung auch um zusätzliche, nicht einkalkulierte Auflagen, welche die Wirtschaftlichkeit des Projekts gefährden. Gerade bei internationalen Projekten können nicht erwartete, bürokratische Verzögerungen zu unerwünschten Verlusten führen. In diesem Zusammenhang sind auch langwierige Genehmigungsverfahren zu nennen, die auch dem Zeitrisko zugeordnet werden könnten. Das Einholen von Bauvorbescheiden, die zeitliche Koordinierung der Planung und die frühzeitige und regelmäßige Kommunikation mit den zuständigen Behörden sollten Abhilfe schaffen.

Finanzierungsrisiko

Das Finanzierungsrisiko zählt zu den existentiellen Risiken der Projektentwicklung, da aufgrund der unzureichenden Eigenkapitalausstattung die Projektrealisierung an die Bereitstellung erheblicher Fremdkapitalmittel geknüpft ist. Die Problematik der Kapitalstrukturierung bzw. der Zugang zu Fremdkapital wurden in einem früheren Punkt behandelt und sind hier analog anzuwenden.

Kostenrisiko

Das Kostenrisiko ergibt sich in erster Linie aus der langen Entwicklungsdauer von Hotelprojekten, was eine ausreichend genaue Kostenprognose erschwert. Die zunehmende Manövrierunfähigkeit, sowie das Eintreten der anderen Risikofaktoren wirken sich direkt auf die Kosten und damit in letzter Konsequenz auf die Rentabilität des Projektes aus. Eine professionelle, gut durchdachte und strukturierte Vorgehensweise kann die Entwicklungsdauer jedoch reduzieren.

Neben dem *Entwicklungsrisiko* muss sich der Entwickler auch einem *Exitrisiko* stellen. Darunter versteht man das Risiko des Eigentümers bzw. des Entwicklers, das Hotel nicht zum gewünschten Preis verkaufen zu können, bzw. ein nicht rentables Projekt nicht frühzeitig wieder abstoßen zu können.¹³⁹

Ein Wertverlust kann sowohl in der Immobilie als auch im Hotelbetrieb begründet sein. Bietet die Hotelimmobilie zum geplanten Verkaufszeitpunkt nicht mehr die benötigte Hülle, um den Betrieb zu gewährleisten, sinkt der Wert genauso, wie wenn die operativen

¹³⁹ Vgl. Younes, Kett (2006), S.4.

Ergebnisse nicht mehr die von Investoren geforderten Renditen generieren.¹⁴⁰

Diese Prognoseunsicherheit der zukünftigen Einnahmen korreliert mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. So wirken sich auch externe Faktoren, wie die aktuelle Bankenkrise, konjunkturelle Schwankungen, oder Veränderungen auf dem Kapitalmarkt auf die Absatzmöglichkeiten von Hotelimmobilien aus und können nur bedingt gesteuert werden.

Was jedoch von Hotelprojektentwicklern antizipiert werden kann, sind die Anforderungen der Investoren. Ein Großteil des Exitrisikos kann so verringert werden.

Da die oben aufgeführten Risiken in aller Regel nur schwer quantifizierbar sind, werden üblicherweise indirekte Methoden zur Risikobewertung und –analyse, wie etwa die ABC Methode, Scoring- bzw. Ratingverfahren, sowie Stärken und Schwächeanalysen, innerhalb der Projektentwicklung anzutreffen sein. Eine sehr verbreitete Technik, ein nicht quantifizierbares Risiko in die Rentabilitätsrechnungen mit einfließen zu lassen, ist die Szenariotechnik. Hier wird versucht, dem Prognoserisiko Rechnung zu tragen, indem man zusätzlich eine überproportional schlechte bzw. gute Entwicklung unterstellt. Dennoch bleibt auch hier das subjektive Risikoempfinden des Erstellers oft der ausschlaggebende Faktor.¹⁴¹ Allgemein gilt festzuhalten, dass je komplexer und diffiziler der Entwicklungsprozess für ein Hotel ist, desto höher sind auch die damit verbundenen Risiken.

5.2.3 Rentabilitätsanalyse

Die Rentabilitätsanalyse ist der Abschluss der Projektkonzeption und basiert auf den bis dahin prognostizierten Kosten und Erträgen aus der Machbarkeitsstudie. Sie stellt eine Verfeinerung der ersten groben Projektrechnung zu Projektanfang dar. Dabei werden die Gesamtinvestitionskosten, die sich größtenteils aus den Grundstücks-, Bau-, Beratungs-, Planungs-, Finanzierungs- und internen Kosten zusammensetzen, den prognostizierten Ertragserlösen gegenübergestellt, um die Wirtschaftlichkeit des Projektes zu berechnen.

Die folgende Abbildung soll einen Überblick über die gängigsten Methoden zur Wirtschaftlichkeitsberechnung geben:

¹⁴⁰ Vgl. Younes, Kett (2006), S.4.

¹⁴¹ Vgl. Mayer, B. (2002)

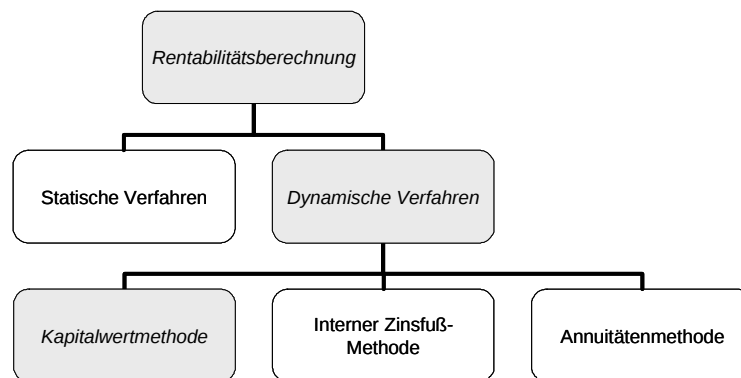


Abbildung 8: Verfahren zur Rentabilitätsberechnung

Für die Ermittlung der Rentabilität eines mehr-periodigen Investments kommt nur ein dynamisches Verfahren in Frage, welches alle Einnahmen und Ausgaben der Immobilieninvestition über den gesamten Entwicklungszeitraum betrachtet und gegenüberstellt. Die Vergleichbarkeit, der zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallenden Zahlungen, wird durch Abzinsung auf den Zeitpunkt t_0 erreicht. Die Kapitalwertmethode findet im Praktischen Teil dieser Arbeit Anwendung und wird später genauer erläutert.

Ist das Ergebnis der Rentabilitätsberechnung in Verbindung mit der zuvor vorgestellten Risikoanalyse positiv, kommt es zur Fortführung bzw. Konkretisierung des Hotelprojektes.

5.3 Projektkonkretisierung

Aus den Ergebnissen der Konzeptionsphase wird die Entscheidung abgeleitet, ob und wie das Projekt realisiert wird und ob ein Planungsauftrag erfolgt. Dies ist die Einleitung einer Verhandlungs-, Planungs- und Entscheidungsphase – die Phase der Projektkonkretisierung. Folglich beinhaltet die Projektkonkretisierung die Grundstückssicherung, die Beauftragung von Architekten und Ingenieuren, die Umsetzung der erarbeiteten Ergebnisse der vorangegangenen Phasen in konkrete Entwurfs-, und Genehmigungsplanungen, die Erwirkung der Baugenehmigung, sowie den Abschluss der Finanzierung und der Betreiberverträge.

Mit Beginn der Konkretisierungsphase wird üblicherweise auch eine zeitlich befristete, juristisch und wirtschaftlich selbständige, Projektgesellschaft gegründet, die das Projekt nach außen vertritt und Vertragspartei wird. Bei der Wahl der Gesellschaftsform sind gesellschaftsrechtliche und steuerliche Bedingungen zu prüfen und zu berücksichtigen. Handelt es sich um ein Joint Venture, wird neben dem Entwickler auch das

Partnerunternehmen entsprechend seiner Beteiligungshöhe in dieser Gesellschaft beteiligt sein und alle Rechten und Pflichten, die damit einhergehen, bekleiden. Parallel zur Gründung der Gesellschaft, also mit der Freigabe des Konzepts zur Umsetzung, muss auch die Finanzierungskonzept definiert werden und ein Finanzierungsvertrag für die gesamte Projektlaufzeit abgeschlossen werden.

5.3.1 *Betreibersuche*

Um für die Projektentwicklung eine Finanzierung zu erhalten, muss in der Regel ein Betreiber feststehen. Er muss sowohl hinsichtlich seiner Bonität, seiner Vermarktungs- und Markenstärke, als auch im Hinblick auf die Gestaltung des Betreibervertrages, die Erwartungen sowohl potenzieller Endinvestoren, als auch der Finanziers erfüllen. Häufig ziehen Projektentwickler für die Betreibersuche einen externen Berater hinzu, der über Kontakte zu den in Frage kommenden Hotelgesellschaften verfügt und deren Produktkonzepte und -palette gut kennt. Gerade für Hotelentwickler ohne die nötigen Referenzen ist es oft schwierig, bis zu Handlungsbefugten der großen Hotelketten durchzudringen, da diese mit vergleichbaren Angeboten übersättigt werden. Selbst wenn dies gelingt, sind sich die Hotelketten ihrer Bedeutung bewusst und lassen dies in ihre Verhandlungsposition einfließen.

Es sollte deshalb Ziel eines jeden Projektentwicklers sein, möglichst viele interessierte Hotelbetreiber für sich zu gewinnen, um seine Verhandlungsposition in Bezug auf die Art und Höhe der Pachtzahlung, die Länge der Verträge und der Beteiligung des Betreibers an den Investitionskosten (z.B. Übernahme der Pre-Opening Kosten, finanzielle Beteiligung am FF&E, Bereitstellung des working capitals) zu stärken.

Zur Identifizierung geeigneter Betreiber sollte der Projektentwickler einen Kriterienkatalog zusammenstellen, der zumindest folgende Punkte beinhalten und abdecken sollte:¹⁴²

- Vertriebsstärke und Anbindung an internationale Reservierungssysteme
- Markenstärke und Produktpalette
- Expansionsstrategie und Zielmärkte der Betreiber
- Bonität und Erfahrung im Zielmarkt
- Bevorzugte Vertragsart
- Investitionsbereitschaft (Technical Service Fee, Pre Opening Fee, Working Capital)

¹⁴² Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.804.

- Durchschnittliche Gesamtinvestitionskosten und FF&E Kosten pro Zimmer
- Anforderungen an Standort und Ausstattung

Die Beurteilung des Erfüllungsgrades und die Bewertung der Kriterien in Bezug auf das geplante Hotelkonzept enden mit einer so genannten „long list“, die alle potentiellen Betreiber umfasst, die zumindest die Mindestvorgaben erfüllen. Diese wird im Zuge der ersten Gesprächsrunden auf eine Short List reduziert, mit dem optimalen Ziel, zumindest mit drei Betreibern eine Absichtserklärung, den so genannten Letter of Intent (LOI), zu unterzeichnen.

Spätestens in diesem Stadium des Entwicklungsprozesses wird der Architekten- und Ideenwettbewerb durchgeführt und abgeschlossen, um den Architekten möglichst früh mit in die Projektentwicklung einzubeziehen. Außerdem sollten nun ebenfalls Spezialisten aus den Bereichen Projekt-Management, und Vertreter der potentiellen Betreibergesellschaften mit in das Team und den Entscheidungs- bzw. Planungsprozess aufgenommen werden, um konzeptionelle Planungsdefizite frühzeitig zu erkennen. Eine offene und kritische Zusammenarbeit des Planungsteams ist Voraussetzung für eine objektive Beurteilung des aktuellen Standes der Entwicklung.

Der Planungsprozess ist die stetige Konkretisierung des Bau-Solls und ist in mehrere Phasen unterteilt, nämlich: die Vorentwurfsphase, die Einreichplanung (zum Erhalt der städtebaulichen Gebietsentscheidung und der Baugenehmigung), sowie die Ausführungsplanung, auf Grundlagen derer die Baudurchführung stattfindet. Die Hotelplanung ist dabei nicht vergleichbar mit der Planung anderer Immobilien. Sie unterliegt einer Vielzahl funktionaler Abhängigkeiten, wie etwa die spezielle Kommunikation der einzelnen Abteilungen (wie Küche, Restaurant, Konferenz etc.), kreuzungsfreie Wege zwischen Personal und Gästen, oder die Lage und Optimierung der Ver- und Entsorgung.¹⁴³ Darüber hinaus gilt es zu beachten, dass gerade große, internationale Hotelketten üblicherweise sehr stark standardisierte Produkte als Ergebnis der Projektentwicklung fordern, und den Planern sehr wenig Spielraum zur Umsetzung eigener Konzepte lassen.¹⁴⁴

¹⁴³ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.802f.

¹⁴⁴ Vgl. VÖB (2004), S.44.

Die Aufgabe des Projektentwicklers im Planungsprozess ist, dem Architekten ein möglichst detailliertes Nutzungskonzept zur architektonischen Umsetzung in die Hand zu geben, hotelfachlich zu begleiten, sowie die Interessen der beteiligten Parteien zu koordinieren. Das Konzept sollte, wenn möglich, bereits in groben Zügen mit potentiellen Betreibern abgestimmt sein. Die Festlegung des Hoteltyps, sowie der Kategorie, sollte dabei so früh wie möglich festgelegt werden. Auf Basis des Grobkonzeptes lässt sich ein Raum-Funktions-Programm, welches alle relevanten räumlichen Gebäudeinformationen beinhaltet, ableiten.¹⁴⁵ Dieses Programm wird im weiteren Verlauf zu einem Raumbuch verfeinert, welches neben den technischen und funktionellen Raumeigenschaften auch die Qualität und Art der Materialien, die Anforderungen an die Sanitär-, Elektro-, Heizungstechnik, die Inneneinrichtung und teilweise die Fassade beschreibt. Es ist ein Grundwerkzeug zur Kommunikation und Koordination der Planungsbeteiligten, der Betreiber und dem Projektentwickler.¹⁴⁶

5.4 Projektrealisierung

Im Stadium der Projektrealisierung werden die Ergebnisse des Planungsprozesses umgesetzt, und es wird mit dem Bau, also der Ausführung der Pläne, begonnen. Die eigentliche Projektentwicklung ist zu diesem Zeitpunkt abgeschlossen.

Aufgabenschwerpunkt des Bauherrn in der Phase der Projektrealisierung ist das Projektmanagement während der Bauzeit. Rösel definiert den Aufgabenbereich wie folgt:

„Aufgabe des Projektmanagements ist es, durch organisierende, leitende und steuernde Tätigkeiten der Teilprozesse der Planungs- und Ausführungssysteme zu einem Gesamtprozess zusammenzuführen. Neben der Funktionsfähigkeit hat das Projektmanagement die Zielkonformität, die technologische Adäquanz und die Kostengünstigkeit dieses Systemaufbaus zu gewährleisten.“¹⁴⁷

Dies ist vor allem vor dem Hintergrund der großen Anzahl von hoch spezialisierten Fachkräften, die im Projektentwicklungsprozess beteiligt sind und für die das Zusammenspiel der Teilprozesse nicht mehr nachvollziehbar ist, relevant.¹⁴⁸

Als Schwerpunkt gilt in dieser Phase die Kosten- und Qualitätskontrolle, sowie das

¹⁴⁵ Vgl. Jaeger (2000).

¹⁴⁶ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.295.

¹⁴⁷ Rösel, (1994), S.40.

¹⁴⁸ Vgl. Schulte (2004), S.231.

Zeitmanagement.¹⁴⁹ Ein wichtiger, hotelspezifischer Teil der Qualitätskontrolle ist die Bemusterung der Einrichtung. Diese erfolgt über die Untersuchung eines sogenannten Musterzimmers, in dem exemplarisch das zuvor festgelegte Mobiliar eingebaut und installiert wird. Mit Rücksicht auf die vom Betreiber vorgeschriebenen Brand Standards werden die Art und Qualität der Materialien und Möbel begutachtet und bei positivem Verlauf und in Absprache mit dem Betreiber freigegeben.

Die Bau- bzw. Realisierungsphase endet mit der Betriebsgenehmigung durch die örtlichen Behörden und der Abnahme des schlüsselfertigen Hotels durch den Hotelbetreiber, der den Betrieb danach üblicherweise von der dafür zuständigen Institution klassifizieren lässt und den Pre-opening Prozess einleitet.

5.5 Projektvermarktung & -verkauf

Das vornehmliche Ziel der Projektvermarktung ist es, einen Endinvestoren für das entstehende Hotel zu finden. Diese Ziel begleitet den gesamten Projektentwicklungsprozess und ist deshalb keiner der Einzelphasen eindeutig zurechenbar. Die Vermarktung des Hotels zur Gästegewinnung wird vom Betreiber selbst durchgeführt.

Wie gesehen, legen die Investoren v.a. auf die Werthaltigkeit des Standortes, die Marktfähigkeit des Konzeptes und die Kompetenz und Bonität des Betreibers ihr Hauptaugenmerk. Diese Merkmale werden im Rahmen einer Due Diligence eingehend geprüft.

Unter einer Due Diligence versteht man die ausführlichen und sorgfältig „durchgeführten Aktivitäten zur Analyse, Prüfung und Bewertung eines Transaktionsobjektes“¹⁵⁰. Sie wird in eine technische, rechtliche, finanzielle und umweltbezogene Prüfung und Bewertung des zum Verkauf stehenden Hotels unterteilt. Diese vom potentiellen Käufer durchgeführte Kaufprüfung dient demnach dem Aufdecken verborgener Chancen und Risiken, mit dem Ziel, die vordefinierten Entscheidungskriterien bewerten zu können und somit eine faire Kaufpreisfindung zu gewährleisten. In der Regel werden hier externe juristische und technische Konsulenten, aber auch Hotelexperten, zur Überprüfung der prognostizierten Ertragsstruktur beauftragt. Kommt eine Einigung über den Kaufpreis zustande, wird die Transaktion entweder in Form eines so genannten Asset Deals oder, wie in den häufigsten

¹⁴⁹ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.57.

¹⁵⁰ Schulte, Bone-Winkel (2002), S.203.

Fällen, als Share Deal vollzogen. Während beim Asset Deal das Eigentum an einzelnen Wirtschaftsgütern übertragen wird, übernimmt der Investor beim Share Deal die gesamte Projektgesellschaft.¹⁵¹

Die positive Einschätzung des Standortes in Verbindung mit dem darauf realisierten Konzept, eine überzeugende Unique Selling Proposition und ein bonitätsstarker internationaler Betreiber mit einer investorenfreundlichen vertraglichen Bindung sind die Hauptkriterien, die für den Erwerb des Hotels aus Investorensicht sprechen und die Hotelprojektentwicklung somit zu einem endgültigen und positiven Abschluss bringen.¹⁵²

5.6 Fehlerquellen der Hotelprojektentwicklung

Neben den zuvor angeführten allgemeinen Risiken gibt es noch eine Vielzahl an hotelentwicklungsspezifischen Fallstricken. Im Folgenden sollen nur die häufigsten und eklatantesten unter ihnen aufgeführt und kurz beschrieben werden:

Der häufigste und zugleich schwerwiegendste Fehler ist das falsche Projekt am falschen Standort. Meistens fällt die Kategorie für den gewählten Standort zu hochwertig aus.¹⁵³ Dieses Phänomen wird in Fachkreisen als „Fünf Sterne Syndrom“ bezeichnet. Häufig verlässt sich der Entwickler dabei auf seine Intuition und führt vor der Konzeption keine Marktstudie durch, sondern wählt die Kategorie ohne Rücksicht auf die Marktgegebenheiten. Dies geschieht häufig, weil der Entwickler selbst zu wenig Hotel Know How besitzt, aber gleichzeitig die Kosten scheut, externe Hotelberater mit in sein Projektteam aufzunehmen. Oft wird die Markt- und Standortanalyse auch mangelhaft und projektverliebt durchgeführt. Wird beispielsweise auf die Untersuchung geplanter oder in Bau befindlicher Konkurrenzhotels vergessen, kann die geglaubte Marktnische bei Fertigstellung des eignen Hotels bereits besetzt sein und es kommt zu einer „Produkt Kannibalisierung in einem gesättigten Markt“.¹⁵⁴

Ein weiterer massiver Fehler ist, dass der Betreiber zu spät in den Entwicklungsprozess integriert wird. Das hat oft eine mangelnde Flächeneffizienz zur Folge, weil die

¹⁵¹ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.203ff.

¹⁵² Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.821.

¹⁵³ Vgl. Widmann (2008), S.14.

¹⁵⁴ Gerhard (2008), S.19.

Anforderungen des Betreibers erst nachträglich in die geplante Hülle integriert werden.¹⁵⁵ Diese uneffiziente Planung, etwa zu viele und große Flurflächen, mangelnde oder sich überschneidende Kommunikationswege zwischen den Abteilungen oder generell zu viele unrentable Flächen¹⁵⁶, wird oft durch fehlende hotelspezifische Qualifikation der Architekten verursacht. Entscheidend ist also, dass der Entwickler sein Projektteam anhand der Erfahrung und der Qualifikation aufstellt, um so irreparable bzw. kostenintensive Fehler bereits in der Planung zu vermeiden. Dazu kommt, dass die „Hotelarchitektur oftmals als Designerarchitektur“¹⁵⁷ verstanden wird, in der sich der Architekt selbst verwirklichen will. Die Kosten für diese oftmals für die Kategorie unangemessene Extravagance reduzieren den Profit des Entwicklers oft zur Gänze.

¹⁵⁵ Vgl. Schulte, Bone-Winkel (2002), S.822f.

¹⁵⁶ Vgl. Widmann (2008), S.15.

¹⁵⁷ Gerhard (2008), S.19.

6 Fazit

Die Hotelprojektentwicklung zählt zu den komplexesten und risikoreichsten Unternehmungen, die im Immobiliensektor zu finden sind. Der Hotelentwickler bewegt sich dabei in einem Spannungsfeld unterschiedlichster Interessen. Um den Entwicklungsprozess erfolgreich zu gestalten, d.h. einen durch Hotelnutzung generierten Mehrwert des zu entwickelnden Grundstücks abzuschöpfen, muss das Hotel einen positiven Cashflow erwirtschaften und den Anforderungen der Betreiber, Fremdkapitalgeber und Endinvestoren genüge leisten. Knackpunkt ist hier üblicherweise die Risiko- und Chancenverteilung zwischen den Parteien, welche über den Betreibervertrag geregelt wird. Große, internationale Ketten sind sich dabei ihrer entscheidenden Stellung innerhalb des Hotelentwicklungsprozesses sehr bewusst. Das Hotel zeichnet sich dadurch aus, dass es eine unzertrennliche Einheit aus Betrieb und Immobilie bildet, sie funktioniert nicht ohne qualifizierten Betreiber. Dementsprechend können renommierte Hotelbetreiber oft die von ihnen bevorzugten Managementverträge fordern und durchsetzen, welche das Risiko zur Gänze auf den Entwickler und somit letztendlich auf den Endinvestor und die finanzierenden Banken abwälzen. Dies widerspricht dem Grundgedanken der Renditesicherheit der meisten Anleger bzw. Fremdkapitalgeber. Es gilt hier einen entsprechenden Konsens zu finden und sowohl die Risiken, als auch die Chancen entsprechend den Präferenzen der Parteien zu distribuieren.

Darüber hinaus ist das Hotel, wie kaum eine andere Immobilie, konzept- und standortabhängig. Umso entscheidender ist es, eine professionelle und detaillierte Standort- und Marktanalyse durchzuführen, denn allein der Markt sollte für die Konzeption des Hotels ausschlaggebend sein. Neben der Suche nach dem richtigen Betreiber, ist das Hauptziel des Entwicklers, das marktgerechte Konzept für den vorgegebenen Standort zu entwickeln, um das unumstritten hohe Renditepotential von Hotels voll auszuschöpfen und die Volatilität, die jedem Hotelbetrieb anhaftet, so weit es geht schon vor der Eröffnung einzuschränken. Um diesen so genannten „strategic fit“ aus Konzept, Standort und Betreiber, der über den Erfolg eines Hotels entscheidet, optimal zu definieren, muss der Entwickler über sehr viel branchenspezifisches Know How und Erfahrung verfügen und die Vielzahl der am Entwicklungsprozess partizipierenden Experten zielorientiert koordinieren und steuern.

Sind die angeführten Kriterien erfüllt, haben Hotelimmobilien das Potential für alle Involvierten überdurchschnittliche Erträge abzuwerfen, welche die oft angeführten Nachteile, wie hohes operationales Risiko, mangelnde Drittverwendbarkeit oder starke Konjunkturabhängigkeit relativieren und somit eine veritable Alternative zu anderen Gewerbeimmobilien darzustellen.

7 Das Condominiumkonzept

7.1 Das Condominium Prinzip

Condominium-Hotels sind einer der aktuellsten Trends im Bereich der Hotelentwicklung. Abgeleitet wird der Begriff vom amerikanischen Wort „condominium“, was so viel bedeutet wie Eigentumswohnung. Und damit ist auch schon das Hauptprinzip dieses Konzepts erwähnt, nämlich, dass einzelne Käufer Eigentum an Ferienwohnungen in einem Resort bzw. Zimmer eines Hotels erwerben und damit Mieteinnahmen erzielen in der Zeit, in der sie die Räumlichkeiten nicht selbst nutzen.

Das Condo-Hotel-Prinzip nahm seinen Anfang in Amerika, an Plätzen wie Miami Beach und Fort Lauderdale. Diese touristischen Hochburgen dominieren auch heute noch in Bezug auf Quantität und Qualität der Condo-Hotels. Erst langsam breitet sich der Trend auch außerhalb Amerikas, v.a. in Dubai und der Karibik, aber auch in europäischen Metropolen wie London, oder Paris, sowie in Mittelmeer-Resort-Anlagen aus.¹⁵⁸

Aus diesem Grund gibt es bis auf wenige Artikel auch keine Fachliteratur geschweige denn Langzeitstudien zu dieser Thematik.

Condo-Hotel-Liegenschaften sind überwiegend große luxuriöse Vier- oder Fünf-Sterne-Hotels, die von den bekanntesten Unternehmen der Hotelbranche geführt werden, wie etwa Four-Seasons, Hilton oder Marriott. Immer öfter sind sie auch in Ferien-Resorts anzutreffen, wobei hier in aller Regel nicht Hotelzimmer, sondern Bungalows, Apartments oder Villen verkauft werden.¹⁵⁹

Innerhalb des Hotelentwicklungsprozesses wird das Condominium Prinzip der Konzeptionsphase zugeordnet. Die Abgrenzung ist jedoch, wie in allen Prozessphasen, nicht eindeutig zu ziehen. Gerade die Vermarktung der Immobilienkomponenten umspannt den ganzen Prozess und findet selbst in der operativen Phase des Hotels noch statt. Die Entscheidung über die Anwendung dieses Konzepts erfolgt jedoch früher.

Entwickelt hat sich dieses Prinzip v.a. aus einer Not heraus, nämlich, dass die Auflagen der finanzierenden Banken immer strikter werden und Hotelentwickler Alternativen suchten, um zum Einen die eigenen Investitionskosten zu senken und zum Anderen durch den Verkauf von Immobilienkomponenten ihre Eigenkapitalbilanz aufzubessern und somit ein besseres Ranking im Fremdkapitalvergabeprozess erreichen zu können.

¹⁵⁸ Vgl. Nacho (2007).

¹⁵⁹ Vgl. Condohotelcenter (2007)

Wie dieses Prinzip im Detail funktioniert und welche Vor- und Nachteile es für den Käufer bzw. den Hoteleigentümer/Developer bringt, wird nun genauer dargestellt.

7.2 Kernelemente und Modifizierungsoptionen

Das Kernelement dieses Konzepts ist, dass die Käufer (v.a. Privatpersonen) volles Eigentum an der Wohneinheit erwerben, welche sie dann in das Vermietungsprogramm des zugehörigen Hotels/Resorts aufnehmen lassen können und somit Mieteinnahmen erzielen, wenn das Zimmer an Hotelgäste vermietet wird. Der Käufer kann sich häufig eine Mindestverzinsung seiner Investition vertraglich zusichern lassen.

Es obliegt jedoch dem Käufer, ob und wie lange er die Wohnung zur Vermietung frei gibt und ob er die Mindestverzinsung, die üblicherweise mit einem höheren Kaufpreis einher geht, in Anspruch nimmt.¹⁶⁰ Im Gegensatz zu Teileigentumsverhältnissen, wie etwa dem time-sharing oder dem fractional-ownership Modellen, bei denen die Käufer nur wochenweise Wohnrechte erwerben, können die Eigentümer theoretisch, bis auf wenige Ausnahmen und unter Verzicht auf die Mieteinnahmen, während des ganzen Jahres auf ihre Wohnungen zugreifen.¹⁶¹ Gegen eine im Vertrag festgelegte Gebühr ist es ihnen möglich die Wohnung zu nutzen und von allen Hotelannehmlichkeiten, wie Poolanlagen, Restaurants, Sportanlagen und dergleichen zu profitieren. Diese Gebühr liegt deutlich unter dem von Gästen zu zahlenden Zimmerpreis und wird vor allem zur Deckung von laufenden Aufwendungen wie Reinigung o.ä. verwendet.¹⁶²

Die Option, die Wohnung zu vermieten, ist für die Eigentümer völlig problemlos, da alle Verwaltungs- und Vermietungsangelegenheiten von professionellen Managementfirmen bzw. dem Hotelbetreiber übernommen werden. Obwohl der Käufer seine Räumlichkeiten auch in Eigenregie vermieten könnte, ist es sinnvoll sie in den Vermietungspool des Hotelbetreibers zu geben, da diese ihre Vermarktungskanäle, zentralen Reservierungssysteme und Managementenerfahrungen nutzen können und somit für höhere Preise, bessere Auslastung und damit letztendlich für Mehreinnahmen beim Eigentümer sorgen.

Die Mieteinnahmen werden entweder nach einem vertraglich festgesetzten Verhältnis errechnet, oder in Form einer fixen Verzinsung des Kaufpreises ausbezahlt. Denkbar ist auch eine Kombination aus variabel berechneten Einnahmen und einer Mindestgarantie.

Die Einheiten können bereits während der Planungsphase des Hotels zu reduzierten

¹⁶⁰ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.1ff.

¹⁶¹ Vgl. Arnoldkling (2008).

¹⁶² Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.1ff.

Preisen erworben werden.

Ziel ist es eine Win-Win-Situation für Developer und Käufer zu kreieren. Der Käufer profitiert von dem reduzierten Preis und kann somit von einer entsprechend hohen Wertsteigerung der Immobilie ausgehen, während dem Entwickler bereits vor Baubeginn Kapital zufließt. Er kann somit sein Eigenkapital gegenüber den Fremdkapitalgebern aufstocken und sein Risiko auf mehreren Schultern verteilen.¹⁶³

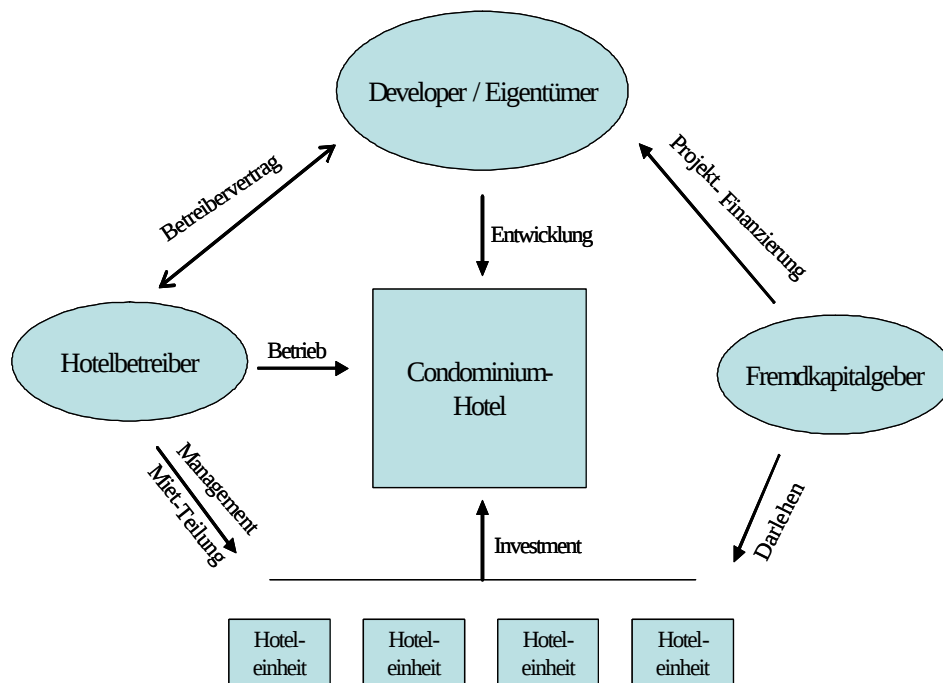


Abbildung 9: Schematische Darstellung des Condominium Prinzips¹⁶⁴

Der Käufer muss jedoch während der Entwicklungsphase nicht den Gesamtkaufpreis bereitstellen, sondern lediglich eine Anzahlung leisten und den Restbetrag bei Baufertigstellung begleichen.

Grundsätzlich bietet dieses Modell jedermann die Möglichkeit, als Kleininvestor im Hotelmarkt tätig zu werden. Die US-amerikanische Bundesbehörde für Börsenaufsicht erlaubt den Verkauf von Condo-Hotel-Ferienwohnungen jedoch nicht als Kapitalanlage. Dies wird dadurch umgangen, dass sie als Ferienwohnung und „lifestyle“ deklariert und verkauft werden. Dennoch sind viele Käufer vom Investitionspotential überzeugt. Zu den

¹⁶³ Vgl. Palmeri, (2005).

¹⁶⁴ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.4.

Faktoren, die sie dabei in Erwägung ziehen, gehören u.a.:¹⁶⁵

- Die Mieteinnahmen, die die Kosten der Ferienwohnung gewöhnlich übersteigen,
- Das Wertsteigerungspotential der Immobilie,
- Das abnehmende Angebot verfügbarer exklusiver Grundstücke und
- Das Immobilieneigentum als Alternative zum Wertpapiermarkt.

7.2.1 Vertragsvariablen

Bei Abschluss des Kaufvertrages wird gleichzeitig ein Managementvertrag über die entsprechende Einheit mit dem Hotelbetreiber abgeschlossen, sofern sich der Käufer bereit erklärt, diese in den Vermietungspool des Hotels zu geben. Es handelt sich also letztendlich um ein Art Sale and Lease Back Geschäft, jedoch mit dem großen Unterschied, dass der Managementvertrag nicht mit dem ursprünglichen Eigentümer vereinbart wird, sondern mit dem Hotelbetreiber. In diesem Managementvertrag gibt es eine Reihe von Variablen, die der freien Gestaltung beider Parteien unterliegen. Die wichtigsten werden nun kurz erläutert:¹⁶⁶

Mieteinnahmen

Der Eigentümer erhält einen Teil der Mieteinnahmen, soweit er seine Wohnung in den Vermietungspools des Hotels aufnehmen lässt. Wie bereits erwähnt kann die Berechnung variabel, also in Abhängigkeit von der Auslastung, oder über eine fixe Verzinsung des Kaufpreises erfolgen. Wird eine variable Berechnung der Mieteinnahmen vereinbart, liegt der Anteil der Einnahmen für die Eigentümer zwischen 35% und 65% der Gesamteinnahmen. Die fix zugesicherten Renditen bewegen sich in der Regel zwischen 3% und 7% des Netto-Kaufpreises. Zusätzlich muss geklärt werden, welche Abzüge von den Bruttomieteinnahmen vom Eigentümer getragen werden müssen. Im Normalfall ist dies eine Deckungsreserve für Möblierung, Reparaturen und Rückstellungen. Sie bewegt sich in einer Größenordnung von 5% - 8% der Einnahmen. Oft ist dieser vom Eigentümer zu tragende Anteil auch in einer niedrigeren Quote bzw. Rendite versteckt, d.h. er erhält bspw. nur 40% der Mieteinnahmen, dafür wird von den Bezügen nichts mehr abgezogen. Es sollte im Vertrag eine Offenlegungspflicht enthalten sein über die Kalkulation der

¹⁶⁵ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.4f.

¹⁶⁶ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.6ff.

Zimmererträge. Üblicherweise werden die Zimmererträge des gesamten Hotels gepoolt und anschließend auf alle Eigentümer über einen m²-Schlüssel aufgeteilt. Dadurch soll vermieden werden, dass es Bevorzugungen unter den Eigentümern gibt. In anderen Worten, es ist für den Mietanteil des Einzelnen nicht ausschlaggebend, wie oft das von ihm erworbene Zimmer vermietet wird, sondern die Gesamtauslastung aller im Hotel befindlichen Zimmer. Dennoch ist es Aufgabe des Managements eine möglichst faire Aufteilung zu gewährleisten um einseitige Abnutzungserscheinungen zu vermeiden.

Gebrauchsrechte

Hier wird festgelegt, wann und wie oft der Eigentümer seine Ferienwohnung selbst benutzen kann. Es ist üblich, dass im Vertrag so genannte „black-out-periods“ festgeschrieben werden, in denen es dem Eigentümer untersagt ist, die Einheit zu nutzen. Das trifft v.a. auf die absolute Hochsaison zu, also Weihnachten, nationale Feiertage, Silvester usw. Es muss außerdem festgelegt werden, wann der Eigentümer die Nutzung beim Betreiber ankündigen muss. Auch hier gibt es üblicherweise eine Frist von mindestens vier Wochen vor Benutzung, in der die Einheit beim Betreiber gebucht werden muss.

Ein weiterer Punkt, der hier geregelt wird, ist, ob der Eigentümer für die Benutzung zahlen muss, oder ob die Eigennutzung mit dem Kaufpreis bereits abgegolten ist. Gängig ist hier eine Gebühr von 10-20 Euro pro Einheit/pro Tag, um laufende Kosten wie Reinigung o.ä. zu decken.

Mindestverzinsung (income guarantee)

Wird eine variable Berechnung der Mieteinnahmen angestrebt, bieten einige Entwickler den potentiellen Käufern zusätzlich eine Mindestverzinsung der getätigten Investitionssumme an. Dies dient der Absicherung gegen das operative Risiko, dass nicht die, für eine entsprechende Verzinsung notwendige, Auslastung erreicht wird. Die zugesicherten Verzinsungen spielen sich in einer Bandbreite von 3%–8% der Investitionskosten der Liegenschaft ab. Normalerweise wird diese Garantie auf einen beschränkten zeitlichen Rahmen von maximal fünf Jahren zugesichert. Diese Risikoabsicherung für die so genannten Anlaufjahre des Hotels muss der Käufer üblicherweise gegen einen erhöhten Kaufpreis abwägen.

Aufwendungen

Die Zahlung der Grundsteuer, Versicherungen und Kapitaldienste werden bis auf wenige Ausnahmen vom Eigentümer bezahlt. Hingegen werden betrieblichen Aufwendungen für Rezeption, Verwaltung, Marketing, etc. und anderen allgemeinen Ausgaben, die im Zusammenhang mit dem Betrieb und der Vermietung der Zimmer stehen, meistens zwischen Eigentümern und Betreibern geteilt. Auch hier ist es, ähnlich den Mieteinnahmen, üblich, aus Transparenzgründen die Anteile der Eigentümer im Mieteinnahmenverhältnis zu verpacken. Somit wird die Aufteilungsstruktur transparent und Streitigkeiten werden vorgebeugt.

Anzahlung/Staffelung

Es ist üblich, dass der Verkaufspreis in mehreren Raten vom Käufer beglichen wird. Zur Sicherung der Eigentumsrechte werden bei Vertragsunterzeichnung in der Regel 10% des Kaufpreises sichergestellt und auf einem Treuhandkonto verwaltet. Weitere 20% werden bei Baubeginn fällig. Sie werden ebenfalls dem Treuhandkonto überführt. Ob eine zusätzliche Ratenzahlung vor Abschluss der Bauarbeiten vereinbart wird, obliegt den Parteien. Der verbleibende Restbetrag ist spätestens bei bezugsfertiger Fertigstellung der Einheit zu entrichten.¹⁶⁷

Preisreduktion/Spekulationssperren

Da der Käufer bereits während der Planungsphase gewisse Zahlungen zu leisten hat, wird ihm ein Teil des Kaufpreises erlassen. Diese Vergünstigung kann, je nach Status der Entwicklungsphase des Gesamtprojektes, bis zu 20% des Gesamtkaufpreises betragen. Für den Entwickler stellt dies eine zusätzliche Planungssicherheit dar, für die er bereit ist, auf einen Teil des Preises zu verzichten. Auf der Käuferseite erhöht sich natürlich das Wertsteigerungspotential. Jedoch verpflichtet er sich gleichzeitig, eine vorgegebene Spekulationsfrist einzuhalten. Er darf die erworbene Immobilie frühestens nach Eröffnung des Hotels an Dritte weiterveräußern. Ein weiterer Vorteil eines frühen Kaufs in der Planungsphase ist, dass der Käufer freie Wahl hat, und sich die beste Lage sichern kann und unter Umständen auch gewissen Einfluss auf die Planung und Innenausstattung der Einheit nehmen kann. Dies geschieht jedoch nur im Rahmen der vom Betreiber akzeptierten Veränderungen.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Condohotel (2007).

¹⁶⁸ Vgl. Condohotel (2007).

7.2.2 Praxisbeispiele

Guestinvest London

Eines der bekanntesten und am besten etablierten Praxisbeispiele ist das Guestinvest Hotel in London, UK. Es ist ein Boutique Hotel im Luxussegment im Herzen Londons. Zum Verkauf standen 20 luxuriöse Zimmer zu einem Preis von £235.000. Darin inkludiert sind Eigengebrauchsrechte von bis zu 52 Tagen im Jahr, bei Kosten von £10 pro Tag pro Person. Zur Anwendung kommt eine 50:50 Mieteinnahmenaufteilung, welche den Eigentümern bis zu 10% Verzinsung des eingesetzten Kapitals pro Jahr zusichert. Die Zimmer waren innerhalb kürzester Zeit verkauft und Guestinvest ist gerade dabei weitere Condo-Hotels in London zu eröffnen.¹⁶⁹

Weitere geplante bzw. bereits eröffnete Condo-Hotels sind u.a. in Dubai (The Cube Hotel, The Royal Kennsington) und Florida (Trump Towers) anzutreffen.

Auch in Ferienresorts trifft man immer öfter auf Condominium Anlagen, wie z.B. das Casa de Campo in der Dominikanischen Republik, oder das Olive Island Resort in Kroatien. Weitere Informationen können über die entsprechenden Internetseiten bezogen werden, wo auch die Verkaufspreise und eine detaillierte Beschreibung des Vermietungsprogramms dem Leser zugänglich sind.¹⁷⁰

7.3 Vor- und Nachteile für den Käufer

Im Gegensatz zu den herkömmlichen Hotelentwicklungen richtet sich dieses Konzept nicht an große institutionelle Anleger, Fonds oder Hotelgesellschaften, sondern überwiegend an die breite Masse der Privatanleger, die eine Alternative zur klassischen Ferien- bzw. Zweitwohnung suchen.

Der größte Vorteil für den Käufer liegt darin, dass er sich, anders als bei regulären Zweitwohnungen, um nichts zu kümmern braucht. Weder die sonst sehr kostspielige Instandhaltung und Pflege der Immobilie, noch das Vermieten der leer stehenden Einheit müssen vom Eigentümer durchgeführt werden. Zudem erhält er noch Mieteinnahmen bzw. kann sich gegebenenfalls sogar eine Mindestverzinsung seiner Investition zusichern lassen. Er kann seine Einheit innerhalb der vereinbarten Zeiträume selbst nutzen und profitiert von allen Annehmlichkeiten, die die angrenzende Hotelanlage bietet. Gegen die üblichen Gebühren sind beispielsweise die Nutzung des Golfplatzes, bzw. der Wellness- und

¹⁶⁹ Vgl. Guest invest, (2007).

¹⁷⁰ Vgl. Condohotels for Sale (2008):

Sporteinrichtungen möglich.¹⁷¹

Weiters ist es eine relativ sichere Immobilieninvestition die aufgrund der ständigen professionellen Instandhaltung keinen Wertverlust erwartet, sondern ein Wertsteigerungspotential besitzt.¹⁷²

Hier findet sich jedoch einer der Hauptnachteile wieder, nämlich der bislang wenig strukturierte Zweitmarkt, auf dem die Immobilien wiederveräußert werden können. Außerdem ist in der Regel eine gewisse Spekulationsfrist vom Käufer einzuhalten, die beinhaltet, dass er die im Rahmen der Planungsphase zu reduzierten Kosten erworbene Immobilie erst wieder verkaufen darf, wenn das Hotel seinen Betrieb aufgenommen hat.

Ein weiterer Nachteil ist, dass durch die fälligen Anzahlungen das Geld des Käufers für relativ lange Zeit gebunden ist, ohne verzinst zu werden. Auch wenn nur Teilsummen zu hinterlegen sind, sind diese während der gesamten Bau und Planungsphase der Hotelunternehmung „auf Eis gelegt“.

Des Weiteren wird oft die unzureichende Transparenz bei der Verteilung der Mieteinnahmen bemängelt, bzw., dass oft zusätzliche Kosten für die Benutzung auftreten, die vorher nicht absehbar oder erkennbar waren. Aus diesem Grund ist darauf zu achten den Kauf und Mietvertrag so transparent und einfach wie möglich zu gestalten.¹⁷³

Der Käufer hat auch nur sehr begrenzten Einfluss auf die Architektur und die Inneneinrichtung der angebotenen Einheit. Obwohl er üblicherweise aus mehreren Typen auswählen kann, müssen die Wohnungen bzw. Zimmer dem Corporate Design des Betreibers entsprechen und ins Gesamtbild der Hotelanlage passen. Private Veränderungen sind dementsprechend nur unter Auflagen möglich bzw. ganz untersagt.

7.4 Vor- und Nachteile für den Entwickler / Hoteleigentümer

Wie gesehen, ist die Kapitalumschlagsgeschwindigkeit bei Hotelimmobilien vergleichsweise langsam und die Finanzierungsverträge haben entsprechend lange Laufzeiten und bergen ein langfristig unkalkulierbares Risiko. Dieses Risiko kann durch Anwendung des Condominiumkonzepts verringert werden, da es eine frühzeitigere Kapitalrückführung ermöglicht. Der Hauptvorteil ist jedoch, dass der Entwickler die Möglichkeit hat, sein Risiko auf die Schultern mehrere Personen zu verteilen und außerdem sein Eigenkapital schon während der Entwicklungsphase durch den frühzeitigen

¹⁷¹ Vgl. Condohotelcenter (2007).

¹⁷² Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.4 ff.

¹⁷³ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.4 ff.

Verkauf der Immobilienkomponenten aufstocken kann. Dies ist oft der einzige Weg, um beim bankeninternen Kreditratingverfahren bestehen zu können und überhaupt an das nötige Fremdkapital zu kommen, um den Entwicklungsprozess zu finanzieren und erfolgreich abzuschließen. Hinzu kommt, dass die Abhängigkeit der Rentabilität des Projektes von vorherrschenden Finanzierungskonditionen deutlich geringer ist.¹⁷⁴

Die Nachteile seitens des Entwicklers sind, dass er es mit einer Vielzahl an Eigentümern mit unterschiedlichsten Interessen und Anforderungen zu tun hat. Dieses Szenario gleicht eher der Entwicklung eines Wohnbauprojekts und könnte dazu führen, dass die Kompetenzen des Entwicklers überstiegen werden. Er muss also, neben dem hotelspezifischen Know-How, auch noch mit den Anforderungen des Wohnungsmarktes und dessen rechtlichem Umfeld vertraut sein. Darüber hinaus gibt es gerade in touristisch attraktiven Regionen oft rechtliche Einschränkungen, die es dem Entwickler untersagen, Eigentum an nicht fertig gestellten Immobilien zu übertragen. Aus operativer Sicht kann dieses Konzept ebenfalls zu einer Vielzahl an Problemen führen, da sich auch der Betreiber mit der parzellierten Eigentümerstruktur auseinandersetzen muss. Es ist daher oft schwierig, namhafte Betreiber für solche Projekte zu finden.¹⁷⁵

Problematisch wird es für den Entwickler auch, wenn er es nicht schafft, die Apartments in der gewünschten Anzahl zu verkaufen, da er kaum einen Endinvestor finden wird, der die Projektgesellschaft in Form eines Share Deals übernimmt, wenn ein Teil der Immobilienkomponenten bereits verkauft ist und die Einnahmen daraus auch noch zu teilen sind. Hinzu kommt, dass für den vorliegenden Fall nur Managementverträge von den Betreibern angenommen werden, was es zum Einen schwierig macht, einen Endinvestor zu finden und auf der anderen Seite vom Betreiber hohe Kompetenzen im operativen Hotelbereich und ein ausreichendes Maß an Managementfähigkeiten fordert.¹⁷⁶

Der Entwickler sollte also über genügend Erfahrung verfügen und das Konzept bis ins letzte Detail durchdacht und geplant haben, um nicht an der Komplexität dieses Unterfangens zu scheitern.¹⁷⁷

¹⁷⁴ Vgl. Jones Lang Lasalle Hotels (2006), S.4 ff.

¹⁷⁵ Vgl. Hotel online: (2007).

¹⁷⁶ Vgl. JBMB (2008).

¹⁷⁷ Vgl. JBMB (2008).

8 Case Study: Hotel Konzept “Dragomirna Golf Resort“

In der abschließenden Case Study soll das Condominium Konzept anhand eines realen Projektes Anwendung finden.

Ziel dieses praktischen Teils ist es, eine variable Szenario-Rentabilitätsrechnung zu erstellen, welche dem Entwickler quantifizierbar darstellt, unter welchen Bedingungen das Condominium Konzept mehr Rentabilität verspricht, als die herkömmliche Finanzierung. Dem Entwickler soll ein allgemein anwendbares Tool geliefert werden, welches ihm in Abhängigkeit unterschiedlichster, variabler Umweltzustände (Finanzierungskonditionen, Verkaufsgrad der Condominium Einheiten, erzielte Auslastung und Einnahmenverteilung) einen Überblick verschafft, wann und in welcher Ausprägung das Condominium Konzept aus wirtschaftlicher Sicht eine konkrete Alternative darstellt.

Den potentiellen Käufern soll die Berechnung zur Transparenz verhelfen und zeigen, bei welcher Auslastung sie mit welchen Einnahmen zu rechnen haben und wie hoch ihre Investition unter bestimmten Umweltbedingungen verzinst wird.

8.1 Kerndaten des Projektes

Grundlage für die Herleitung des von mir erstellten, auf EXCEL basierenden Modells, ist ein reales Golf Resort Projekt im Norden Rumäniens. Das Konzept sieht vor, ein Golf Resort mit diversen Condominium Einheiten zu errichten. Es beinhaltet die Entwicklung eines Luxushotel mit Convention Centre, Spa- und Wellnesseinrichtungen, einer 18-Loch Golf Anlage, sowie Appartements, Townhouses und Villen, die über alle Annehmlichkeiten verfügen sollen. Die Idee ist, sowohl die Hotelzimmer, als auch die angeschlossenen Immobilienkomponenten als Condominium für jedermann erwerblich zu gestalten.

Die angenommenen Werte basieren auf einer sehr detailliert durchgeführten Markt-, Standort- und Wettbewerbsanalyse, sowie auf den durch professionelle Partner verifizierten Baukosten und Verkaufspreisen.

Kaufpreis der Immobilienkomponenten

Im Rahmen der Ausarbeitung des Gesamtkonzepts wurde versucht, die räumlichen Gegebenheiten unter Berücksichtigung architektonischer und betreiberseitiger Vorgaben optimal zu nutzen. Man entschied sich, verschiedene Immobilientypen zum Kauf

anzubieten und den Käufern zu ermöglichen, über Anwendung des Condominium Konzeptes am Projekt zu partizipieren. Die unterschiedlichen Größen, Preise und Ausstattungen sollten die vordefinierten Zielgruppen möglichst umfassend ansprechen. Mehrmals wurde, aufgrund von Marktanalysen des eingebundenen lokalen Maklerbüros, die Aufteilung und Größeneinordnung aktualisiert und sollte in der momentanen Ausführung beste Absatzchancen haben. Aufgrund des großen Interesses wurde von einer Kaufpreisreduktion in der Projektphase Abstand genommen.

Zum Verkauf stehen 90 exklusive Appartements von 90m²-180m², 60 Townhouses zwischen 75m² und 90m², 20 Luxus Villen bis zu 250m² und 150 Hotelsuite zu 45m² bzw. 60m². Optional sind outdoor pools, Terrassen, Jacuzzis u.ä. den jeweiligen Kategorien angegliedert. Die Kaufpreise wurden an die erzielbaren m²-Preise vergleichbarer Referenzprojekte angeglichen und von den Partnern vor Ort verifiziert und als durchsetzbar bewertet. Es gilt anzumerken, dass die Villen nur bei konkreter Nachfrage errichtet werden und vom Käufer nicht in den Vermietungspool gegeben werden können. Die folgende Übersicht fasst das Immobilienangebot und die kategorisierten Kaufpreise tabellarisch zusammen:

Verkaufspreise Immobilien							
	m ²	Anzahl Einheiten	Preis/ Netto Geschossfläche	Preis in EURO		Zusatzkosten (optional)	
				netto	brutto	pool	fairway view
Apartments							
type AE1	90	40	2000	180.000	214.200		10.000
type AE2	140	30	2000	280.000	333.200		10.000
type AE3	180	20	2000	360.000	428.400		10.000
Townhouse							
type TH1	60	0	2000	120.000	142.800		10.000
type TH2	75	30	2000	150.000	178.500		10.000
type TH3	90	30	2000	180.000	214.200		10.000
Villas							
type V1	150	5	2300	289.916	345.000	13.800	
type V2	200	5	2300	386.555	460.000	18.400	
type V3	250	10	2300	483.193	575.000	23.000	
Resort Hotel							
junior suite		60	2700	121.500	144.585		
suite		90	2700	162.000	192.780		

Abbildung 10: Verkaufspreise der Immobilienkomponenten

8.2 Herleitung der variablen Größen

Um die Rentabilität des Projektes zu untersuchen, kommt eine Kapitalwertanalyse zur Anwendung. Bei der Kapitalwertanalyse wird untersucht, ob die vom Projekt generierten,

frei verfügbaren Cash Flows die Anfangsinvestition rechtfertigen. Das Projekt soll durchgeführt werden, wenn der Kapitalwert größer Null ist. Er berechnet sich über folgende Formel:

$$KW = -A_0 + \sum_{t=1}^n Z_t / (1+k)^t + RW = Z_0 + Z_1/(1+k)^1 + \dots + Z_n/(1+k)^n + [(Z_n/k) / (1+k)^n]$$

A_0 = anfängliche Investitionssumme

Z_t = Einnahmen minus Ausgaben für das Jahr t (frei verfügbare Cash Flows)

k = Kapitalkostensatz

RW = Restwert oder residual value

$n = 20$

Der Kapitalwert ist also von drei Komponenten abhängig, nämlich den Investitionskosten, den frei verfügbaren Cash Flows und dem Kalkulationszinsfuß.

Anfängliche Investitionssumme (A_0)

Die Einnahmen aus dem Verkauf der Condominium Immobilien und der Villen können direkt und in vollem Umfang von den anfänglichen, vorläufigen Investitionskosten (s. Pkt 8.4) abgezogen werden, da die aufgelegte Kreditlinie in der Projektplanung und Bauphase tilgungsfrei ist. Das tatsächlich investierte Kapital ist also abhängig vom variablen Verkaufsgrad der Immobilienkomponenten und berechnet sich wie folgt:

„Tatsächlich investiertes Kapital“ = Gesamtinvestitionskosten (inkl. Grundstück) – Verkaufserlöse Immobilien + 2% Disagio

Neben dem Verkaufsgrad hat auch der Verkaufspreis der Immobilienkomponenten erhebliche Auswirkung auf das tatsächlich investierte Kapital. Da sich dieser jedoch, wie unter 8.1 beschrieben, an den am Markt zu erzielbaren Preisen orientiert, wird er für die folgenden Betrachtungen als gegeben angesehen und nicht variabel gestaltet.

à Variable 1: Verkaufsgrad der Immobilien

Der Kapitalkostensatz (k)

Der Kapitalkostensatz entspricht den gewichteten Durchschnittskosten des Fremd- und

Eigenkapitals. Bei der Schätzung der Kapitalkosten ist davon auszugehen, dass ein Vorhaben in der Hotellerie langfristig mit hoch verzinstem Fremdkapital zu finanzieren ist. Der gewichtete Kapitalkostensatz aus Eigen- und Fremdkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, kurz WACC) beträgt bei branchenüblichem Finanzierungsverhältniss (EK:FK = 20%:80%) laut Literatur zwischen 7% und 13%. In diesem Satz sind bereits Zuschläge für das Unternehmens- und Branchenrisiko enthalten.¹⁷⁸ Er ist, wie im theoretischen Teil bereits angeführt, u.a. abhängig vom Risiko der Unternehmung, der Bonität und dem Rating des Entwicklers, sowie dem Länderrisiko.

à Variable 2: Kapitalkostensatz (WACC)

Frei verfügbare Cash Flows (Z_t)

Z_t sind die frei verfügbaren, vom Projekt generierten, Cash Flows. Sie setzen sich zusammen aus dem EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation), abzüglich laufender Investitionen und abzüglich der am Jahresende zu zahlenden Steuern. Zur Vereinfachung werden die Steuern bei der Berechnung des Kapitalwertes nicht berücksichtigt. Da auch die laufenden Investitionen in Form einer Rückstellung bereits bei der Errechnung des EBITDA berücksichtigt wurden, kann im weiteren Verlauf der EBITDA mit den frei verfügbaren Cash Flows gleichgesetzt werden. Die Höhe der Cash Flows, die dem Entwickler zur Deckung der Investitionskosten zur Verfügung stehen, ist in hohem Maße von der zu erwartenden Auslastung des Projektes, dem Verkaufsgrad und dem Aufteilungsverhältnis der Mieteinnahmen zwischen ihm und den Immobilieneigentümern abhängig.

à Variable 3: Auslastung

à Variable 4: Aufteilung der Mieteinnahmen der verkauften Immobilien

Diese vier variablen Größen müssen also in das Szenariomodell integriert werden, um den Auswirkungen des Condominium Prinzips auf die Rentabilität des Gesamtprojektes, im Vergleich mit der herkömmlichen Finanzierung, Rechnung zu tragen.

Um die Rentabilität berechnen zu können müssen in einem ersten Schritt die frei

¹⁷⁸ Vgl. Eltschinger (2002).

verfügbaren Cash Flows hergeleitet werden, die das Projekt unter Anwendung des Condominium Prinzips, erwirtschaften kann.

8.3 Berechnung der verfügbaren Cash Flows

Um die Höhe der variabel verfügbaren Cash Flows abzuleiten, habe ich ein Kalkulationsmodell entwickelt, in das alle cash-flow-relevanten Variablen (Auslastung, Verkaufsgrad und Aufteilungsverhältnis) integriert wurden. Diese veränderbaren Zellen sind mit sämtlichen Ertrags- und Aufwandsberechnungen der Profit Center verlinkt und wirken sich bei Veränderung automatisch auf alle in Bezug stehenden Größen aus. Es kann somit jedes beliebige Verkaufs-, Auslastungs- und Aufteilungsszenario mit Veränderung dieser Zellen simuliert werden und die Auswirkung auf die verfügbaren Cash Flows dargestellt werden.

Dieses Kalkulationsmodell soll im Folgenden dargestellt werden. Zur *Illustration* wurde ein Szenario mit 50% Auslastung, 50% Verkaufsgrad und einem Aufteilungsverhältnis der Mieteinnahmen zwischen Entwickler und Eigentümer von 65% : 35% gewählt.

8.3.1 Einnahmen und Ausgabenrechnung nach dem USALI

Ausgangspunkt für die Berechnung der Cash Flows ist der erzielbare Zimmerpreis, welcher aufgrund der Marktanalysen im Laufe der Projektkonzeption festgelegt wurde. Bis zum so genannten Normaljahr, in diesem Fall das vierte volle Betriebsjahr, in dem sich der Betrieb des Hotels stabilisiert hat, wurde mit einer Steigerungs- und Inflationsrate von 3% des Zimmerpreises gerechnet.

Um auf die vom Logisbereich generierten Erträge zu gelangen, wird dieser Zimmerpreis mit der Auslastung und den Öffnungstagen multipliziert. Die Auslastung ist bei den Excelberechnungen, wie bereits erwähnt, variabel gehalten worden, um verschiedene Szenarien simulieren zu können. Die Berechnung erfolgt für jeden der drei Logisbereiche (Hotel, Apartment, Townhouses) separat und wird erst am Ende wieder zusammengeführt.

Den Regeln des USALI folgend, werden dem Logisumsatz anschließend die Umsätze des F&B Bereichs und bestimmte Umlagen aus anderen Bereichen, die im Zusammenhang mit dem Logisumsatz stehen und anteilmäßig Anrechnung finden, zugerechnet. Außerdem findet eine Berechnung der Umsätze und Kosten aus den Profit Centern Wellness, Sport Center und Convention statt. Sie sind unabhängig von der Anwendung des Condominium

Konzepts und stehen somit dem Entwickler in vollem Umfang zur Verfügung.

8.3.2 Berechnung der anteiligen Mieteinnahmen

Um den Einfluss des Condominium Konzepts auf die Höhe der generierten Cash Flows kalkulierbar zu gestalten, wurde eine weitere Variable für den Verkaufsgrad der Immobilien des jeweiligen Bereiches eingeführt. Dabei werden die unterschiedlichen Größen der verkauften Wohneinheiten berücksichtigt und separat ausgewiesen. Des Weiteren ist bei diesem Schritt wichtig zu unterscheiden, ob sich die verkaufte Einheit im Vermietungspool des Hotels befindet und ob eine Verzinsungsgarantie vereinbart wurde. Auch hierfür wurden Variablen eingebaut, um die Simulation so anpassungsfähig wie möglich zu gestalten.

Die Anzahl der verkauften und im Vermietungspool des Hotels befindlichen Einheiten entscheidet darüber, wie viele Einheiten der jeweiligen Kategorie dem Hotelbetreiber letztendlich wirklich zur Vermietung zur Verfügung stehen. Es müssen bei der Berechnung also die verkauften Einheiten abgezogen werden, die nur zum Eigengebrauch erworben wurden. Außerdem müssen auch die ein- bzw. zweimonatigen Nutzungsrechte von den tatsächlichen Kapazitäten abgezogen werden, um auf den tatsächlich erwirtschafteten Logisumsatz, welcher die Basis für die Aufteilung der Einnahmen bildet, zu kommen.

$$\begin{aligned} & (\text{Anzahl der im Vermietungspool befindlichen, verkauften Einheiten} + \text{nicht verkaufte} \\ & \quad \text{Einheiten}) * 365 \text{ Öffnungstage} - \text{Anzahl Tage zur Eigennutzung} \\ & \quad = \text{verfügbare Einheiten/Jahr} \end{aligned}$$

Die aus diesen Berechnung resultierenden, tatsächlich zur Verfügung stehenden, Kapazitäten werden in einem nächsten Schritt mit der variablen Auslastung und den kalkulierten durchschnittlichen Zimmerpreisen (ARR) multipliziert, um auf die Bruttoerlöse des Logisbereiches zu gelangen:

$$\text{Verfügbare Einheiten} * \text{variabler Auslastung} * \text{ARR} = \text{Logisumsätze des Bereichs}$$

Da eine transparente Aufteilung der Mieteinnahmen zum Tragen kommen soll, werden nun, nicht wie normalerweise üblich, noch bestimmte Aufwendungen anteilmäßig vom Mietanteil der Eigentümer abgezogen, sondern die soeben errechneten Logiseinnahmen bilden uneingeschränkt den aufzuteilenden Gesamtumsatz.

Es muss jedoch neben dem festzulegenden Aufteilungsverhältnis noch eine weitere Größe miteinbezogen werden, nämlich das Verhältnis, der im Vermietungspool befindlichen *verkauften* Einheiten zur Gesamtanzahl der vermietbaren Zimmer. Ein simples Beispiel soll diesen Schritt nachvollziehbar machen:

Angenommen, es wird nur eine einzige Einheit verkauft, würde diese Einheit ohne Berücksichtigung dieses Verhältnisses die festgelegten Anteile der Gesamteinnahmen aller vom Hotel vermieteten Zimmer bekommen. D.h. die unter den Eigentümern aufzuteilenden Mieteinnahmen berechnen sich wie folgt:

$$\begin{aligned} &\text{Aufzuteilende Mieteinnahmen} = \\ &\text{Aufteilungsverhältnis} * \text{Gesamteinnahmen aus dem Logisbereich} * (\text{verkaufte Zimmer im} \\ &\quad \text{Vermietungspool} / \text{Gesamtzahl der vermietbaren Zimmer des Resorts}) \end{aligned}$$

Die unter den Immobilieneigentümern aufzuteilenden Mieteinnahmen werden dann auf m² umgelegt und unter den Eigentümern aliquot verteilt. Auf Seiten des Entwicklers werden sie als Ausgaben an die Eigentümer verbucht und reduzieren direkt die erwirtschafteten Cash Flows.

Zusammenfassend sind die einzelnen beschriebenen Schritte in einem Ausschnitt aus der Excel-Kalkulation dargestellt:

8 Case Study: Hotel Konzept „Dragomirna Golf Resort“

Aufteilung der Mieteinnahmen - Hotel			Verkaufsgrad	Auslastung	Mieteinnahmen der Eigentümer
			50%	50%	35%
5-star Hotel (150 Zimmer)					
Zimmeranzahl	150	ä		Zimmer	m²
Öffnungstage	365			60	45
				90	60
Auslastung	50,00%				
Doppelbelegungsfaktor	1,6				
Anzahl verkaufte Einheiten	^= 75 Einheiten	50,00%			
45 m²	30	50,00%			
60 m²	45	50,00%			
	75	50,00%			
Davon im Vermietungspool	^= 75 Einheiten	100,00%	der verkauften Zimmer		
45 m²	30	50,00%	aller Zimmer	ä	60
60 m²	45	50,00%	aller Zimmer	ä	90
Total	75	50,00%	aller Zimmer	ä	150
Davon mit Garantie	^= 75 Einheiten	100,00%	der Zimmer im Pool	ä	50,00%
Garantiertyp					
ohne Nutzungsrechte	^= 75 units	100,00%	aller Zimmer mit Garantie		
mit 30 Tagen	^= 0 Einheiten	0,00%	aller Zimmer mit Garantie		
mit 60 Tagen	^= 0 Einheiten	0,00%	aller Zimmer mit Garantie		
RESULTS:					
Verfügbare Einheiten/ Jahr		54.750	^= 150 Einheiten pro Tag		
Belagete Einheiten		27.375			
Belegte Betten		43.800			
Einnahmen aus Immobilienverkauf		11.208.375,00 €			
Anteil der Eigentümer an Mieteinnahmen					
			50,00%	50,00%	
			Auslastung	Verkaufsgrad	
mit		35,00%			
		Verteilung			
Gesamt-Mieteinnahmen der Eigentümer		431.156,25 €			
Anzahl der Zimmer im Vermietungspool		75			
^= Gesamt m²		4050			
Einnahmen/ m²		106,46 €			

Abbildung 11: Berechnung der anteiligen Mieteinnahmen

Anm.: die veränderbaren Zellen sind rot markiert, die Ergebniszellen gelb.

8.3.3 Berechnung des EBITDA

Für die Berechnung des EBITDA werden die Erträge den Aufwänden gegenüber gestellt. EBITDA heißt wörtlich übersetzt "Ertrag vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände". Es werden also außerordentliche (einmalige) Kosten und Aufwendungen ebenso ausgespart, wie Zinsen, sonstige Finanzierungsaufwendungen, Steuern und Abschreibungen. Ausgangspunkt ist wiederum die Einnahmen und Ausgabenrechnung nach USALI (s. 8.3.1)

Als Besonderheit werden nun jedoch zusätzlich die Mietzahlungen an die Eigentümer der Condominiums abgezogen. Außerdem wird von einem Managementvertrag mit dem Betreiber ausgegangen, der mit 3% der Gesamtumsätze und einer Incentive Fee von 10% vom GOP Berücksichtigung findet. Eine weitere Besonderheit dieses Projektes sind die hohen Einnahmen aus Sekundärbereichen, also Golf, Convention und Wellness. Sie sind nicht von den verkauften Condominium Einheiten abhängig und fließen dem Entwickler/Eigentümer uneingeschränkt zu.

Normalerweise wird ausgehend vom EBITDA durch Subtraktion der Abschreibung auf Sachanlagen und Amortisationen auf immaterielle Anlagen die Vergleichszahl EBIT (Earnings before interest and taxes) berechnet. Darauf wird hier bewusst verzichtet, um einer möglichen Verzerrung der Aussagekraft durch schwierig nachvollziehbare Abschreibungspolitik vorzubeugen. Mit Hilfe des EBITDA kann die operative Leistung eines Projektes am besten beurteilt werden.¹⁷⁹

Wie bereits früher angesprochen, ist der EBITDA im vorliegenden Beispiel den frei verfügbaren Cash Flows gleichzusetzen. Die folgende Tabelle fasst nochmals alle Einnahmen und Ausgaben zusammen und zeigt die Berechnung des EBITDA für das vorliegende Beispiel.

¹⁷⁹ Vgl. Eltschinger (2002).

8 Case Study: Hotel Konzept „Dragomirna Golf Resort“

EBITDA Berechnung			Verkaufsgrad		Auslastung		Mieteinnahmen der Eigentümer			
			50%		50%		35%			
in 000 €, netto	Jahr 1 2010		Jahr 2 2011		Jahr 3 2012		Jahr 4 2013		Jahr 5 2014	
Einnahmen aus Logisbereich										
5-star Hotel (150)	4.128	27,8%	4.443	28,1%	4.743	28,2%	4.854	27,9%	4.978	27,6%
Townhouses (60)	2.195	14,8%	2.306	14,6%	2.422	14,4%	2.543	14,6%	2.675	14,8%
Apartments (90)	4.205	28,3%	4.424	28,0%	4.644	27,6%	4.740	27,2%	4.836	26,8%
Convention and Banquet Center	1.838	12,4%	2.012	12,7%	2.197	13,1%	2.377	13,6%	2.567	14,2%
Zwischensumme	12.366	83,3%	13.186	83,3%	14.005	83,3%	14.514	83,3%	15.057	83,3%
Golf Club	2.021	13,6%	2.322	14,7%	2.635	15,7%	2.927	16,8%	3.230	17,9%
Wellness & Beauty Center	730	4,9%	746	4,7%	821	4,9%	886	5,1%	912	5,0%
Sport Center	478	3,2%	494	3,1%	511	3,0%	522	3,0%	540	3,0%
Facility Mgt./ Techn. Services	2.253	15,2%	2.404	15,2%	2.523	15,0%	2.609	15,0%	2.677	14,8%
Center Management	232	1,6%	250	1,6%	270	1,6%	285	1,6%	300	1,7%
Einnahmen aus Profit Center	2.473	20,0%	2.637	20,0%	2.801	20,0%	2.903	20,0%	3.011	20,0%
Gesamteinnahmen Resort	14.839	103%	15.823	103%	16.806	103%	17.416	103%	18.069	103%
Ausgaben										
Gehälter und zugehörige Kosten										
Gesamt Payroll	2.857	19,3%	3.073	19,4%	3.224	19,2%	3.418	19,6%	3.576	19,8%
Betriebskosten										
Facility Mgt./ Techn. Services	918	6,2%	956	6,0%	978	5,8%	997	5,7%	1.018	5,6%
Wareneinsatz	1.672	11,3%	1.767	11,2%	1.863	11,1%	1.958	11,2%	2.064	11,4%
Ausgaben der Profit Center	1.095	7,4%	1.173	7,4%	1.257	7,5%	1.313	7,5%	1.369	7,6%
Anteile der Immobilieneigentümer	1.133	7,6%	1.209	7,6%	1.281	7,6%	1.319	7,6%	1.360	7,5%
GOP	4.113	27,7%	4.303	27,2%	4.587	27,3%	4.592	26,4%	4.681	25,9%
Management Incentive Fee	411	10,0%	430	10,0%	459	10,0%	459	10,0%	468	10,0%
Reserve FF&E	82	2,0%	86	2,0%	92	2,0%	92	2,0%	94	2,0%
Instandhaltungsreserve	41	1,0%	43	1,0%	46	1,0%	46	1,0%	47	1,0%
Versicherungen	41	1,0%	43	1,0%	46	1,0%	46	1,0%	47	1,0%
EBITDA	3.537	23,8%	3.700	23,4%	3.944	23,5%	3.949	22,7%	4.026	22,3%

Abbildung 12: EBITDA-Kalkulation Gesamtresort

Somit wäre die erste Komponente zur Berechnung des Kapitalwerts, nämlich die frei verfügbaren Cash Flows, unter Einbeziehung des Condominium Konzeptes errechnet.

Im nächsten Schritt müssen nun die tatsächlichen Investitionskosten berechnet werden.

8.4 Berechnung der tatsächlichen Investitionskosten

Auf Basis des Raum- und Funktions- Programms und der technischen Gegebenheiten wurden die vorläufigen Gesamtinvestitionskosten des Projektes geschätzt. Dabei wurden in einem ersten Schritt noch keine Verkaufserlöse der Immobilienkomponenten mit einkalkuliert. In enger Zusammenarbeit mit Spezialisten und Beratern in den jeweiligen Teilgebieten und aufgrund von Kostenschätzungen lokaler Baupartner wurden die Kosten immer wieder aktualisiert. Wie man der nachfolgenden Aufstellung entnehmen kann, werden die Hotelkosten auf Grund der Zimmeranzahl und der Hotelkategorie entsprechenden Ausstattung kalkuliert und nicht auf die Fläche der Zimmer bezogen. Das Grundstück fließt mit dem ursprünglichen Kaufpreis von 500.000 Euro ein.

Die Verkaufserlöse berechnen sich in Abhängigkeit vom gewählten Verkaufsgrad und den

festgelegten Verkaufspreisen der einzelnen Komponenten und können direkt von den vorläufigen Gesamtinvestitionskosten abgezogen werden.

Der Villenbereich wurde so geplant, dass diese nur bei Nachfrage gebaut werden und als reine Immobilienanlage dienen. Sie werden also nicht in das Condominium Konzept miteinbezogen, bringen dem Entwickler jedoch zusätzlich Verkaufserlöse und reduzieren somit ebenfalls die Investitionskosten.

Das Ergebnis der Berechnung der tatsächlichen Investitionskosten in Abhängigkeit vom Verkaufsgrad sieht demnach folgendermaßen aus:

Tatsächliche Investitionskosten	50,00%		50,00%		35,00%
	Auslastung		Verkaufsgrad		Anteilsverteilung
	m² (brutto)	€ / m²	Kosten		% von Gesamt
Kauf Liegenschaft					
400.000 m² gemietet / 540.000 m² Kauf			500.000 €		1%
Baukosten:					
5-STAR Resort HOTEL (150 Zimmer = T€ 160 pro Zimmer)	20.162	1.200	24.194.880 €		39%
Spa & Health Club	2.952	1.500	4.428.000 €		7%
Apartments & Townhouses	18.700	800	14.960.000 €		24%
Golf Course & Golf academy			4.000.000 €		6%
Golf Buildings Clubhouse	2.082	700	1.457.050 €		2%
Technik	4.290	350	1.501.500 €		2%
Sport Bereich	3.020	400	1.207.800 €		2%
Infrastruktur			2.000.000 €		3%
Projektkosten (Planung, Projekt Management, Pre-Opening, Genehmigungen)			7.000.000 €		11%
Reserve			500.000 €		1%
Gesamt Investitionskosten			61.749.230 €		100%
Verkaufserlöse Immobilienverkauf					
	Anzahl	Gesamt	TOTAL		%
Verkaufserlöse		SQM			
5 Stern Hotel					
Junior Suites 45 m²	30	1.350	3.918.375 €		13,7
Suites 60 m²	45	2.700	7.290.000 €		25,5
Gesamt Hotel (150 Zimmer verfügbar), davon verkauft:	75	4.050	11.208.375 €		39,2
Town Houses 75 m²	15	1.125	2.418.750 €		8,5
Town Houses 90 m²	15	1.350	2.700.000 €		9,4
Gesamt Townhouses (60 verfügbar) davon verkauft:	30	2.475	5.118.750 €		17,9
Apartments, 90 m²	20	1.800	3.870.000 €		13,5
Apartments, 150 m²	15	2.100	4.515.000 €		15,8
Apartments, 180 m²	10	1.800	3.870.000 €		13,5
Gesamt Apartments (90 verfügbar) davon verkauft:	45	5.700	12.255.000 €		42,9
GESAMT EINNahmen	150		28.582.125 €		100,0
GESAMT Kosten (Provisionen, Notar, etc.)			3.429.855 €		12,0
GESAMTERLÖS		12.225	25.152.270 €		88,0
GESAMTERLÖS (inkl. Villenverkauf)	170	16.475	30.354.270 €		
Tatsächliche Investitionskosten			31.394.960 €		

Abbildung 13: Berechnung der tatsächlichen Investitionskosten

8.5 Kapitalwertberechnung

In der Kapitalwertberechnung werden nun die oben ermittelten Werte zusammengefügt und mit einem variabel wählbaren WACC diskontiert.

Zur Illustration wurden die variablen Größen, wie schon zuvor, folgendermaßen festgelegt:

- Auslastung: 50%
- Verkaufsgrad: 50%
- Anteile an Mieteinnahmen für Eigentümer: 35%
- WACC: 10%

Die unten angeführten Auszüge zeigen, neben der Berechnung des Kapitalwertes unter oben genanntem Szenario, auch die daran anknüpfende Entwicklung der Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Dies dient allerdings nur als Zusatzfunktion für den Entwickler und soll deshalb nicht näher erläutert werden

.

[illegible]

8.6 Szenariomodell

Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass mehrere variable Größen Einfluss auf die Höhe des Kapitalwertes haben, findet nun die Szenarioanalyse Anwendung.

Dieses Verfahren ist dann vorteilhaft, wenn die Auswirkungen von Veränderungen mehrerer Parameter (hier: Verkaufsgrad, Auslastung, WACC und Einnahmenaufteilung) auf den Zielwert (Rentabilität bzw. Kapitalwert) festgestellt werden sollen. Von wesentlichem Interesse ist dabei nicht nur die Auswirkung eines Einzelrisikos, sondern mehrerer gleichzeitig wirkender Risiken. Der Rechenvorgang besteht darin, dass für jede Veränderung der Kombination die zugehörige Rentabilität berechnet wird. Die Sensitivitätsanalyse löst demnach nicht das Entscheidungsproblem unter Unsicherheit, sondern liefert dem Entscheidungsträger nur quantifizierte Werte für mögliche Szenarien.

Es wurde sowohl eine Szenariomatrix für eine variable Verteilung (abhängig vom Erfolg des Resorts) der Einnahmen zwischen Eigentümer und Entwickler aufgesetzt, als auch eine mit fest zugesicherten Einnahmen (in Prozent der Investitionssumme) für die Immobilieneigentümer.

Anschließend werden ausgewählte Szenarien analysiert und Implikationen für die Festlegung der wesentlichen Condominium Optionen abgeleitet.

Szenario Matrix für variable Einnahmenverteilung

Szenario 1.1 best / best case	Anteil Entwickler: 65%				Anteil Entwickler: 50%				Anteil Entwickler: 35%			
	Verkaufsgrad	0%	25%	50%	75%	100%	Verkaufsgrad	0%	25%	50%	75%	100%
WACC 7%	Auslastung 30%						Auslastung 30%					
	Auslastung 40%						Auslastung 40%					
	Auslastung 50%						Auslastung 50%					
	Auslastung 60%						Auslastung 60%					
	Auslastung 70 %						Auslastung 70 %					
Szenario 1.2 normal / best case	Anteil Entwickler: 65%				Anteil Entwickler: 50%				Anteil Entwickler: 35%			
	Verkaufsgrad	0%	25%	50%	75%	100%	Verkaufsgrad	0%	25%	50%	75%	100%
WACC 10%	Auslastung 30%						Auslastung 30%					
	Auslastung 40%						Auslastung 40%					
	Auslastung 50%						Auslastung 50%					
	Auslastung 60%						Auslastung 60%					
	Auslastung 70 %						Auslastung 70 %					
Szenario 3.1 worst / best case	Anteil Entwickler: 65%				Anteil Entwickler: 50%				Anteil Entwickler: 35%			
	Verkaufsgrad	0%	25%	50%	75%	100%	Verkaufsgrad	0%	25%	50%	75%	100%
WACC 13%	Auslastung 30%						Auslastung 30%					
	Auslastung 40%						Auslastung 40%					
	Auslastung 50%						Auslastung 50%					
	Auslastung 60%						Auslastung 60%					
	Auslastung 70 %						Auslastung 70 %					

Abbildung 15: Szenario Matrix variable Einnahmenverteilung

Szenario Matrix für fixe Einnahmenverteilung

Szenario 1.1 best / best case	Auslastung: 70 %			Szenario 1.2 best / normal case	Auslastung: 50 %			Szenario 1.3 best / worst case	Auslastung: 30 %		
	Garantie	Verkaufsgrad			Garantie	Verkaufsgrad			Garantie	Verkaufsgrad	
WACC 7%		5%	7%	9%	11%	13%		WACC 7%		5%	7%
		0%								0%	9%
		50%								50%	11%
		100%								100%	13%
Szenario 1.2 normal / best case	Auslastung: 70 %			Szenario 2.2 normal / normal case	Auslastung: 50 %			Szenario 2.3 normal / worst case	Auslastung: 30 %		
	Garantie	Verkaufsgrad			Garantie	Verkaufsgrad			Garantie	Verkaufsgrad	
		5%	7%	9%	11%	13%				5%	7%
		0%								0%	9%
WACC 10%		50%		WACC 10%				WACC 10%		50%	11%
		100%								100%	13%
Szenario 3.1 worst / best case	Auslastung: 70 %			Szenario 3.2 worst / normal case	Auslastung: 50 %			Szenario 3.3 worst / worst case	Auslastung: 30 %		
	Garantie	Verkaufsgrad			Garantie	Verkaufsgrad			Garantie	Verkaufsgrad	
		5%	7%	9%	11%	13%				5%	7%
		0%								0%	9%
WACC 13%		50%		WACC 13%				WACC 13%		50%	11%
		100%								100%	13%

Abbildung 16: Szenario Matrix fixe Einnahmenverteilung

8.6.1 Szenario 1: Kapitalwertberechnung bei umsatzabhängiger Einnahmenverteilung

Annahme: umsatzabhängige Einnahmenverteilung (50% Anteil der Einnahmen für den Entwickler)

Szenarien bei variabler Auslastung und variablem Verkaufsgrad der Immobilien:

Best case:	WACC: 7%
Normal case:	WACC: 10%
Worst case:	WACC: 13%

Fragestellung: Bei welcher Auslastung ist die Anwendung des Condominium Prinzips, abhängig vom WACC, wirtschaftlicher als die herkömmliche Finanzierung ($\wedge$ =Verkaufsgrad von 0%) ?

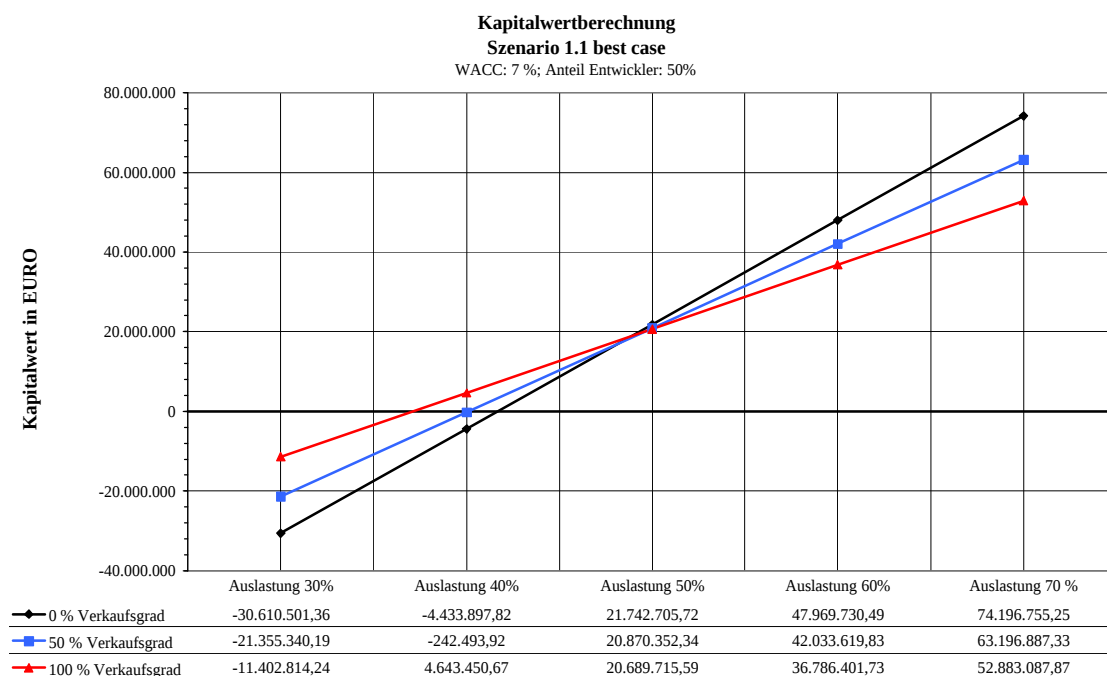


Abbildung 17: Szenario 1.1; best case; WACC 7%

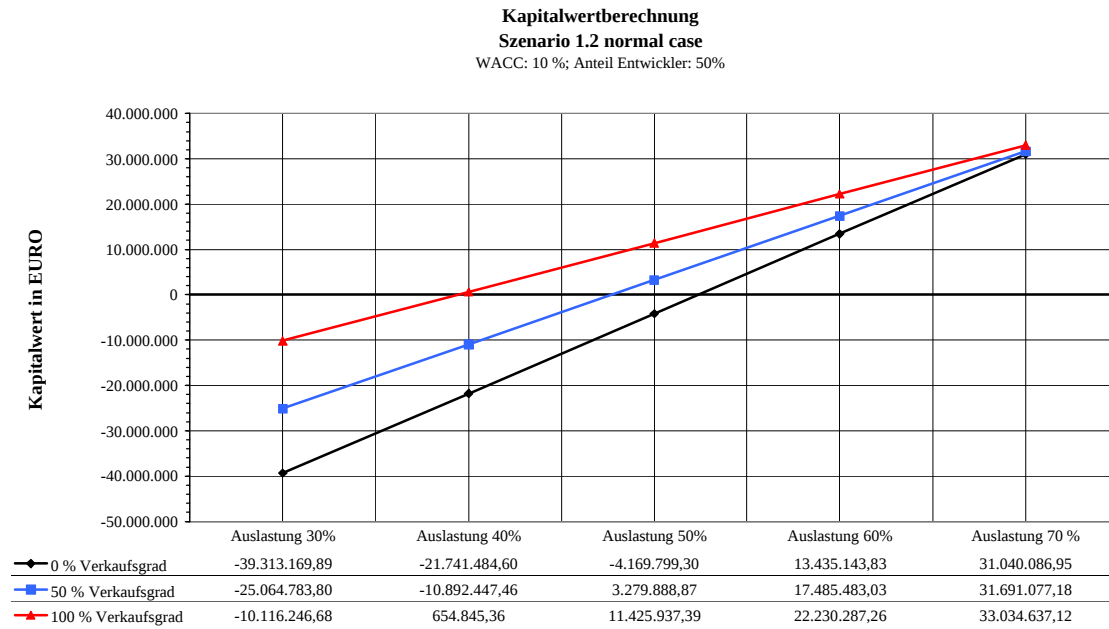


Abbildung 18: Szenario 1.2; normal case; WACC 10%

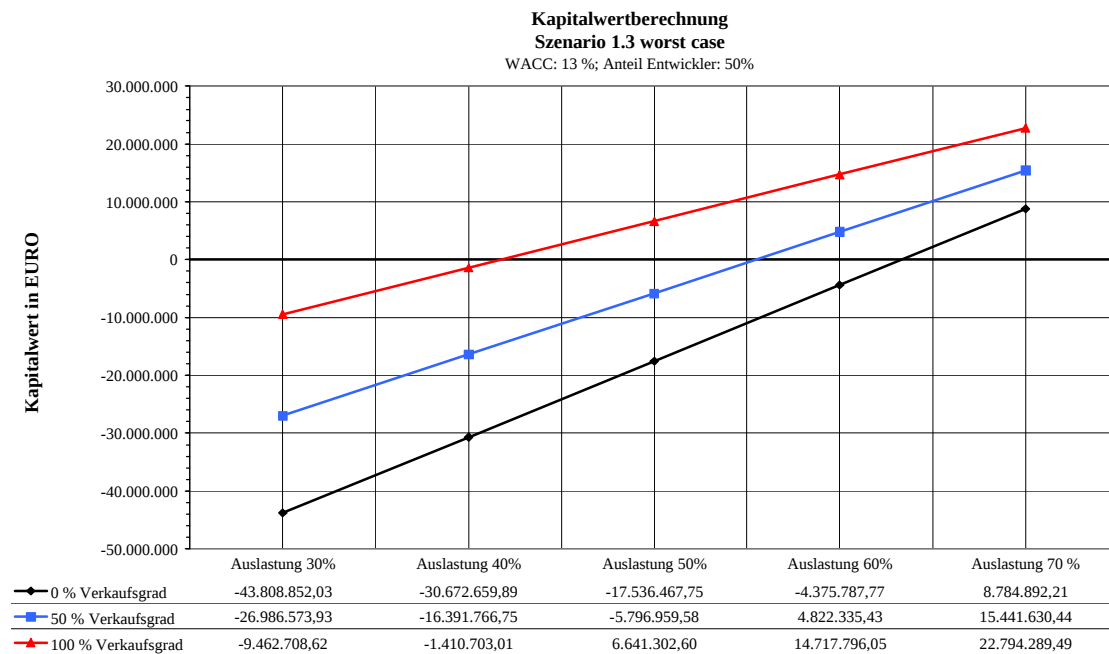


Abbildung 19: Szenario 1.3; worst case; WACC 13%

Fazit:

Mit steigendem WACC, also zunehmenden Kosten für die Fremdfinanzierung, steigt auch die Sinnhaftigkeit des Condominium Konzeptes. Nur bei einem sehr gering angesetzten WACC von 7% und einer Auslastung von mehr als 50%, ist die herkömmliche Variante für den Entwickler rentabler. Geht man nun davon aus, dass die Finanzierung von Hotelentwicklungen als sehr risikoreich eingestuft wird, und somit tendenziell mit einem höheren WACC als 7% zu rechnen ist, stellt das Condominium Prinzip, unter der angenommenen, ausgewogenen Mieteinnahmenverteilung von 50%:50%, zu jedem Auslastungsgrad die bessere Alternative dar.

Selbst bei einem WACC von 7% wird mit der alternativen Variante der Break Even Punkt („BEP“) schneller erreicht (37% Auslastung) als mit reiner Bankenfinanzierung (42% Auslastung). Klarerweise führt ein höherer Kapitalkostensatz zu einer Verschiebung des Break Even Punktes hin zu einem höheren Auslastungsgrad. So ergibt sich bei einem WACC von 10% ein bestmöglicher BEP von 40% und im schlechtesten Fall (WACC von 13%) ein BEP von 43%, jeweils bei 100-igem Verkaufsgrad.

Es ist außerdem offensichtlich, dass der BEP bei hohem Verkaufsgrad weniger sensibel auf eine Veränderung des WACC reagiert als bei der herkömmlichen Variante. D.h., das Condominium Konzept reagiert weniger anfällig auf sich ändernde Umwelt- und Finanzierungsbedingungen, als das gängige Konzept.

Implikation für die Festlegung der Condominium Optionen:

Es ist bei vorliegendem Szenario aus Entwickler-Sicht sinnvoll, so viele Einheiten wie möglich zu verkaufen. Das heißt, er sollte einen hohen Anreiz bieten, um die Einheiten für potentielle Käufer so attraktiv wie möglich zu gestalten. Mit der Fragestellung der, aus Entwickler-Sicht maximal abtretbaren Mieteinnahmen, befasst sich das zweite Szenario.

8.6.2 Szenario 2: Break Even Analyse für variable Einnahmenverteilung

Annahme: konstanter WACC (10%)

Szenarien bei variabler Auslastung und variablem Verkaufsgrad der Immobilien:

Worst case:	Auslastung: 30%
Normal case:	Auslastung: 50%
Best case:	Auslastung: 70%

Fragestellung: Wieviel Prozent der Einnahmen kann der Entwickler abhängig von der Auslastung und dem Verkaufsgrad der Einheiten an die Immobilieneigentümer abtreten damit

- 1) der Kapitalwert positiv ist und
- 2) das Ergebnis besser ist als bei der herkömmlichen Variante?

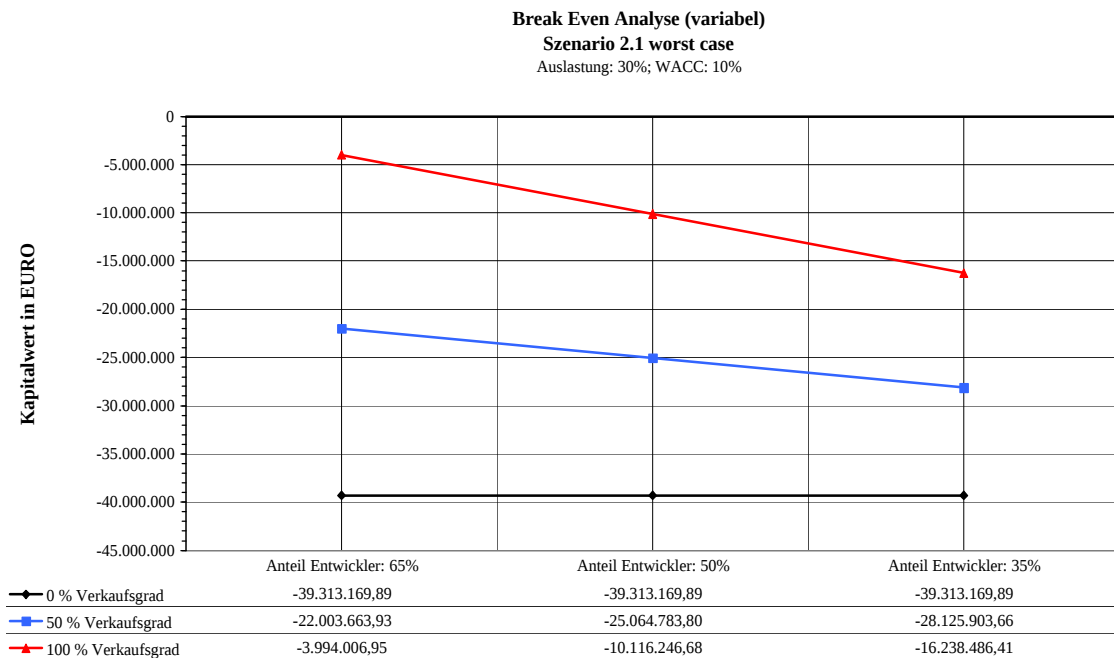


Abbildung 20: Szenario 2.1; worst case; Auslastung 30%

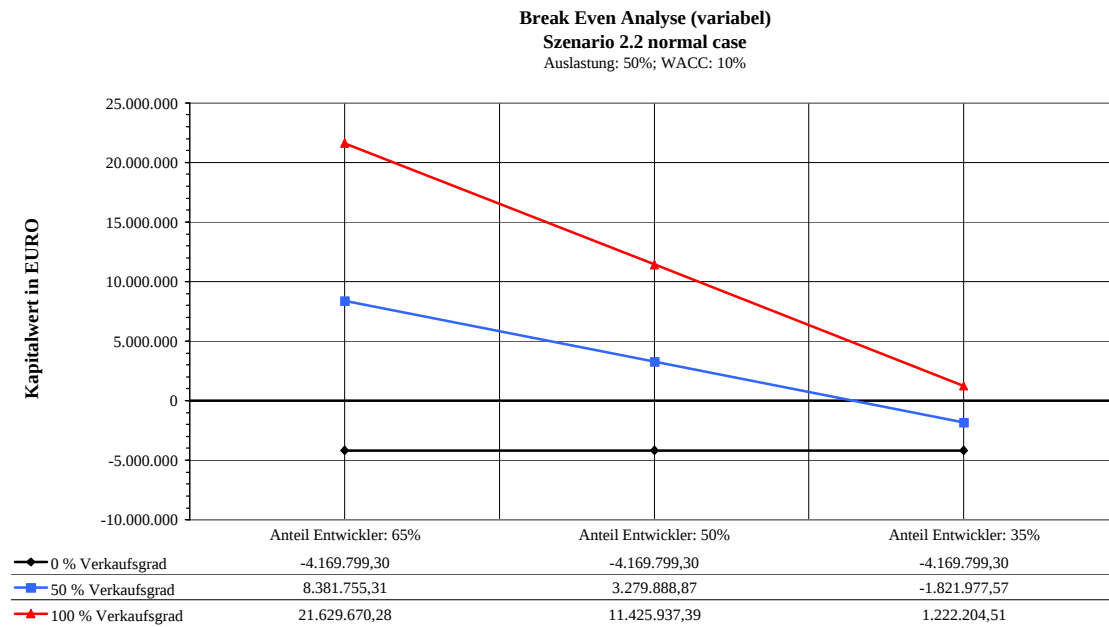


Abbildung 21: Szenario 2.2; normal case; Auslastung 50%

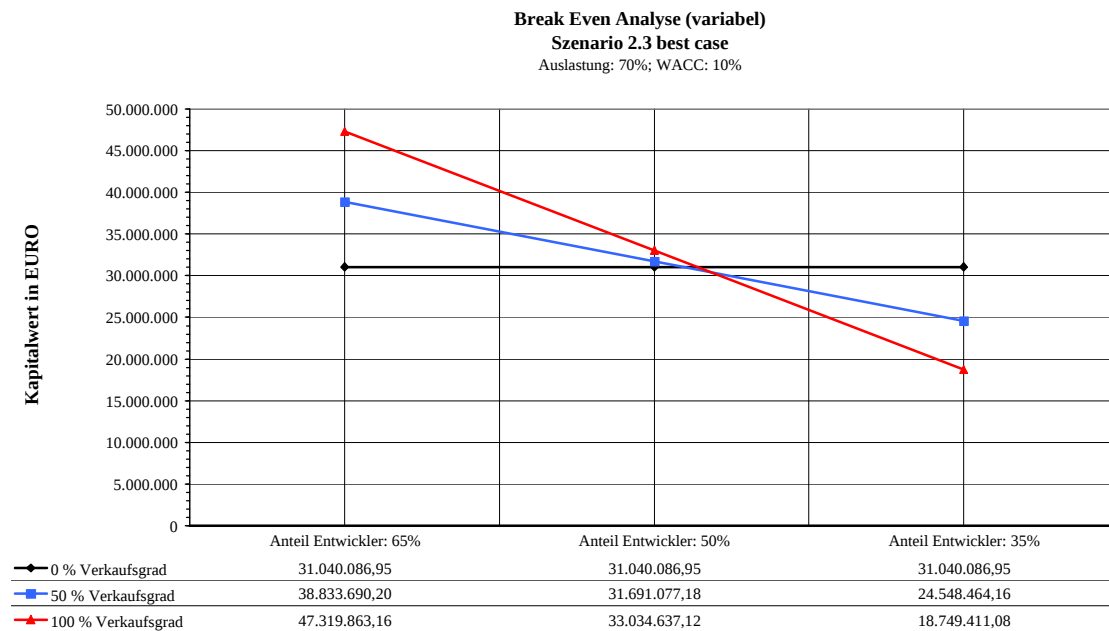


Abbildung 22: Szenario 2.3; best case; Auslastung 70%

Fazit:

Im schlechtesten Fall, also bei einer Auslastung von 30% und gegebenem WACC von 10%, ist der Kapitalwert, unabhängig von der Aufteilung der Mieteinnahmen aus dem Immobilienbereich, negativ. Es stellt sich zwar bei jedem Aufteilungsverhältnis ein relativ besseres Ergebnis bei Anwendung des Condominium Prinzips ein, das Projekt sollte jedoch bei diesem erwarteten Auslastungsgrad, unabhängig von der gewählten Alternative, nicht durchgeführt werden.

Im Normalfall, im vorliegenden Beispiel 50% Auslastung, kann der Entwickler bei vollständigem Verkauf der Immobilien mehr als 65% der Mieteinnahmen aus den Condominium Einheiten an die Eigentümer auszahlen, um zum Einen noch einen positive Kapitalwert zu erreichen, und zum Anderen ein besseres Ergebnis zu erzielen, als bei der herkömmlichen Methode.

Bei einer sehr guten Auslastung von 70% ist das Bild nicht mehr ganz so deutlich. Der Entwickler erzielt zwar in der gesamten Bandbreite (von 35% bis 65% Einnahmenanteil für die Eigentümer) einen positiven Kapitalwert, jedoch ist die Condominium Alternative nicht durchgehend zu empfehlen. Muss der Entwickler mehr als 52% an die Eigentümer abtreten, wäre eine herkömmliche Finanzierung die bessere Wahl. Bis auf diese Schnittmenge ist jedoch auch hier das Condominium Konzept die rentablere Alternative.

Natürlich spielt auch hier die Höhe des WACC eine entscheidende Rolle. Ist der WACC geringer als die hier angenommen 10%, tritt der Schnittpunkt, an dem der Entwickler indifferent zwischen den Alternativen ist, früher ein, als bei einem höher gewählten WACC. Grundsätzlich hat er jedoch die Möglichkeit, bei variabler Einnahmenverteilung, sein Risiko auf mehrere Schultern zu verteilen.

Implikation für die Festlegung der Condominium Optionen:

Der Entwickler sollte den Immobilieneigentümern maximal 50% der Einnahmen aus den Immobilienbereichen zugestehen, damit das Condominium Konzept für ihn unabhängig vom Auslastungsverhältnis rentabler ist, als die herkömmliche Finanzierung. Dies gilt selbst für einen unwahrscheinlichen WACC von nur 7%.

8.6.3 Szenario 3: Break Even Analyse bei fixer Einnahmenverteilung

Annahme: konstanter WACC (7% bzw 13%); konstanter Verkaufspreis

Szenarien bei variabler Auslastung und variablem Verkaufsgrad der Immobilien:

Worst case:	Auslastung: 30%
Normal case:	Auslastung: 50%
Best case:	Auslastung: 70%

Fragestellung: Wie viel Return on Investment kann der Entwickler, abhängig von der Auslastung und dem Verkaufsgrad der Einheiten den Immobilieneigentümer, garantieren damit 1) der NPV positiv ist und

2) das Ergebnis besser ist als bei der herkömmlichen Variante?

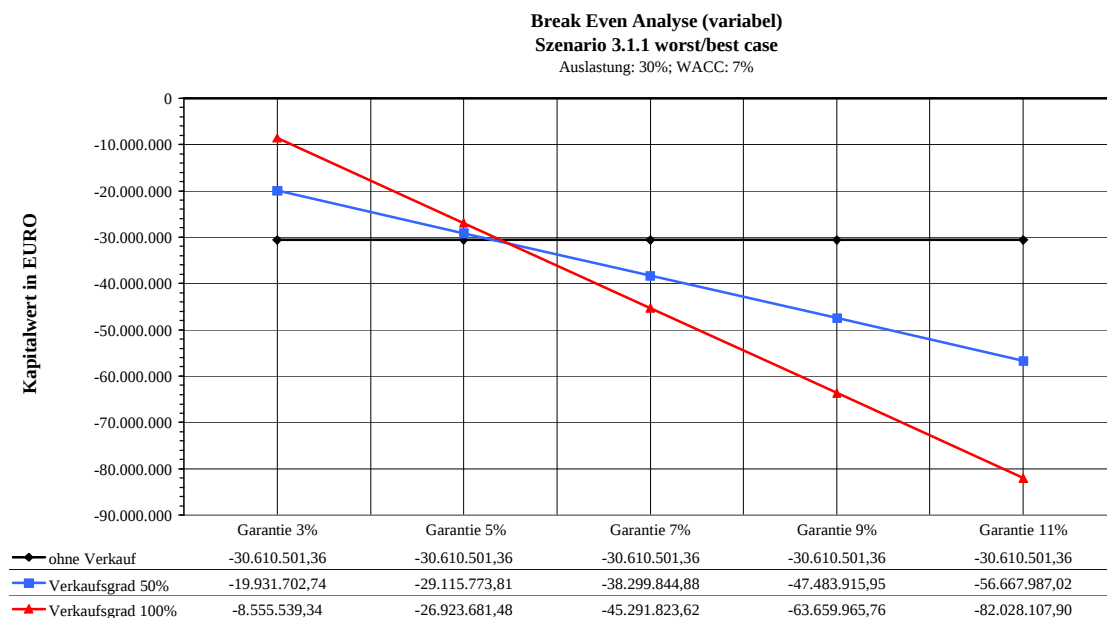


Abbildung 23: Szenario 3.1.1; worst/best case; Auslastung 30%

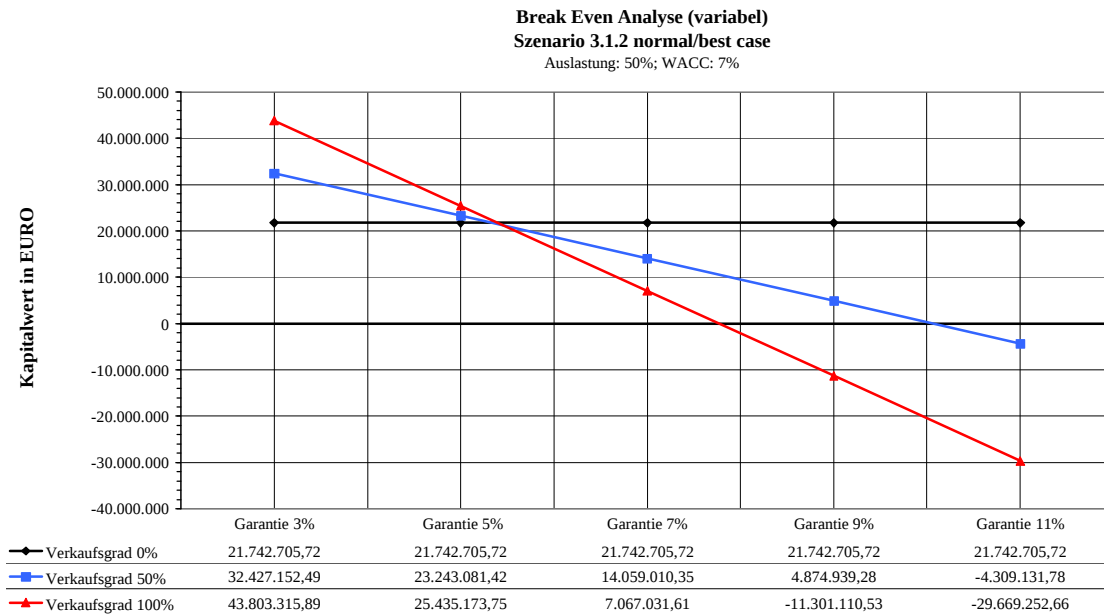


Abbildung 24: Szenario 3.1.2; normal//best case; Auslastung 50%

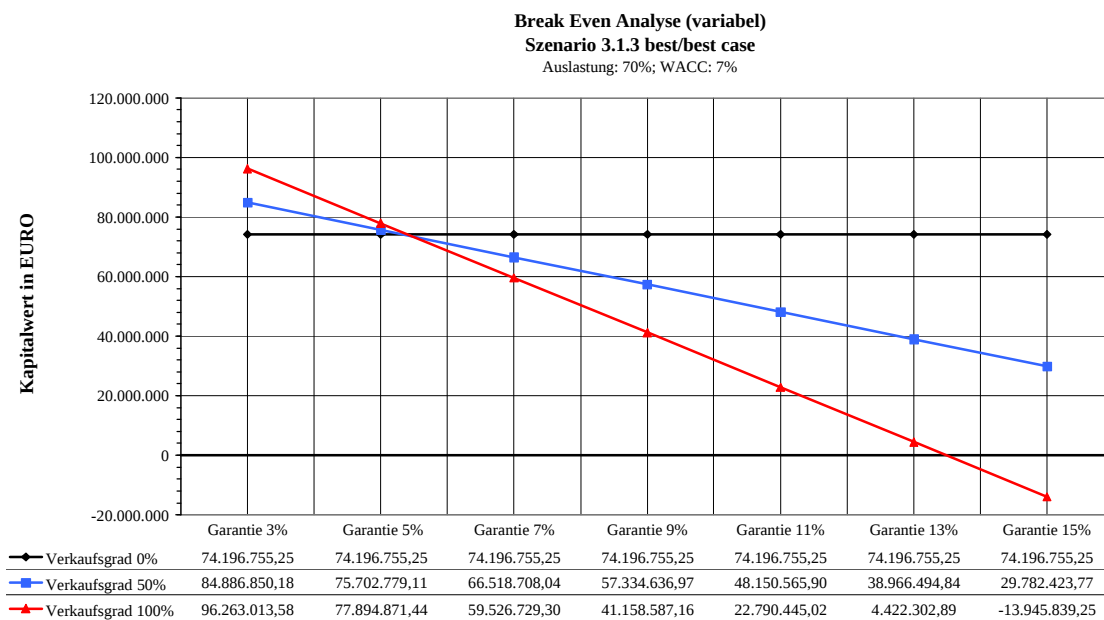


Abbildung 25: Szenario 3.1.3; best/best case; Auslastung 70%

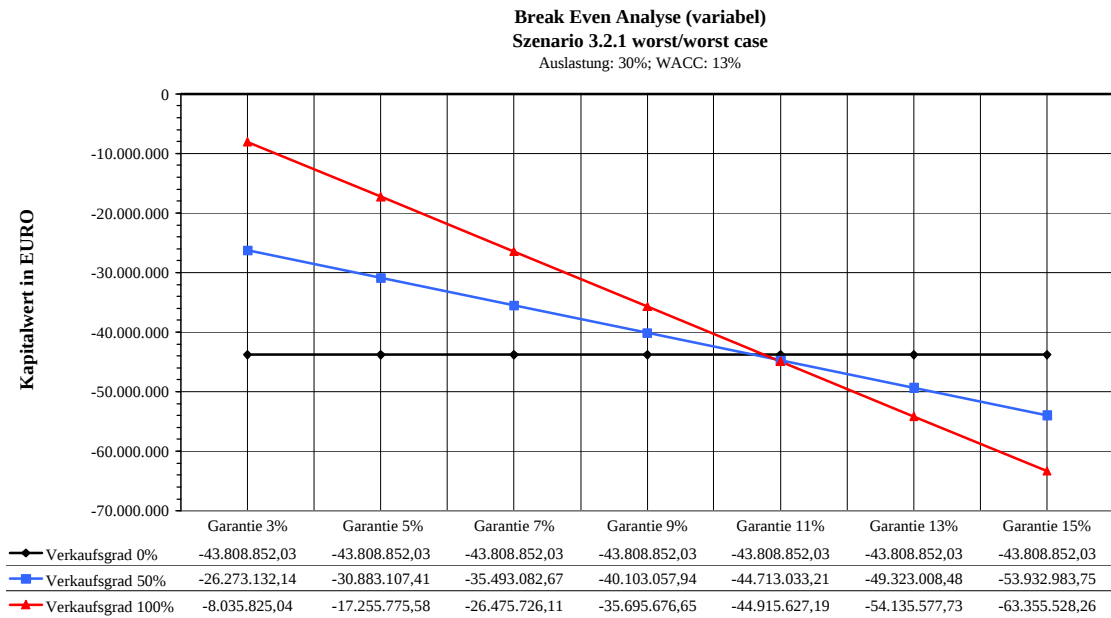


Abbildung 26: Szenario 3.2.1; worst/worst case; Auslastung 30%

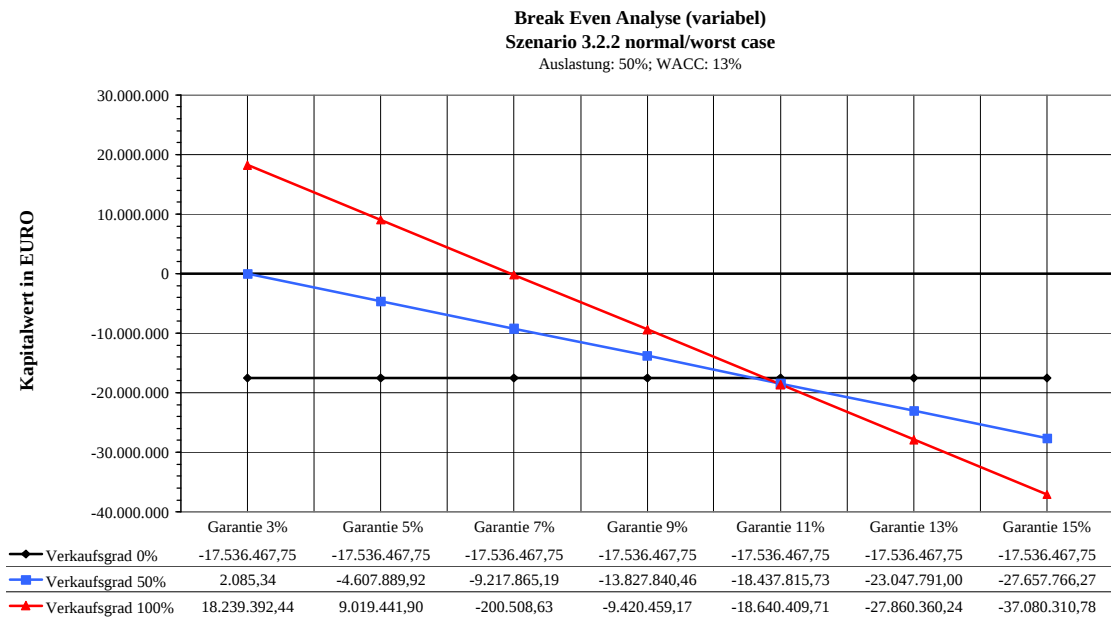


Abbildung 27: Szenario 3.2.2; normal/worst case; Auslastung 50%

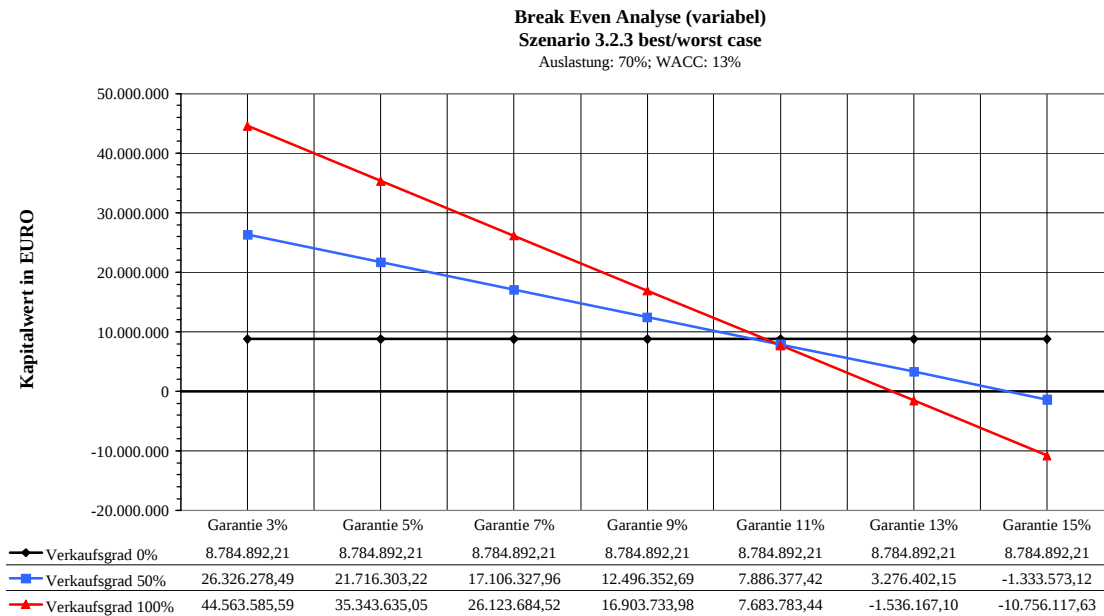


Abbildung 28: Szenario 3.2.3; best/worst case; Auslastung 70%

Fazit:

Bei einem niedrigen WACC von 7% ist der Entwickler bei ca. 5,4% garantiertem Return on Investment indifferent zwischen der herkömmlichen Finanzierung und der Anwendung des Condominium Prinzips. Bei jeder Garantie, die weniger als 5,4% beträgt, ist das Condominium Prinzip rentabler.

Mit zunehmendem WACC verschiebt sich dieser Break Even Punkt nach rechts. Bei 13% WACC beträgt er bereits 11%. D.h., dass der Entwickler den Eigentümern eine 11%-ige Verzinsung ihrer Investition garantieren kann. Dennoch sinkt natürlich, bei gleichzeitig steigendem Risiko, die Gesamtrentabilität, je höher die garantierte Verzinsung gewählt wird. Welche Auslastung notwendig ist, um einen positiven Kapitalwert zu erwirtschaften, zeigt das nächste Szenario.

Implikation für die Festlegung der Condominium Optionen:

Die Mindestverzinsung sollte vom erzielbaren WACC abhängig sein. D.h., je höher die Finanzierungskosten für den Entwickler bei Durchführung des Projektes wären, desto mehr kann er auch den potentiellen Käufern garantieren. Eine Bandbreite von 5%-7% erscheint als zielführend.

8.6.4 Szenario 4: Kapitalwertberechnung bei fixer Einnahmenverteilung

Annahme: konstanter Verkaufsgrad von 100 %

Szenarien bei variabler Auslastung und variablem Verkaufsgrad der Immobilien:

Best case: WACC: 7%
 Normal case: WACC: 10%
 Worst case: WACC: 13%

Fragestellung: Bei welcher Auslastung liefert ein 100%-iger Verkaufsgrad, in Abhängigkeit von der garantierten Mindestverzinsung und variablem WACC, einen positiven Kapitalwert?

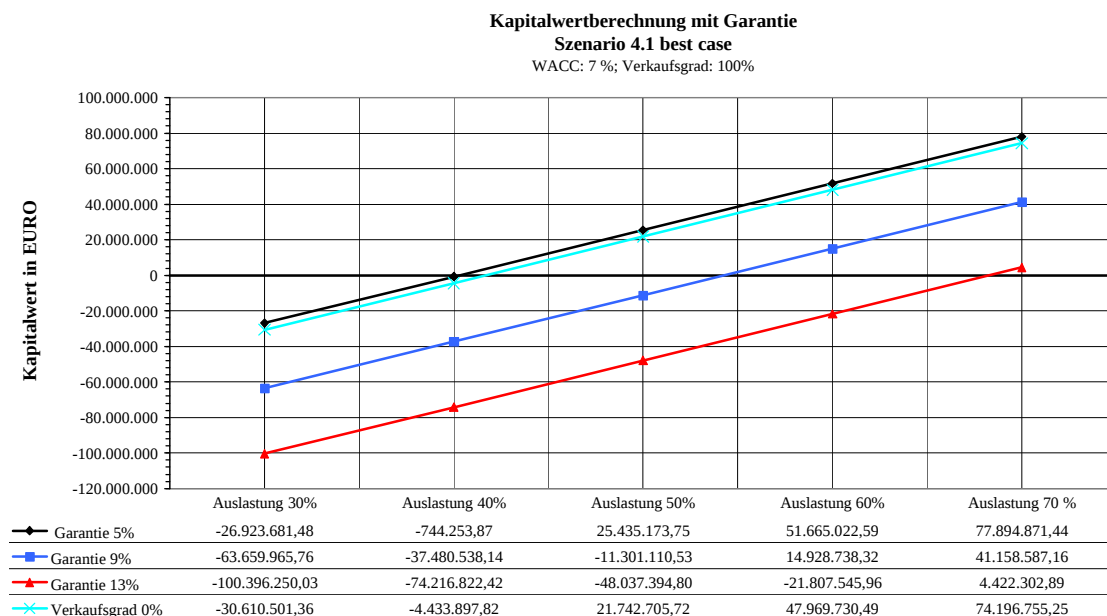


Abbildung 29: Szenario 4.1; best case; WACC 7%

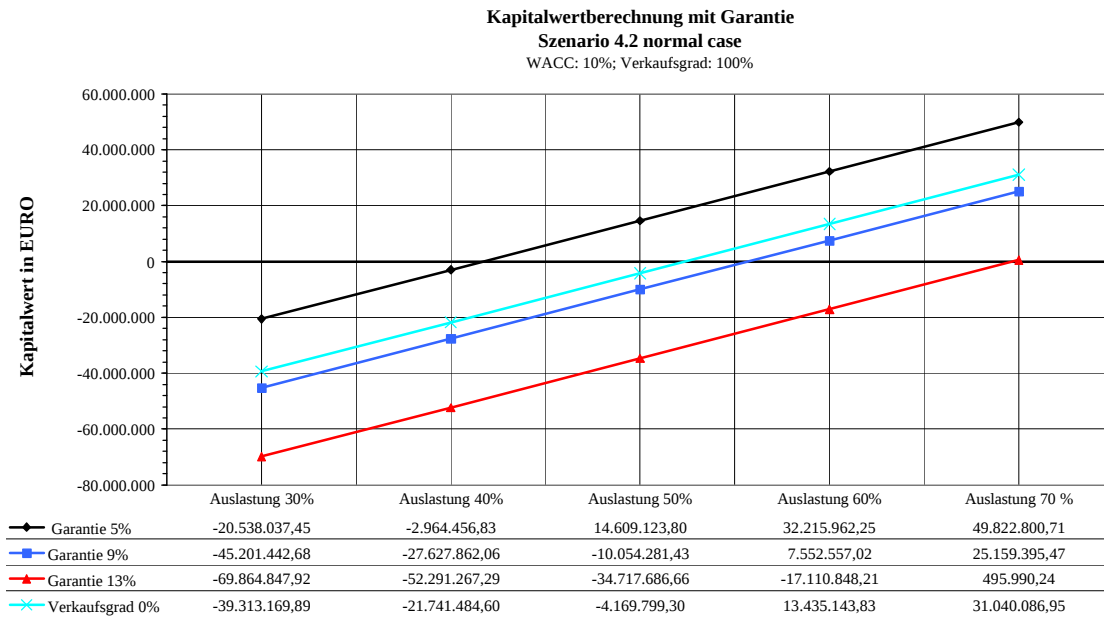


Abbildung 30: Szenario 4.2; normal case; WACC 10%

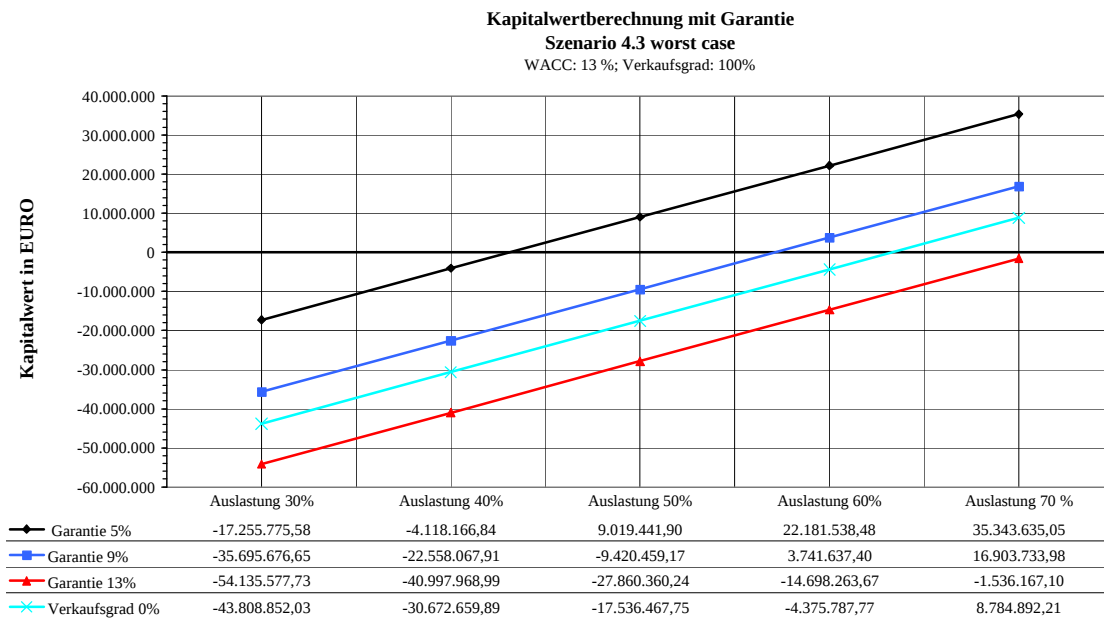


Abbildung 31: Szenario 4.3; worst case; WACC 13%

Fazit:

Bei einem niedrigen WACC von 7% zeigt sich zum Einen, dass der Entwickler, wie vorher schon gesehen, bei jeder Auslastung mehr als 5% garantieren kann um das Condominium Prinzip zu bevorzugen. Zum Anderen zeigt die Graphik die Auslastung, die notwendig ist, um einen positiven Kapitalwert zu erreichen. Sie beträgt bei der herkömmlichen Variante 42%. Selbstverständlich kann bei höherem WACC ein höherer Prozentsatz garantiert werden (siehe Szenario 3).

Bei einem WACC von 10% kann der Entwickler annähernd 9% garantieren. Damit sein Kapitalwert jedoch bei 9%-iger Garantie positiv wird, muss das Projekt eine Auslastung von mindestens 55% erzielen.

Bei einem WACC von 13% sind 11% Garantie möglich. Die entsprechende Auslastung muss jedoch bereits mehr als 63% betragen, damit das Projekt unter diesen Annahmen rentabel ist. Auffällig ist, dass bei einem gewähltem Verkaufsgrad von 100% die Auslastung, die zu einem positiven Kapitalwert führt, unabhängig vom WACC, annähernd konstant bleibt. Dies verwundert nicht weiter, da die Immobilienkomponenten, sowie die Hotelzimmer für den Großteil des Umsatzes verantwortlich sind und bei 100%-iger Auslastung die Abhängigkeit vom WACC sehr gering ist. Dies verdeutlicht aber einmal mehr die relative Unabhängigkeit des Condominium Konzepts von den vorherrschenden Finanzierungsbedingungen.

Entscheidet sich der Entwickler also dafür, eine garantierte Verzinsung anzubieten, kann er anhand dieser Szenarien abschätzen, wie viel Auslastung er mindestens erzielen muss, damit sich ein positives Ergebnis einstellt. Eine garantierte Verzinsung hat für den potentiellen Käufer ganz klar den Vorteil der Transparenz und des limitierten Risikos. Entscheidet sich der Entwickler jedoch für eine variable Vergütung, hat der Käufer relativ wenig Klarheit über die zu erwartende Verzinsung. Aus diesem Grund wird nun abschließend noch der Return on Investment auf Seiten der Eigentümer dargestellt.

Dieser ist nur von der Auslastung und der gewählten Einnahmeaufteilung abhängig, nicht jedoch vom Verkaufsgrad der Immobilienkomponenten.

8.6.5 Szenario 5: Return on Investment der Eigentümer

Annahme: konstanter Verkaufspreis der Einheiten

Worst case: Auslastung: 30%
 Normal case: Auslastung: 50%
 Best case: Auslastung: 70%

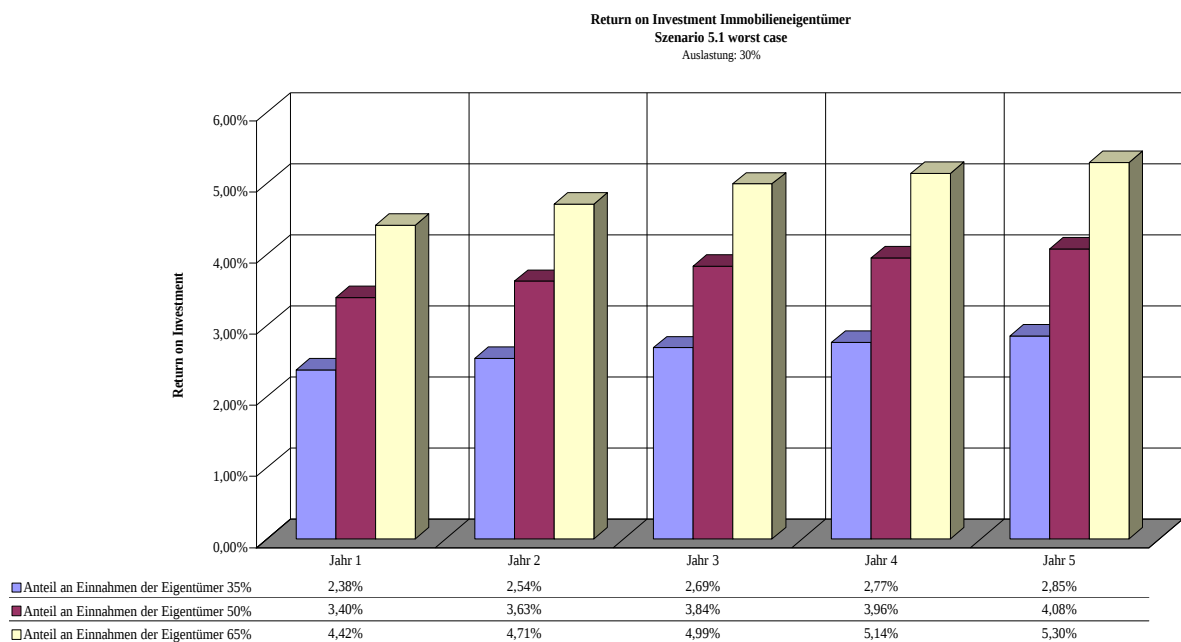


Abbildung 32: Szenario 5.1; worst case; Auslastung 30%

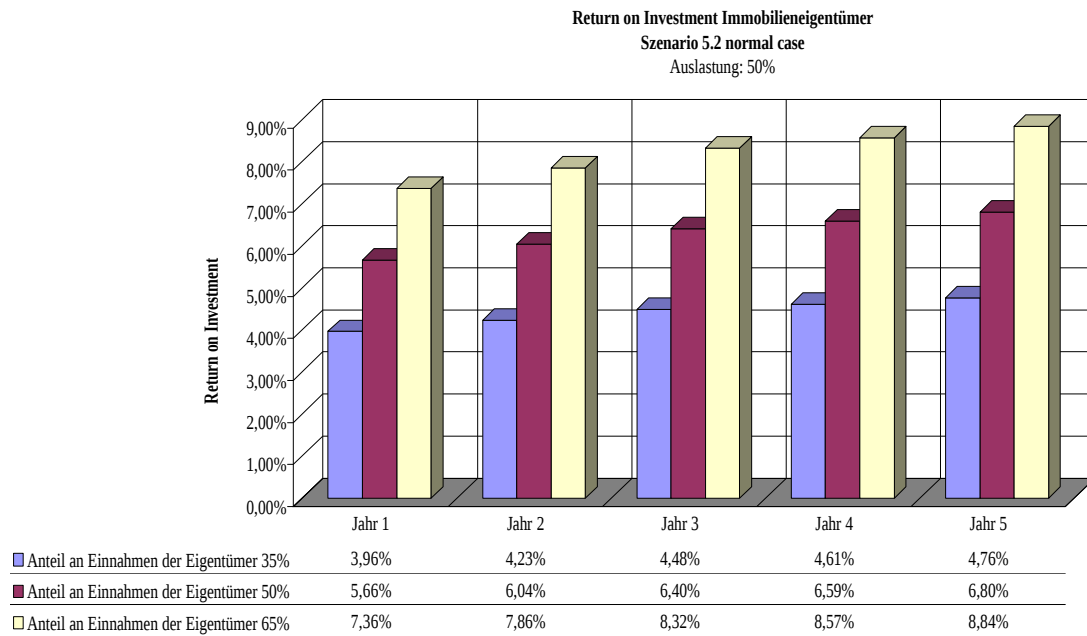


Abbildung 33: Szenario 5.2; normal case; Auslastung 50%

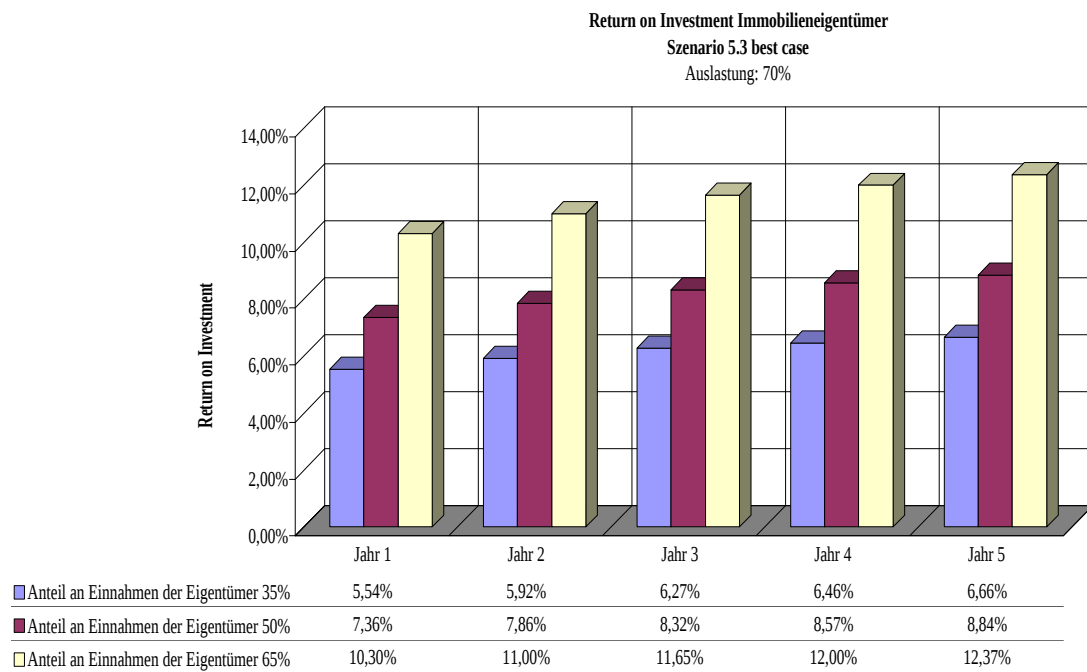


Abbildung 34: Szenario 5.2; best case; Auslastung 70%

8.7 Ergebnis und Festlegung des Mietaufteilungsverhältnisses

Die einzelnen Szenarien haben deutlich gezeigt, je höher der Kapitalkostensatz, desto sinnvoller ist die Anwendung des Condominium Prinzips. Selbst bei niedrigem Fremdkapitalkostensatz ist die Wirtschaftlichkeit dieses Konzepts gegeben und es stellt eine veritable Alternative zur herkömmlichen Finanzierung dar.

Hinzu kommt, dass der Entwickler sein Risiko auf mehreren Schultern verteilen kann. Er muss nun abwägen zu welchen Kompromissen er gegenüber den potentiellen Käufern bereit ist, um einerseits möglichst viele Immobilienkomponenten zu verkaufen, andererseits jedoch die Abtretung der Einnahmen und die zugesicherten Garantien gering zu halten.

Festlegung der Vermietungsoptionen

Nach Betrachtung der verschiedenen Szenarien bietet sich eine Aufteilung der Mieteinnahmen im Verhältnis 50% (Entwickler): 50% (Eigentümer der Einheit) an. Darin sollen jedoch bereits alle betrieblichen Aufwendungen, wie regelmäßige Instandhaltung, Vermarktung, Marketing, Verwaltungskosten etc., die der Käufer bei einem anderen Aufteilungsverhältnis zu zahlen hätte, enthalten sein.

Vom Käufer sollten jedoch die Vertrags- und Finanzamtgebühren, die Grundsteuer, sowie allfällige Versicherungen getragen werden. Außerordentliche Aufwendungen für Reparaturen und Wiederherstellung werden vom Käufer entrichtet, soweit der Betreiber seinen vertraglichen Verpflichtungen der Instandhaltung des Gebäudes entsprochen hat.

Mindestgarantie

Dem Käufer kann eine Mindestverzinsung von mindestens 5% des Bruttokaufpreises vertraglich zugesichert werden ohne, im Vergleich zur herkömmlichen Finanzierung, zusätzliches Risiko einzugehen. Dennoch muss dem Entwickler klar sein, dass auf diese Weise eines der Hauptziele des Condominium Prinzips, nämlich die Verteilung des Risikos auf mehrere Schultern, nur bedingt erreicht wird. Er sollte deshalb diese Einnahmegarantie nur zusichern, wenn es der Markt bzw. die Käufer fordern.

Für den Käufer bedeutet eine 50% Einnahmenverteilung einen return on investment zwischen 3,4% (worst case) und 7,3% im besten Fall. Eine zusätzliche Mindestgarantie von 5% würde das Risiko des Käufers also erheblich reduzieren und die Condominium Einheiten deutlich attraktiver gestalten.

8.8 Fazit Condominiumkonzept

Das Condominium Konzept ist, wie die gesamte Hotelprojektentwicklung, sehr komplex und Bedarf eines professionellen Umgangs. Es hängt sehr von den zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten, dem Angebot–Nachfrage-Verhältnis und von der Vertragsgestaltung ab, ob das Konzept Rentabilität verspricht. Trotz allem hat das Konzept den uneingeschränkten Vorteil, dass es bei richtiger Anwendung das Gesamtrisiko des Entwicklers reduziert, da dieses auf mehreren Schultern verteilt wird. Gleichzeitig muss der Entwickler bei gutem Verlauf reduzierte Gewinne in Kauf nehmen, da die Condominium Eigentümer, proportional zur Anzahl, am Gewinn teilhaben.

Jedes Projekt muss demnach einzeln auf seine „Condominium Tauglichkeit“ überprüft werden und im Rahmen der Vertragsmodifikationsmöglichkeiten optimiert werden, um eine Win-Win Situation für Entwickler und potentielle Condominium Eigentümer zu kreieren. Diese muss transparent an die Käufer vermittelt werden.

Ungeklärt ist bis jetzt, aufgrund der mangelnder Erfahrungswerte und der oft fehlenden Transparenz, ob dieser Risikominimierung auch von den finanzierenden Banken mit entsprechend günstigeren Krediten Rechnung getragen wird und wie die einzelnen Investorengruppen darauf ansprechen.

Allgemein gilt jedoch festzustellen, dass das Condominium Konzept nicht allein den Erfolg einer Hotelunternehmung verantwortet. Vielmehr muss unabhängig davon das Hotel als solches funktionieren. Dazu muss der optimale „strategic fit“ aus Standort, Betreiber und Konzept gefunden werden. Hierbei könnte jedoch in Zukunft das Condominium Konzept eine durchaus tragende Rolle innerhalb der Hotelprojektentwicklung spielen und eine veritable Alternative für Hotelentwickler darstellen, Projekte zu realisieren.

9 Literaturliste

9.1 Bücher

- Blutschacher, P.A. (1987): Hotels, Feriencentren und Boardinghouses. In: Falk, B. (Hrsg.) *Gewerbe-Immobilien*. Verlag moderne Industrie: Landsberg / Lech.
- Bienert, S. (Hrsg.) (2005): *Bewertung von Spezialimmobilien – Risiken, Benchmarks und Methoden*. Gabler Verlag: Wiesbaden.
- Educational Institute of American Hotel & Motel Association (Hrsg.) (1996): *Uniform System of Accounts for the Lodging Industry*, 9th rev. ed., East Lansing.
- Falk, B. (Hrsg.) (1996): *Fachlexikon Immobilienwirtschaft*. Rudolf Müller Verlag: Köln.
- Falk, B.; Falk, M.T. (Hrsg.) (2006): *Handbuch Gewerbe- und Spezialimmobilien*. Immobilien Informationsverlag: Köln.
- Gondring, H. (Hrsg.) (2004): *Immobilienwirtschaft – Handbuch für Studium und Praxis*. Verlag Franz Vahlen GmbH, München.
- Hamberger, K. (2002): Finanzierung von Immobilienprojekten vs. Immobilien – Projektfinanzierung. In Braschel, R.: *Bauen in Netzwerken*. Bauhaus-Universität Weimar Universitätsverlag: Weimar; S.202 – 217.
- Hänssler, K.H. (2004): *Management in der Hotellerie und Gastronomie*. Verlag Oldenburg: München.
- Harlfinger, T.; Jacobi, J.J., (2003), *Basel II – Zukünftige Anforderungen an Immobilien-Projektentwicklungsunternehmen*. In: Lacer, Nr.8,12/2003, S.567-572.
- Henschel, K. (2005): *Hotelmanagement*. 2. überarb. u. erw. Aufl. Verlag Oldenburg: München.
- Isenhöfer, B.; Väh, A. (2000): Prozeß des Immobilienmanagement. In: Schulte K.-W. (Hrsg.): *Immobilienökonomie*. Verlag Oldenburg: München/Wien.
- Opitz, G. (2002): Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds. In: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M. (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Banking*, Rudolf

Müller Verlag: Köln.

Rösel, W. (1994): *Baumanagement: Grundlagen, Technik, Praxis*. 3. überarb. und erw. Aufl.; Springer Verlag: Berlin.

Schröder, M.; Forstnig, J.; Widmann, M. (2005): *Bewertung von Hotels und Hotelimmobilien*. PKF hotelexperts GmbH: München.

Schulte K.-W. (2002): Rentabilitätsanalyse für Immobilienprojekte. In: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S. (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Projektentwicklung*, 2. Auflage; Rudolf Müller Verlag: Köln.

Schulte, K.-W. (2004): *Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 3. Auflage, Verlag Oldenburg: München.

Schulte, K.-W.; Bone-Winkel S. (2002): *Handbuch Immobilien-Projektentwicklung*. 2. Auflage; Rudolf Müller Verlag: Köln.

Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Rottke, N. (2002): Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht. In: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S. (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Projektentwicklung*. 2. Auflage; Rudolf Müller Verlag: Köln.

9.2 Artikel

Baurmann, J. (1999): *Es ist ein Irrtum zu glauben, Hotelinvestitionen beruhen immer auf rationalen Entscheidungen*. In: Immobilien Zeitung, erschienen am 22.05.1999, Immobilien Zeitung Verlag: Wiesbaden.

Baurmann, J. (2007): *Wirtschaftliche Kriterien für Hotel-Betreiberverträge*. EUROFORUM-Seminar.

Bone-Winkel, S. (2004): *Chancen und Risiken der Projektentwicklung*. Vortrag European Business School.

Dallmann, A.; Maschmeier, R. (2007): *Pacht- und Managementvertrag in der Gegenüberstellung*. EUROFORUM-Seminar.

Eltschinger, M. (2002): *Finanzmanagement Hotellerie*. In: Insolvenz- und Wirtschaftsrecht 4/2002, S.141-151.

- Föllmer, J. (Hrsg.) (2002): *Hotel Performance Trends 2002*. Hotelbiz Consulting.
- Forstnig, J. (2008): „*Private Equity im Hotelmarkt*“. Vortrag 2. IIR Fachkonferenz – Hotelimmobilie 2008, Wien, am 20.2.2008.
- Gerhard, S. (2008): *Wachstumsmarkt Osteuropa*. In: Hotelbau, 03-04/2008, S. 16-17.
- HVS (2008): *European Hotel Transactions 2007*. London.
- IHA Hotelverband Deutschland e.V. (Hrsg.) (2004): *Hotelmarkt Deutschland 2004*. Branchenreport des Hotelverbandes Deutschland (IHA), Berlin.
- Jaeger, A. (2000): *Euroforum Konferenz Die Hotelimmobilie*. 30.11.2000, Vortrag Berlin.
- Joachim, W.E. (1997): *Hotel-Projektentwicklung: Zwischen Konflikt und Konsens*. In: Immobilien Zeitung, erschienen am 30.5.1997; Immobilien Zeitung Verlag: Wiesbaden.
- Joachim, W.E. (2003): *(Hotel)Betreiberverträge – Aktuelle Regelungsbeispiele und Entwicklungstendenzen*. In: Gewerbemiete und Teileigentum, Heft 11, Bielefeld/Dortmund, S. 119-130.
- Jones Lang Lasalle Hotels (2002): *Debt Financing Alternatives & Debt Restructuring*.
- Jones Lang Lasalle Hotels (2004a): *Changing Ownership Structures*.
- Jones Lang Lasalle Hotels (2004b): *Das Fremd-und Eigenkapitalumfeld im globalen Hotelinvestment*. Oktober 2004, Presseinformation, München.
- Jones Lang Lasalle Hotels (2005): *Global Hotel Management Agreement Trends*. In: FocusOn.
- Jones Lang Lasalle Hotels (2006): *Condominium Hotels*. In: FocusOn.
- Jones Lang Lasalle Hotels (2007): *Hotel Investment Outlook*.
- Just, T.; Weltermann, K. (2005): *Hotelimmobilien in Deutschland und Europa*. In: Der langfristige Kredit 14; S. 508-510.
- Kriegl, U. (2007): *Bewertung von Hotels nach dem Discounted Cash Flow-Verfahren*.

EUROFORUM-Seminar.

Dr. Lübcke (2006): *Studie – Hotelimmobilien in Deutschland*. Frankfurt.

Mayer, B. (2002): *Organisation und Durchführung komplexer Projektentwicklungen am Beispiel eines PPP- Modells*. In : Institut für Bauwirtschaft Schriftenreihe Bauwirtschaft; Symposium 2002 – Projektentwicklung brachgefallener Flächen, Kassel University Press, S.105 -111.

Sahlins, E. (2007a): HVS Hotel Development Cost Survey 2007. In: HVS International, erschienen am 29.10.2007, San Francisco.

Sahlins, E. (2007b): *Some reflections on Condominium Hotel Development*. In: HVS International, San Francisco.

Steger, E. (2008): *Management- und Pachtverträge*. Vortrag IIR Fachkonferenz-Hotelimmobilie, 20.02.2008.

VÖB Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (2004): *Beherbergungsgewerbe in Deutschland*.

Widmann, M.; Schröder, M. (2007): *Rentabilitäts- und Wirtschaftlichkeitsberechnung*. EUROFORUM-Seminar

Widmann, M. (2008): *Dornröschen Budgethotellerie*. In: Hotelbau, erschienen im März/April 2008, S.12-13.

Wiedemann, M.; Harlfinger, T.; Wagner, J. (2003) *Projektrisiken – Keine Zahl für die Gefahr*. Immobilien Manager Nr.1+2 (2003).

Younes, E.; Kett, R. (2006): *Hotel Investment Risk: What Are The Chances?* In: HVS International, erschienen 10/2006, San Francisco.

9.3 Internet

Arnoldkling (2008): URL: <http://arnoldkling.com/econ/timeshare.html> [28.02.2008]

Condohotel (2007): URL: <http://www.condohotelsdubai.com> [10.10.2007]

Condohotelcenter (2007): URL: <http://www.condohotelcenter.de> [04.10.2007]

DEHOGA (2007a): URL: www.dehoga.de [20.10.2007]

DEHOGA (2007b): URL: http://www.dehoga-bundesverband.de/home/betriebsarten_0_921_1153.html [20.10.2007]

Designhotels (2008) : URL : <http://www.designhotels.com> [26.05.2008]

Ernst&Young (2006): URL: http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Germany/Presse_-_Pressemitteilungen_2006 [13.01.2008]

Fidlschuster, K. (2007) FF&E: *The Magic Formula for Hotel Operators-a Nightmare for Investors?* URL:
http://www.hotour.de/media/docs/pdf_herr_riemann_ff_e_artikel.pdf [15.2.2008]

Guest invest: (2007): URL: <http://www.guestinvest.com> [9.August 2007]

Hotel online: (2007): URL: http://www.hotel-online.com/News/PR2007_3rd/July07_Butler_BigDeal.html [9.Juli 2007]

Hotelsterne (2008): URL: <http://www.hotelsterne.de> [04.02.2008]

Iim (2007): URL:<http://www.iim.de/Gemeinsam/eigenkapitalbeschaffung/index.html>
[28.10.2007]

JBMB (2008): URL: <http://www.jmbm.com/News/Blogs> [10.4.2008]

Nacho (2007): URL: <http://www.nacho.us> [04.10.2007].

Palmeri, C. (2005): *Checking Out – and Into – Condo Hotels*. URL:
http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/dec2005/nf20051210_3131.htm
[15.03.2008]

Stalys (2007): URL: <http://www.stalys.de/data/hopro.htm> [08.08.2007]

Time shares (2008): URL: <http://worldoftimeshares.com> [05.05.2008]

9.4 Expertengespräch

Durst, C. (2007): Interview am 20.5. 2007 in Frankfurt a. M.

Zusammenfassung

Die Hotelprojektentwicklung zählt zu den komplexesten und risikoreichsten Unternehmungen, die im Immobiliensektor zu finden sind. Der Hotelentwickler bewegt sich dabei in einem Spannungsfeld unterschiedlichster Interessen. Um den Entwicklungsprozess erfolgreich zu gestalten, d.h. einen durch Hotelnutzung generierten Mehrwert des zu entwickelnden Grundstücks abzuschöpfen, muss das Hotel einen positiven Cashflow erwirtschaften und den Anforderungen der Betreiber, Fremdkapitalgeber und der Endinvestoren genüge leisten. Knackpunkt ist hier üblicherweise die Risiko- und Chancenverteilung zwischen den Parteien, welche über den Betreibervertrag geregelt wird. Das Hotel zeichnet sich dadurch aus, dass es eine unzertrennliche Einheit aus Betrieb und Immobilie bildet, sie funktioniert nicht ohne qualifizierten Betreiber. Dementsprechend können renommierte Hotelbetreiber oft die von ihnen bevorzugten Managementverträge fordern und durchsetzen, welche das Risiko zur Gänze auf den Entwickler und somit letztendlich auf den Endinvestor und die finanzierenden Banken abwälzen. Dies widerspricht dem Grundgedanken der Renditesicherheit der meisten Anleger bzw. Fremdkapitalgeber. Es gilt hier also einen entsprechenden Konsens in diesem Spannungsfeld zu finden und sowohl die Risiken, als auch die Chancen entsprechend den Präferenzen der Parteien zu verteilen.

Darüber hinaus ist das Hotel, wie kaum eine andere Immobilie, konzept- und standortabhängig. Umso entscheidender ist es, eine professionelle und detaillierte Standort- und Marktanalyse durchzuführen, denn allein der Markt sollte für die Konzeption des Hotels ausschlaggebend sein. Neben der Suche nach dem richtigen Betreiber, ist das Hauptziel des Entwicklers das marktgerechte Konzept für den vorgegebenen Standort zu entwickeln, um das unumstritten hohe Renditepotential von Hotels voll auszuschöpfen und die Volatilität, die jedem Hotelbetrieb anhaftet, so weit es geht schon vor der Eröffnung einzuschränken. Um diesen so genannten „strategic fit“ aus Konzept, Standort und Betreiber, der über den Erfolg eines Hotels entscheidet, optimal zu definieren, muss der Entwickler über sehr viel branchenspezifisches Know How und Erfahrung verfügen und die Vielzahl der am Entwicklungsprozess partizipierenden Experten zielorientiert koordinieren und steuern.

Sind die angeführten Kriterien erfüllt, haben Hotelimmobilien das Potential für alle Involvierten überdurchschnittliche Erträge abzuwerfen, welche die oft angeführten Nachteile, wie hohes operationales Risiko, mangelnde Drittverwendbarkeit oder starke

Konjunkturabhängigkeit relativieren und somit eine veritable Alternative zu anderen Gewerbeimmobilien darzustellen.

Eine mögliche Alternative, das angesprochene Spannungsfeld aufzulockern ist das sogenannte Condominium Konzept. Das Kernelement dieses Ansatzes ist, dass einzelne Zimmer des Hotels verkauft werden und die Eigentümer die erworbenen Zimmer in den Vermietungspool des Hotels aufnehmen lassen und somit am operativen Ergebnis der Unternehmung partizipieren. Das Konzept hat den uneingeschränkten Vorteil, dass das Gesamtrisiko des Entwicklers auf mehrere Schultern verteilt und das Eigenkapital aufgestockt wird. Gleichzeitig muss der Entwickler bei gutem Verlauf reduzierte Gewinne in Kauf nehmen, da die Condominium Eigentümer proportional zur Anzahl am Gewinn teilhaben.

Wie die gesamte Hotelprojektentwicklung, ist dieser Ansatz sehr komplex und Bedarf eines professionellen Umgangs. Es hängt sehr von den zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten, dem Angebot–Nachfrage-Verhältnis und der Vertragsgestaltung ab, ob dieses Konzept für die beteiligten Parteien Rentabilität verspricht. Jedes Projekt muss demnach einzeln auf seine „Condominium Tauglichkeit“ geprüft werden und im Rahmen der Vertragsmodifikationsmöglichkeiten optimiert werden, um eine Win-Win Situation für Entwickler und potentielle Condominium Eigentümer zu kreieren.

Ungeklärt ist bis jetzt, aufgrund der mangelnder Erfahrungswerte und der oft fehlenden Transparenz, ob dieser Risikominimierung auch von den finanzierenden Banken mit entsprechend günstigeren Krediten Rechnung getragen wird und wie die einzelnen Investorengruppen darauf ansprechen.

Allgemein gilt jedoch festzustellen, dass das Condominium Konzept nicht allein den Erfolg einer Hotelunternehmung verantwortet. Vielmehr muss unabhängig davon das Hotel als solches funktionieren. Dazu muss abermals der optimale Mix aus Standort, Betreiber und Konzept gefunden werden. Hierbei könnte jedoch in Zukunft das Condominium Konzept eine durchaus tragende Rolle innerhalb der Hotelprojektentwicklung spielen und v.a für eigenkapitalschwache Hotelentwickler eine veritable Alternative darstellen.

Lebenslauf

Oktober 2002 – 2008

Universität Wien

Studium der Internationalen Betriebswirtschaftslehre

Schwerpunkte: Industrial Management & Externes Rechnungswesen

Titel der Diplomarbeit: „Die Hotelprojektentwicklung unter Einbeziehung des Condominiumkonzepts, vertieft anhand einer Szenario- Wirtschaftlichkeitsrechnung“

Angestrebter akademischer Grad: Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

September 2000 – Mai 2002

Kolleg für Tourismus und Freizeitwirtschaft Innsbruck

Schwerpunkt: Tourismus Management

Abschluss: Diplom Touristik Kaufmann (Kolleg)

Januar 2000 – Juni 2000

Westminster College London

Abschluss: Cambridge Certificate

September 1989 – Juni 1998

Gymnasium, Untergriesbach

Abschluss: Abitur