

# Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen durch Forward Funding

Masterthese zur Erlangung des akademischen Grades  
"Master of Science"

eingereicht bei  
DI Marco Schütz, MSc

Nadja Hafez, BA

00920867

Wien, 07.04.2019

## Eidesstattliche Erklärung

Ich, **NADJA HAFEZ, BA**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Masterthese, "FINANZIERUNG VON IMMOBILIEN-PROJEKTENTWICKLUNGEN DURCH FORWARD FUNDING", 91 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich das Thema dieser Arbeit oder Teile davon bisher weder im In- noch Ausland zur Begutachtung in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 07.04.2019

---

Unterschrift

## **Danksagung**

Ich bedanke mich bei meinem Betreuer Herrn DI Marco Schütz MSc. und bei meinen Gesprächspartnern, die mir als Experten ihr umfangreiches Wissen zur Verfügung gestellt haben.

Ein großer und ganz besonderer Dank gilt meiner Familie, insbesondere meiner Mama und meinem Bruder Marco, die mich in jeglicher Hinsicht unterstützt haben, als auch meiner Marlene, die eine besondere Motivatorin während meiner Studienzeit war.

## **Kurzfassung**

Für den frühzeitigen Einstieg in die Projektentwicklung gibt es unter anderem die Möglichkeit eines Forward Funding-Vertrages zwischen Immobilien-Projektentwicklern und Endinvestoren. Dieser Vertrag besiegelt den Erwerb der Immobilie durch den Endinvestor bereits vor Fertigstellung des Gebäudes, in der Regel, mit dem Ziel, dieses längerfristig zu halten und daraus Erträge zu lukrieren. Anstatt den Kaufpreis erst nach Übergabe des fertiggestellten Gebäudes zu entrichten, zahlt der Endinvestor ratenweise bereits während der Bauphase und unterstützt somit den Projektentwickler bei der Finanzierung des Projektes.

Die Arbeit beschäftigt sich mit Finanzierungsinstrumenten für Immobilien-Projektentwicklungen, gibt einen Überblick über den momentanen Markt und die Situation im Finanzierungsgeschäft und beleuchtet insbesondere das Forward Funding als alternatives Instrument in der Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen. In der Arbeit werden umfassende Begriffsdefinitionen und -abgrenzungen für den Begriff Forward Funding vorgenommen. Des Weiteren beschäftigt sie sich mit der Funktionsweise von Forward Purchase- und Forward Funding-Modellen in Theorie und Praxis und beleuchtet tiefergehend die Vertragsbestandteile bzw. die Unterschiede zu üblichen Kaufverträgen, die Zahlungsmodalitäten, die Einstiegszeitpunkte von Investoren sowie die Transaktionsmodi und die Rolle des Entwicklers nach dem Eigentumsübergang. Mit ein Grund für die Wahl dieses Themas in der vorliegenden Forschungsarbeit war die Tatsache, dass Forward Funding-Modelle in der Praxis im aktuellen Marktumfeld sehr häufig zur Anwendung kommen, es aber noch keine Untersuchungen gibt, die beschreiben, wie diese Modelle in der Praxis funktionieren und warum sie angewendet werden. Das Kapitel „Die Praxis in Österreich“ geht daher zum einen auf gängige Finanzierungsvarianten der heimischen Projektentwickler ein, beleuchtet den Einfluss und den möglichen Mehrwert von Forward Funding auf die Finanzierungsstruktur und stellt Chancen und Risiken des Forward Funding-Modells für Projektentwickler gegenüber. Verdeutlicht werden zudem die Auswirkungen des Forward Fundings auf Eigenkapital, Unternehmenswachstum, den Developer-Gewinn und auf die Risikostruktur. Die Ergebnisse werden folglich unter den 10 Aspekten des Forward Fundings zusammengefasst.

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	III
Abkürzungsverzeichnis .....	IV
<b>1. Einführung .....</b>	<b>1</b>
1.1. Forschungsgegenstand .....	2
1.2. Gliederung .....	3
<b>2. Immobilien-Projektentwicklung .....</b>	<b>5</b>
2.1. Theoretische Grundlagen .....	5
2.2. Phasen der Projektentwicklung .....	11
2.3. Risiko und Kapital .....	13
<b>3. Finanzierungsinstrumente in der Immobilien-Projektentwicklung .....</b>	<b>19</b>
3.1. Finanzierungslandschaft – Status quo .....	19
3.2. Klassische Projektfinanzierung: Fremd- und Eigenkapital .....	23
3.3. Idealtypische oder Strukturierte Projektfinanzierung .....	28
3.3.1. Senior und Junior Loan .....	28
3.3.2. Mezzanine-Finanzierung .....	29
3.4. Weitere eigenkapitalsubstituierende Finanzierungsinstrumente .....	32
3.4.1. Joint Venture .....	32
3.4.2. Real Estate Private Equity .....	33
3.4.3. Projektanleihen .....	35
<b>4. Forward Funding .....</b>	<b>37</b>
4.1. Begriffsdefinitionen und -abgrenzungen .....	37
4.2. Funktionsweise von Forward Purchase und Forward Funding .....	39
4.2.1. Forward Purchase-Vertrag .....	40
4.2.2. Forward Funding-Vertrag .....	41
4.2.3. Vertragsbestandteile .....	43
<b>5. Die Praxis in Österreich .....</b>	<b>49</b>
5.1. Finanzierungsvarianten von Projektentwicklungen in Österreich .....	50
5.1.1. Wie finanzieren Projektentwickler in Österreich? .....	50
5.1.2. Eigenkapital und Eigenkapitalsubstitute .....	52
5.2. Einsatz von Forward Funding und dessen Auswirkung auf die Finanzierung .....	52

5.2.1.	Einstiegszeitpunkt des Investors .....	54
5.2.2.	Fixierung der Baukosten .....	56
5.2.3.	Share oder Asset Deal und die Rolle des Entwicklers nach dem Eigentumsübergang .....	57
5.2.4.	Vermietung der Projekte .....	57
5.2.5.	Zahlungsmodalitäten im Forward Funding-Modell.....	59
5.3.	Chancen von Forward Funding für Immobilien-Projektentwickler .....	63
5.3.1.	Auswirkungen auf Eigenkapital und Unternehmenswachstum .....	63
5.3.2.	Mehrwert von Forward Funding für die Projektfinanzierung.....	64
5.3.3.	Auswirkungen auf den Developer-Gewinn .....	65
5.3.4.	Auswirkungen auf die Risikostruktur .....	67
5.4.	Risiken von Forward Funding für Immobilien-Projektentwickler .....	68
5.5.	Ausblick.....	69
<b>6.</b>	<b>Schlussfolgerungen .....</b>	<b>70</b>
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>74</b>
	<b>Anhang .....</b>	<b>79</b>
	Interviewcharakteristika .....	79
	Interviewleitfaden .....	80

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Die vier Faktoren der Projektentwicklung.....	7
Abbildung 2: Marktzyklen und deren Auswirkungen.....	9
Abbildung 3: Die vier Phasen des Projektentwicklungs-Prozesses .....	11
Abbildung 4: Leistungen und Meilensteine im Projektentwicklungs-Prozess .....	13
Abbildung 5: Entwicklung des Kapitalbedarfs im Projektentwicklungs-Prozess .....	15
Abbildung 6: Kosten-Risiko-Matrix für Projektentwickler .....	18
Abbildung 7: Leitzinsvergleich EZB und Federal Reserve, Stand 19.12.2018 .....	20
Abbildung 8: Strategieanpassungen im Falle einer Zinswende .....	21
Abbildung 9: Alternative Finanzierungsformen in Deutschland Q1/ 2019 .....	22
Abbildung 10: Einsatz von Eigen- und Fremdkapital in der Projektentwicklung ....	26
Abbildung 11: Finanzierungstranchen einer Strukturierten Finanzierung.....	29
Abbildung 12: Financial Covenants.....	31
Abbildung 13: Entwicklung des Kapitalbedarfs im Forward Funding-Modell .....	55
Abbildung 14: Zahlungsmodalitäten nach dem BTVG .....	59
Abbildung 15: Risiko-Einschränkung durch Forward Funding .....	67

## **Abkürzungsverzeichnis**

BGF: Bruttogeschoßfläche

BTVG: Bauträgervertragsgesetz

DSCR: Debt Service Coverage Ratio

EK: Eigenkapital

EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate

EZB: Europäische Zentralbank

FK: Fremdkapital

GU: Generalunternehmer

ICR: Interest Coverage Ratio

IRR: Internal Rate of Return

LTC: Loan to Cost

LTV: Loan to Value

REPE: Real Estate Private Equity

ROE: Return on Equity

SPV: Special Purpose Vehicle/ Projektgesellschaft

TU: Totalunternehmer

TÜV: Technischer Überwachungsverein



## 1. Einführung

Es gibt eine beträchtliche Anzahl an Finanzierungsformen und Kapitalbeschaffungsarten für Immobilien-Projektentwicklungen. Neben dem klassischen Bankkredit sind Immobilienprojektentwickler in der Lage auch alternative Finanzierungsformen zu nutzen. Die Liste ist lang und reicht von der Finanzierung durch Investoren mittels Mezzanine-Kapital, Private Equity oder Darlehensfinanzierungen von Versicherungen und Versorgungswerken bis über Crowd Funding u.v.m. Betrachtet man das momentane Niedrigzinsniveau, stellt sich für Projektentwickler die Frage, weshalb sie sich überhaupt nach Alternativen umsehen sollen, wo sich doch Finanzierungskosten in Grenzen halten und die Margen der Banken relativ gering sind. Die Marktentwicklung zeigt, dass die Mieten und die Quadratmeterpreise in den österreichischen Ballungsräumen in den letzten Jahren erheblich gestiegen sind, Renditeerwartungen für Immobilieninvestoren, speziell im Wohnimmobiliensektor, dennoch nicht mehr hoch oder gar zufriedenstellend sind. Schuld daran sind die stark gestiegenen Grundstücks- und Baukosten, die Immobilien einfach teurer machen. In Anbetracht dessen wird es dann auch für Projektentwickler zunehmend schwieriger einen Gewinn zu erwirtschaften, wodurch sie gezwungen sind Alternativen in Erwägung zu ziehen, die Kosten einsparen können. Für Immobilieninvestoren, auf der anderen Seite, mangelt es an fertig entwickelten Beständen und attraktiven Immobilieninvestments. Viele Investoren, auch jene, die konservative und risikoaverse Strategien verfolgen, sehen sich daher bereits nach Investitionsmöglichkeiten in Immobilien-Projektentwicklungen um und erhoffen sich dadurch eine frühzeitige Sicherung ihres Investments in einem hart umkämpften Markt. Zudem haben insbesondere institutionelle Investoren, wie beispielsweise Versicherungsunternehmen einen hohen Veranlagungsdruck, denn Liquidität muss veranlagt werden. Da sich zu wenig fertiggestellte Immobilieninvestments am Markt befinden, steigen auch institutionelle Investoren bereits früh in Entwicklungen ein, obwohl die Mieterträge der Immobilie erst zu einem weit späteren Zeitpunkt fließen. Immobilienprojektentwickler wiederum sichern sich frühzeitig die Veräußerung - den Exit - ihres Projektes und laufen damit nicht Gefahr den kalkulierten Veräußerungserlös nicht zu erzielen. Zudem können sie möglicherweise auch Kosten auf der Finanzierungsseite sparen.

## 1.1. Forschungsgegenstand

Für den frühzeitigen Einstieg in die Projektentwicklung gibt es unter anderem die Möglichkeit eines Forward Funding-Vertrages zwischen Immobilienprojektentwicklern und Endinvestoren<sup>1</sup>. Dieser Vertrag besiegelt den Erwerb der Immobilie durch den Endinvestor bereits vor Fertigstellung des Gebäudes, in der Regel, mit dem Ziel, dieses längerfristig zu halten und daraus Erträge zu lukrieren. Anstatt den Kaufpreis erst nach Übergabe des fertiggestellten Gebäudes zu entrichten, zahlt der Endinvestor ratenweise bereits während der Bauphase und unterstützt somit den Projektentwickler bei der Finanzierung des Baus. Der Projektentwickler bekommt dadurch, soweit die **Thesen**, die Möglichkeit sein Eigenkapital frühzeitig aus der Finanzierungsstruktur zu entnehmen, sich Finanzierungskosten zu ersparen und einen höheren Gewinn zu lukrieren.

Die folgende Arbeit beschäftigt sich mit Finanzierungsinstrumenten für Immobilienprojektentwicklungen, gibt einen Überblick über den momentanen Markt und die Situation im Finanzierungsgeschäft und beleuchtet insbesondere das Forward Funding als alternatives Instrument in der Finanzierung von Immobilienprojektentwicklungen. **Ziel der Arbeit** ist es, die genaue Funktionsweise von Forward Funding zu erklären, die Chancen und Risiken des Forward Fundings für Immobilienprojektentwickler in Theorie und Praxis in Österreich darzustellen und zu hinterfragen, ob sich Forward Funding als adäquater Finanzierungs- und Eigenkapitalersatz einsetzen lässt.

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wurden neben der tiefgehenden Literaturrecherche auch Interviews mit ausgewählten österreichischen Experten, die langjährige Erfahrung in diesem Tätigkeitsfeld vorweisen können, durchgeführt. Die Interviews wurden anhand eines teilstrukturierten Leitfadens abgehalten.

---

<sup>1</sup> Als Endinvestoren sind jene Investoren gemeint, welche Immobilien erwerben, mit dem Ziel diese langfristig als Kapitalanlage oder zum eigenen Nutzen zu halten. Diese Investoren unterteilen sich in institutionelle Investoren und private Kapitalanleger. Institutionelle Investoren sind z.B. Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Fondsgesellschaften und Kapitalanlagegesellschaften, welche über hohe Kapitalzuflüsse verfügen. Dieses Kapital wird von professionellen Geschäftseinheiten verwaltet und investiert.

## 1.2. Gliederung

Die vorliegende Arbeit gliedert sich im Wesentlichen in vier Hauptkapitel.

Das Kapitel „**Immobilien-Projektentwicklung**“ geht auf die theoretischen Grundlagen dieses breiten Betätigungsfeldes ein und soll die theoretische Basis für die weiteren Ausführungen bilden. Es beinhaltet Ausführungen zu den vier *Erfolgsfaktoren der Projektentwicklung*, beschäftigt sich mit den makroökonomischen *Marktzyklen* sowie deren Einfluss auf die Projektentwickler-Tätigkeit und beschreibt die unterschiedlichen Rollen, die Projektentwickler einnehmen können – die *Projektentwickler-Typen*. Des Weiteren wird der Projektentwicklungs-Prozess in *Phasen* gegliedert und die Leistungen in der gesamten Wertschöpfungskette beschrieben. Ein weiterer wichtiger Punkt sind hier auch die Komponenten *Risiko und Kapital*, welche das Tätigkeitsfeld in großem Maße beeinflussen.

Das Kapitel „**Finanzierungsinstrumente in der Immobilien-Projektentwicklung**“ ist eine theoretische Betrachtung aus der gängigen Literatur und beschreibt außerdem im ersten Schritt den *Status Quo* der Projektentwicklungs-Finanzierung im aktuellen Marktgeschehen, um dadurch Zusammenhänge und Aktionsweisen der Akteure besser verstehen zu können. Im zweiten Schritt werden die *Klassische Finanzierung*, die sich schlicht aus Fremd- und Eigenkapital zusammensetzt und die Funktion der Banken beschrieben. In der Literatur spricht man außerdem von der *Idealtypischen oder Strukturierten Finanzierung*, welche sich aus mehreren Finanzierungsbausteinen zusammensetzt (u.a. die *Mezzanine-Finanzierung*). Zu diesen Finanzierungsbausteinen gehören auch weitere eigenkapitalsubstituierende Finanzierungsinstrumente, wie die *Joint Venture-Finanzierung*, das *Real Estate Private Equity*, als auch die *Projektanleihen*. All diese Finanzierungsvarianten werden in diesem Kapitel behandelt.

Im Kapitel „**Forward Funding**“ nähert sich die Arbeit ihrem Kern. Hier werden umfassende *Begriffsdefinitionen und -abgrenzungen* vorgenommen, denn es gibt weder in der Praxis noch in der Wissenschaft einen durchgängigen Definitionsversuch dieses gebräulichen angelsächsischen Begriffs. Des Weiteren beschäftigt sich das Kapitel mit der grundlegenden *Funktionsweise von Forward Purchase- und Forward Funding-Modellen* und beleuchtet eingehend die *Vertragsbestandteile* bzw. die Unterschiede zu üblichen Kaufverträgen. Hier fließen unter anderem bereits Ergebnisse aus den Experteninterviews ein.

Mit ein Grund für die Wahl dieses Themas in der vorliegenden Forschungsarbeit war die Tatsache, dass Forward Funding-Modelle in der Praxis im aktuellen Marktumfeld sehr häufig zur Anwendung kommen, es aber noch keine Untersuchungen gibt, die beschreiben, wie diese Modelle in der Praxis funktionieren und warum sie angewendet werden. Das Kapitel „*Die Praxis in Österreich*“ geht daher zum einen auf gängige *Finanzierungsvarianten der heimischen Projektentwickler* ein, beleuchtet den *Einfluss und den möglichen Mehrwert von Forward Funding auf die Finanzierungsstruktur* und stellt *Chancen und Risiken des Forward Funding-Modells* gegenüber.

Am Ende der Arbeit sollen gemäß dem Titel „**Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen durch Forward Funding**“ folgende Forschungsfragen beantwortet werden:

- Wie finanzieren österreichische Projektentwickler ihre Immobilienprojekte?
- Wie funktioniert Forward Funding in Theorie und Praxis?
- Welchen Einfluss hat Forward Funding auf die Finanzierungsstruktur von Projektentwicklern?
- Welche Chancen und Risiken bietet Forward Funding für Projektentwickler?

Der **Schluss** fasst die gesammelten Ergebnisse zusammen und bildet das Resümee der Arbeit ab.

## 2. Immobilien-Projektentwicklung

Die Immobilien-Projektentwicklung ist ein breites Betätigungsfeld, welches aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachtet und definiert werden kann. Die zahlreichen theoretischen Herangehensweisen wurden im Vorfeld der Arbeit gesichtet und analysiert. Im zweiten Schritt wurden die für diese Arbeit sinnvollen und die sich stark an der Praxis orientierten Grundlagen festgemacht.

Nachfolgende Ausführungen beschäftigen sich mit der Projektentwicklung als Abschnitt im Lebenszyklus einer Immobilie, mit den vier Faktoren, welche eine erfolgreiche Immobilien-Projektentwicklung bedingen und mit den Marktzyklen, welche erheblichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit haben. Zudem werden die drei Projektentwicklertypen beschrieben, welche unterschiedliche Ziele verfolgen und auch unterschiedliche Leistungen im Projektentwicklungsprozess erbringen. Im Projektentwicklungsprozess unterscheidet man vier Phasen, welche durch diese unterschiedlichen Leistungen charakterisiert werden. All dies ist Bestandteil der gesamten Wertschöpfungskette und Projektentwickler sind angehalten die Kosten und die Risiken, in dieser Kette zu jonglieren. Welcher Kapitalbedarf im Projektentwicklungsprozess entsteht und welche Risikoarten dabei entstehen können, sind ebenfalls Bestandteil der nachfolgenden Ausführungen.

### 2.1. Theoretische Grundlagen

Im übergeordneten Begriff des Immobilienmanagements umfasst der Teilbereich der Projektentwicklung eine abgeschlossene Phase im Lebenszyklus der Immobilie. Dabei kann sich die Phase der Projektentwicklung im Zuge des Lebenszyklus mehrmals wiederholen. So ist klar, dass die Projektentwicklung zu Beginn der Lebensdauer einer Immobilie stattfindet, dies kann allerdings im Laufe der Bestandsdauer auch mehrmals im Zuge einer Revitalisierung, eines Umbaus, einer Umnutzung oder Abriss-/Neubaus erfolgen. Man spricht also immer dann von einer Projektentwicklung, „wenn innerhalb des Immobilienmanagements durch bauliche Maßnahmen eine wertschöpfende Umnutzung vorgenommen wird“<sup>2</sup>. Die Projektentwicklung ist ein breites Tätigkeitsfeld und verfolgt einen stark interdisziplinären Ansatz, indem es sowohl

---

<sup>2</sup> Schütze 2009: 4

betriebswirtschaftliche, organisatorische, rechtliche, als auch planungs- sowie bautechnische Aspekte miteinander vereint<sup>3</sup>. In der Phase der Projektentwicklung soll innerhalb einer definierten Zeit ein definiertes Ziel erreicht werden<sup>4</sup>.

#### *Vier Faktoren der Projektentwicklung*

Es gibt eine Reihe von Definitionsversuchen, welche den Begriff und die Funktion der Projektentwicklung zu umreißen versuchen. Eine Definition beschreibt die wesentlichen Faktoren, welche eine erfolgreiche Projektentwicklung bedingen, treffend: Diederichs Definition<sup>5</sup> aus den 1990er Jahren leitet die erfolgreiche Zielerreichung der Projektentwicklung, und zwar am Ende der Phase eine dauerhaft rentable Immobilie entwickelt zu haben, aus den vier Faktoren der Projektentwicklung ab<sup>6</sup>:

- Standort/ Liegenschaft
- Projektidee/ Nutzung
- Kapital
- Zeit/ Timing

Für jeden einzelnen Faktor wird bereits eine breite Palette an Kenntnissen abverlangt. Betrachtet man den Faktor *Standort*, so sind hier bereits Überlegungen hinsichtlich der Qualität des Standortes in Bezug auf die Projektidee bzw. Nutzungsart anzustellen. Umgekehrt kann das zu Verfügung stehende *Kapital*, den Standort und die *Projektidee* stark definieren.

---

<sup>3</sup> Die Österreichische Gewerbeordnung aus dem Jahre 1994 definiert das Tätigkeitsfeld des Bauträgers (ein reglementiertes Gewerbe nach Österreichischem Recht), welcher Funktionen aus dem Bereich der Projektentwicklung übernimmt, wie folgt: „Der Tätigkeitsbereich des Bauträgers umfasst die organisatorische und kommerzielle Abwicklung von Bauvorhaben (Neubauten, durchgreifende Sanierungen) auf eigene oder fremde Rechnung sowie die hinsichtlich des Bauaufwandes einem Neubau gleichkommende Sanierung von Gebäuden. Der Bauträger ist auch berechtigt, diese Gebäude zu verwerten.“ § 117, Ziffer 4. Bundesrecht Gewerbeordnung 1994 – GewO 1994 BGBl. Nr. 194/1994 zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 68/2008

<sup>4</sup> vgl. Bienert 2005: 9

<sup>5</sup> Diederichs unterscheidet grundsätzlich eine gesamtwirtschaftliche und eine einzelwirtschaftliche Betrachtung der Projektentwicklung. Beide Betrachtungen bezieht Diederichs in folgender Definition ein: „Durch Projektentwicklungen sind die Faktoren Standort Projektidee und Kapital so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und -sichernde sowie gesamtwirtschaftliche sozial- und umweltverträgliche Immobilienobjekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können.“ Diederichs 1994: 46.

<sup>6</sup> vgl. Diederichs 1994: 15ff.

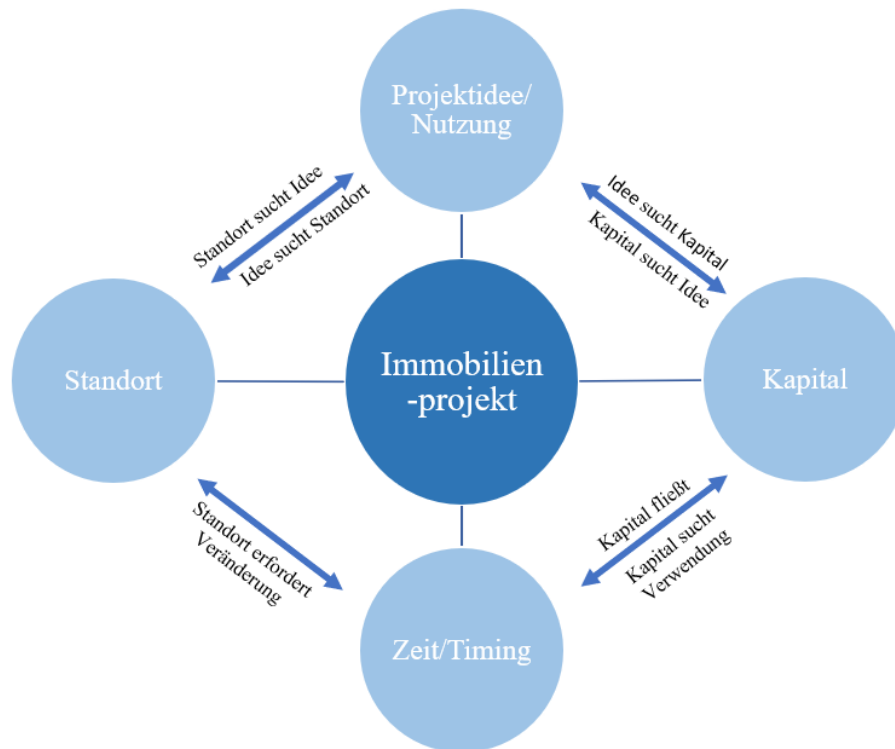


Abb. 1: Die vier Faktoren der Projektentwicklung<sup>7</sup>

Beim Faktor Zeit geht es im Wesentlichen nicht nur um die Dauer der Projektentwicklung, welche auch maßgeblichen Einfluss auf das Kapital hat, sondern vielmehr auch um das Timing im Marktzyklus und wie sich darin Nachfrage, Mietpreisentwicklungen, Bebauungsplanänderungen und Konkurrenzsituation abzeichnen. Nach Diederichs<sup>8</sup> umfasst der durchschnittliche Entwicklungszeitraum der Projektentwicklung ca. drei bis fünf Jahre. Während dieses Zeitraums können sich auch die Marktbedingungen wesentlich ändern. Der Projektentwickler muss daher stets auch die Marktzyklen im Auge behalten und die Situation am Ende der Projektentwicklung, wo die Immobilie an ihre Nutzer übergeben wird, abschätzen können. In der Praxis zeigt sich häufig die Ausgangslage, in welcher die Projektidee und auch das Kapital nach einem passenden Standort suchen. Dies liegt unter anderem an der Tatsache, dass Standorte, sprich Grundstücke oder Liegenschaften, aufgrund der starken Wettbewerbssituation im momentanen Markt schwer zu akquirieren sind. Dies trifft insbesondere auch institutionelle Investoren, wie Versicherungen oder Pensionskassen, welche unter Anlagedruck stehen. Dies kann sich aber im Marktumschwung (auch unter dem Faktor *Timing* zu subsumieren) ändern, wo grundsätzlich mehr Standorte/ Liegenschaften auf den

<sup>7</sup> vgl. Diederichs 1994: 46

<sup>8</sup> vgl. Diederichs 1996: 15ff.

Markt kommen können, das Kapital aber knapper ist und die Kapitalanforderungen strenger ausfallen können<sup>9</sup>.

### *Marktzyklen*

Im Allgemeinen prägen *Zyklen* das Tätigkeitsfeld der Projektentwicklung sehr stark und stehen auch im Mittelpunkt der Überlegungen, ob Forward Funding-Strukturen sinnvoll bzw. möglich sind. In der Projektentwicklung erfordert es nicht nur der erfolgreichen Kombination von Standort, Projektidee und Kapital, sondern auch der Auswahl des richtigen Timings in den zwei unterschiedlichen Ebenen der Immobilienzyklen. So unterscheidet Schulte<sup>10</sup> die inhärenten *Immobilienlebenszyklen*<sup>11</sup>, welche technischen und wirtschaftlichen Einflüssen des Gebäudes unterliegen sowie *Immobilienmarktzyklen*, welche eine übergeordnete Rolle spielen. Der Immobilienmarktzyklus unterliegt Schwankungen, welche sich in folgende **Marktphasen** unterscheiden lassen:

- **Überbauung:** Hier werden in der Boomphase viele Flächen auf Basis hoher Mieten bebaut. In der Phase der Überbauung sinkt die Flächennachfrage bei gleichzeitiger Flächenabsorption, sprich der Leerstand erhöht sich und somit sinken auch die Mieten. Aufgrund der mehrjährigen Entwicklungsdauer kann es hier zu einem sogenannten *Timelag* kommen: Die auf Basis hoher Mieten errichteten Gebäude können am Ende Projektentwicklung nicht mehr zu den geplanten Konditionen veräußert werden.
- **Marktbereinigung/Rezession:** In dieser Phase sind nun viele Flächen auf dem Markt. Die Mieten fallen und Mietkonditionen müssen ggf. neu verhandelt bzw. vergünstigt werden. Der Flächenzuwachs lässt nach. Projektentwickler reagieren und verschieben Neuentwicklungen auf spätere Phasen.

---

<sup>9</sup> vgl. Diederichs 2006: 6ff.

<sup>10</sup> vgl. Schulte/ Bone-Winkel 2008: 69-75

<sup>11</sup> Immobilienlebenszyklen untergliedern sich in der Regel in folgende Phasen und bilden eine Art Kreislauf: Grundstück – Neubauprojekt – Nutzung – Leerstand – Wiedernutzung – Umstrukturierung – Nutzung – Abriss – Grundstück. Vgl. Schulte 2008: 70.



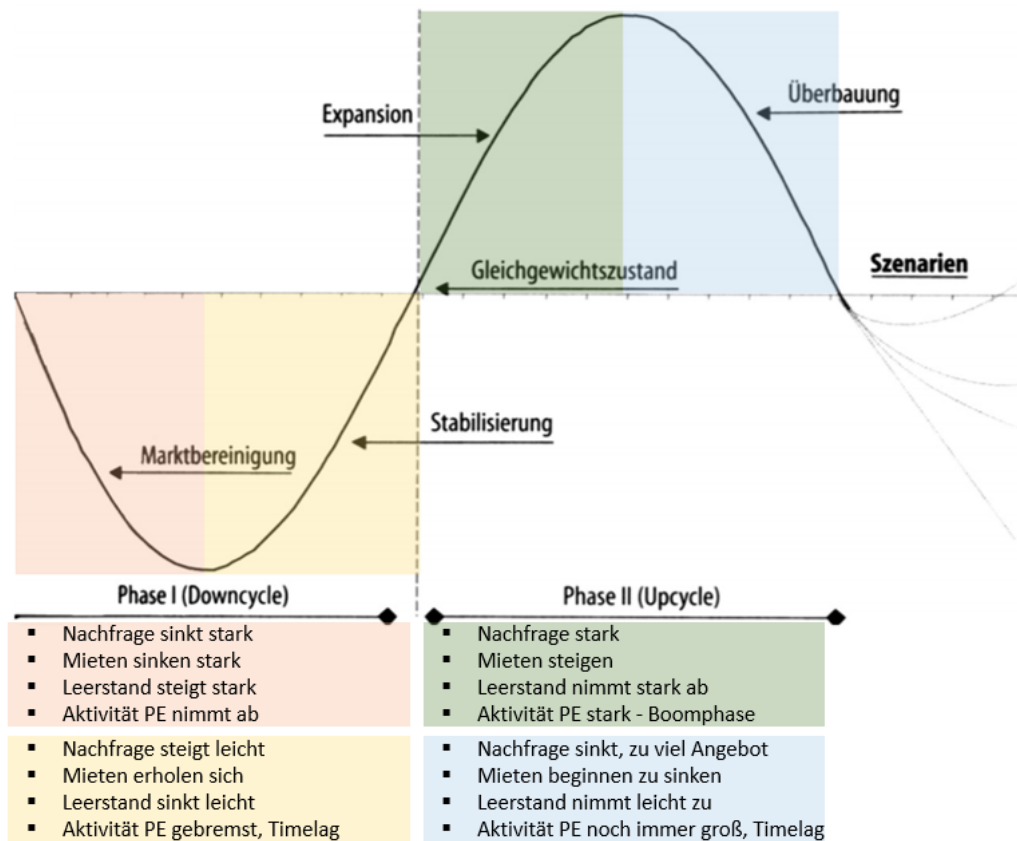


Abb. 2: Marktzyklen und deren Auswirkungen<sup>12</sup>

- **Stabilisierung/ Erholung:** Hat sich der Markt bereinigt, sind auch die Mieten auf relativ niedrigem Niveau. In dieser Ausgangslage sinkt der Leerstand, es werden wieder mehr Flächen bezogen. Von einem niedrigen Niveau ausgehend, steigen auch die Mieten wieder langsam, die Nachfrage nach Flächen nimmt wieder zu. Auch hier kann es zu einem Timelag kommen, da die Projektentwickler einerseits aufgrund negativer Erwartungen und andererseits aufgrund strenger Kapitalanforderungen, mangelnder Eigenkapitaldecke oder restriktiver Kreditvergabe die plötzlich wieder nachgefragten Flächen nicht bauen können oder wollen.
- **Expansion:** In dieser Phase sind konjunkturelle Entwicklungen positiv, die Nachfrage steigt stark, die Projektentwicklungsaktivität nimmt zu. Aufgrund der Zeitverzögerung sind noch nicht genügend Flächen für die gestiegene Nachfrage auf dem Markt, die Mietflächen sind noch rar, wodurch die Mieten wieder steigen. Die Stimmung am Markt ist positiv und die Banken gehen aufgrund der hohen und nachhaltig erzielbaren Mieten von einem höheren Verkehrswert der Immobilien aus, was wiederum die Kreditvergabe erleichtert.

<sup>12</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Schulte/ Bone-Winkel 2008: 74ff. nach Rottke/ Wernecke

Das Engagement der Projektentwickler ist groß, wodurch es im weiteren Verlauf wieder zu einer Überbauung kommen wird.<sup>13</sup>

Immobilienprojektentwickler müssen daher den Immobilienmarktzyklus im Auge behalten und auch etwaige Strategien in Veränderungsprozessen parat haben, sprich antizyklisch zu agieren, wie etwa Eigenkapital zurückzuhalten, an den Mitbewerber zu verkaufen, um Liquidität aufzubauen, das Portfolio nach unterschiedlichen trendbehafteten Assetklassen zu streuen oder Partnerschaften einzugehen (Joint Venture, Forward Funding). Die vorliegende Arbeit zielt in ihren Betrachtungen auf nachhaltig renditeorientierte Ertragsimmobilien ab.

### *Projektentwickler-Typen*

Im Tätigkeitsfeld der Projektentwicklung gibt es unterschiedliche Entwickler-Typen. Der ***Service-Developer*** übernimmt im Entwicklungsprozess die Dienstleistungsrolle für einen Bauherrn und bezieht dafür ein Managementhonorar. Er verantwortet das Konzept, Analysen, Entwurfsplanung, Bebauungsstudien, Einreichplanung und schließlich Bau und Baumanagement sowie, falls vereinbart, Marketing und Veräußerung der Immobilie.

Der ***Trader-Developer*** hingegen handelt auf eigenes Risiko und auf eigene Rechnung. Er erwirbt auf eigenen Namen das Grundstück oder eine bestehende Liegenschaft und errichtet als Bauherr die Immobilie, um Sie dann folglich an einen Endinvestor zu veräußern und den Projektgewinn, den Trading-Profit<sup>14</sup>, zu lukrieren.

Der ***Investor-Developer*** wiederum entwickelt die Immobilie ebenfalls auf eigene Rechnung und Risiko, allerdings mit dem Ziel diese im eigenen Bestand zu halten, im Portfolio zu integrieren und häufig vom hauseigenen Assetmanagement betreuen zu lassen<sup>15</sup>.

Die Entwickler-Typen, welche in ihrer Definition klar abgegrenzt erscheinen, können im Laufe des Entwicklungsprozesses ihre Rollen verändern. So kann beispielsweise

---

<sup>13</sup> vgl. Schulte/ Bone-Winkel 2008: 74f.

<sup>14</sup> Nach Pitschke (vgl. 2004: 41) ist der Trading-Profit die Differenz zwischen Gesamtinvestitionssumme und dem Verkaufserlös. Dieser sollte in der Regel je nach Höhe des Risikos zwischen 10 – 20 Prozent der Gesamtinvestitionssumme liegen.

<sup>15</sup> vgl. Bone-Winkel et al 2008: 268f.

im Zuge einer Forward Funding-Finanzierung ein Trader- zum Service-Developer avancieren.

## 2.2. Phasen der Immobilien-Projektentwicklung

Für die Beschreibung des Projektentwicklungsprozesses gibt es unterschiedliche Modelle, wie etwa das *Gleichgewichtsmodell*, das davon ausgeht, dass Projektentwicklungsaktivitäten von Angebot und Nachfrage abhängen und dies Veränderungen bei den Parametern Miete, Kaufpreis und Rendite hervorruft. Das *Institutionenmodell* fokussiert sich auf die Akteure im Projektentwicklungsprozess und deren Interessen, Ziele, Rollen und Beziehungen zueinander<sup>16</sup>. Das dritte Modell ist das *Phasenmodell*, das als theoretische Basis des Projektentwicklungsprozesses in der vorliegenden Arbeit herangezogen wird, da es sich am besten zur Beschreibung der Komplexität der unterschiedlichen Entscheidungsschritte in der IPE und deren Überlappung eignet. Bone-Winkel entwickelte ein vierphasiges Modell, welches sich grob in die Hauptkomponenten *Projektinitiierung*, *Projektkonzeption*, *Projektkonkretisierung* und *Projektmanagement* unterteilt. Diese vier Phasen werden durchgehend von der Phase der *Projektvermarktung* begleitet<sup>17</sup>.



Abb. 3: Die vier Phasen des Projektentwicklungsprozesses<sup>18</sup>

Zu Beginn einer Projektentwicklung startet man mit der **Phase der Projektinitiierung**, die meist von zwei bereits vorliegenden Faktoren, der Projektidee und/ oder des Standortes, bestimmt wird. Grundsätzlich sollten Projektentwickler stets das Marktgeschehen, die Wettbewerbssituation, das allgemeine Angebots- und Nachfrageverhalten, Nutzerinteressen sowie rechtliche, technische und soziokulturelle Rahmenbedingungen im Auge behalten. Zur Erstprüfung führt der Projektentwickler in der Regel eine

<sup>16</sup> vgl. Schulte/ Bone-Winkel 2008: 30-33

<sup>17</sup> vgl. a.a.O.: 37

<sup>18</sup> Eigene Darstellung nach Schulte/ Bone-Winkel 2008: 36

Standortanalyse durch, beschreibt die Grundzüge des Projektes und des Nutzungskonzeptes und macht eine einfache Projektkalkulation. Fällt die Erstprüfung positiv aus, so sollte sich der Entwickler um die Sicherung des Grundstücks bemühen. Da zu diesem Zeitpunkt nur grobe Einschätzungen vorliegen, wäre es risikomindernder das Grundstück, sofern dies der Eigentümer/ Grundstücksverkäufer zulässt, vorerst nur mittels einer Kaufoption oder eines Kaufs mit aufschiebender Bedingung zu sichern, da meist erst in der darauffolgenden Phase der *Projektkonzeption* die Entscheidung getroffen werden kann, ob das Projekt tatsächlich so umsetzbar ist<sup>19</sup>.

In der *Projektkonzeptionsphase* werden nun die getroffenen Annahmen anhand tiefergehender Analysen geprüft. Dies erfolgt im Rahmen der Machbarkeitsstudie<sup>20</sup>, welche sich mit technischen, rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auseinandersetzt und den Markt, den Standort, das Nutzungskonzept, den Wettbewerb, das Risiko und vor allem die Wirtschaftlichkeit und Rentabilität des Projektes analysiert. Ziel ist es mit der Machbarkeitsstudie den Realisierungserfolg abzuwägen und dies auch gegenüber Dritten, wie Nutzern, Investoren, Financiers, und anderen Stakeholdern nachvollziehbar zu erläutern. Der Grundstückserwerb findet häufig am Ende dieser Phase bzw. in der darauffolgenden Phase statt<sup>21</sup>.

In der Phase der *Projektkonkretisierung* fällt die Realisierungsentscheidung, spätestens dann kommt es zum Objekt-/ Grundstückserwerb. Der Projektentwickler tritt nun in Gespräche und Verhandlungen mit Finanzierern, Projektpartnern und Baufirmen (Bauleistungsvergabe) und bereitet die Einreichplanung zur Erlangung der rechtskräftigen Baugenehmigung vor, welche auch am Ende dieser Phase bewilligt sein muss. Liegt diese vor<sup>22</sup>, startet nun auch die intensive Vermarktungsphase, sei es betreffend den Exit oder auch die Vermietung der Flächen<sup>23</sup>. Weitere Voraussetzungen für den Baustart, sind die Finanzierungszusage und ein eventueller Vorverwertungsgrad, der meist die Finanzierung erleichtert oder vergünstigt. Die Planungsleistungen und der Grundstückserwerb erfordern in dieser Phase bereits einen erheblichen Kapitaleinsatz.

Die vierte Phase, das *Projektmanagement*, steht im Zeichen der Baudurchführung und Realisierung des Projektes bis zur Übergabe an die Nutzer. Dieser Abschnitt wird

---

<sup>19</sup> vgl. Bone-Winkel/ Isenhöfer/ Hofmann 2008: 242-247

<sup>20</sup> Die Machbarkeitsstudie ist auch unter dem Begriff „Feasibility Study“ bekannt.

<sup>21</sup> vgl. a.a.O.: 247-258

<sup>22</sup> Auf Basis der genehmigten Einreichplanung lassen sich detaillierte Verkaufsunterlagen erstellen. Nutzer als auch Endinvestoren können nun mit einem genauen „Produkt“ angesprochen werden.

<sup>23</sup> vgl. a.a.O.: 259

durchgehend von einem technischen und kaufmännischen Projektmanagement und der Kontrolle von Kosten, Terminen und Qualitäten begleitet. Der Projektentwickler befindet sich in der Regel in der Bauherrenrolle und leitet das Projekt, verhandelt Verträge und vergibt Leistungen an einzelne oder Generalunternehmer und eventuell auch an die Projektsteuerer.



Abb. 4: Leistungen und Meilensteine des Projektentwicklungsprozesses<sup>24</sup>

### 2.3. Risiko und Kapital

Um die Funktionsweise sowie die Chancen und Risiken des Forward Fundings und dessen Auswirkungen auf den Kapitalbedarf und die Risikoentwicklung von Projektentwicklungen aufzeigen zu können, ist es wichtig, vorab den Kapitalbedarf von Projektentwicklungen im Allgemeinen und die verschiedenen Risikoarten im Entwicklungsprozess zu beschreiben. Die Erläuterung der Kosten und Risikoarten folgt dabei dem oben erwähnten Phasenmodell.

#### *Kapital & Kosten*

Gleich wie der Projektentwicklungsprozess in ablauftechnischer Sicht in Phasen eingeteilt werden kann, so kann gemäß dieser Phasen auch der **progressive Kostenverlauf** abgebildet werden. Die Leistungen, die in einem Projektentwicklungsprozess erbracht werden müssen, nehmen im Verlauf an Intensität und Umfang zu und dementsprechend steigen auch die Kosten. Die Beeinflussbarkeit der Kosten wiederum nimmt

<sup>24</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Schulte/ Bone-Winkel 2008: 36 und Schützle 2009: 11

in spiegelbildlicher Weise mit der Zeit stark ab.

In der ersten *Phase der Projektinitiierung* beschäftigt sich der Projektentwickler mit der Erstprüfung der Liegenschaft, er führt eine Standortanalyse durch, entwickelt ein grobes Nutzungskonzept und kalkuliert das Projekt erstmals grob. Die Kosten hierfür fallen aufgrund der hohen Abbruchwahrscheinlichkeit des Projektes eher gering aus. Die Leistungen werden vom Projektentwickler meist hausintern erbracht, wodurch es selten zu Honorarkosten für externe Berater oder ähnliches kommt. Sollte es in dieser Phase bereits zu einer Objektsicherung kommen, so entstehen allenfalls noch Objektsicherungs- und Finanzierungskosten<sup>25</sup>.

In den zwei darauffolgenden *Phasen der Projektkonzeption und -konkretisierung* fallen aufgrund der Erstellung einer Machbarkeitsstudie bereits höhere Kosten an. Hierfür werden teils externe Berater benötigt. Zudem wird mit der detaillierten Planung begonnen, das Planungsteam zusammengestellt und das Objekt gesichert. Nun steigen nicht nur der Kapitalbedarf für den Grundstückskauf und somit auch die Finanzierungskosten, sondern auch der hausinterne Personal- und Zeitaufwand. Neben der Erlangung der Baubewilligung und dem damit verbundenen Kostenaufwand, beginnt auch die intensive Vermarktungsphase<sup>26</sup>.

In der *Phase des Projektmanagements* erfordern die Baukosten und deren Finanzierung den größten Kapitalbedarf des gesamten Prozesses dar. Gleichzeitig sind der interne Planungs- und Koordinationsaufwand im Unternehmen sowie der Vermarktungsaufwand meist hoch und kostenintensiv<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> vgl. Schützle 2009: 12

<sup>26</sup> vgl. a.a.O.: 12f.

<sup>27</sup> ebd.

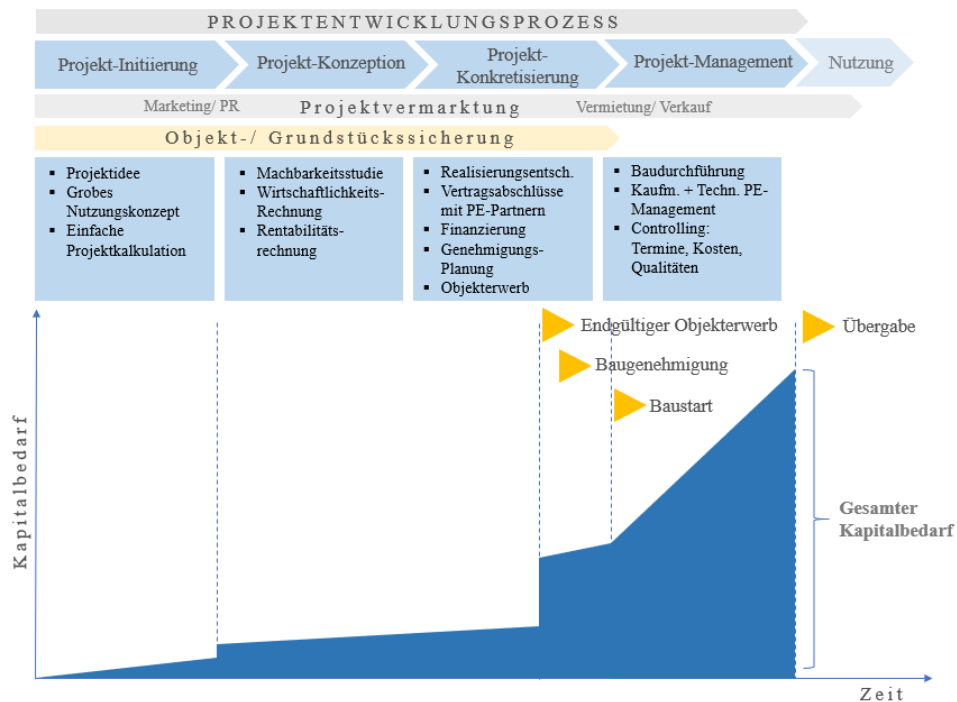


Abb. 5: Entwicklung des Kapitalbedarfs im Projektentwicklungsprozess<sup>28</sup>

Wie erwähnt, kann der Kostenrahmen lediglich in den ersten drei Phasen definiert werden. Wird erstmal gebaut, so ist es nur in einem sehr geringen Ausmaß möglich Anpassungen vorzunehmen und in den Kostenverlauf einzugreifen bzw. wenn Anpassungen vorgenommen werden, so entstehen neuerdings Planungsleistungen und es kommt zu Zeitverzögerungen und Mehrkosten im Projektverlauf.

### Risiko

Die Projektentwicklung zählt im Wirtschaftskreislauf generell zu den risikoreichsten Tätigkeitsfeldern, da mit sehr hohem Kapitalaufwand in einem zeitlich begrenzten Rahmen für einen Markt gebaut wird, dessen Nachfragesituation zu Beginn der Projektentwicklung noch nicht genau einzuschätzen ist, es sei denn, Nutzer und Endabnehmer stehen bereits zu Beginn oder sehr früh im Entwicklungsverlauf fest<sup>29,30</sup>.

<sup>28</sup> Eigene Darstellung: Erweiterung Abb. 4 in Anlehnung an Schulte/ Bone-Winkel 2008: 36 und Schütze 2009: 11

<sup>29</sup> vgl. Bone-Winkel/ Isenhöfer/ Hofmann 2008: 252f.

<sup>30</sup> Sollte bereits eine Vorverwertung vorliegen, so sinkt ausschlaggebend das Verwertungsrisiko und das Ertragsausfallsrisiko, alle weiteren Investitionsrisiken bleiben dahingehend nur wenig beeinflusst. Die Erlangung der Finanzierung ist leichter, wenn bereits die Verwertung geregelt ist.

Im folgenden Abschnitt erfolgt der Überblick über die unterschiedlichen **Risikoarten**, die auch als Investitionsrisiken zusammengefasst werden können. Im weiteren Verlauf der Arbeit werden die Investitionsrisiken neuerlich dem Forward-Funding-Modell gegenübergestellt und etwaige Veränderungen analysiert. Wie hoch das Risiko einer Projektentwicklung ist verdeutlicht eine einfache Rechnung von Bone-Winkel. Er geht von einem durchschnittlichen Trading-Profit eines Entwicklers von 15 Prozent aus. Dieser reiche, um ca. anderthalb bis zwei Jahre Leerstand zu finanzieren. Abzüglich der Kosten des Developers und des Betrages für die Eigenkapitalverzinsung bleibt lediglich ein Betrag in der Höhe einer Jahresmiete übrig, sprich der Entwickler kann ein Jahr Leerstand finanzieren<sup>31</sup>. In Anbetracht aller weiteren Risiken erscheint dieser Puffer als sehr gering.

Die Risikoanalyse ist Bestandteil einer jeden Projektentwicklung, wenngleich es hier in der Herangehensweise laut Bone-Winkel<sup>32</sup> erhebliche Unterschiede bei den einzelnen Unternehmen gibt. So sind es oft die kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die verstärkt auf Erfahrungswerte zurückgreifen und ihrer Intuition folgen. Bei den großen Projektentwicklungsunternehmen, welche zum Gutteil für den zunehmend institutionalisierten Markt<sup>33</sup> bauen, zeigt sich eine standardisiertere Herangehensweise. Das Risikomanagement erfolgt oft phasenabhängig, da die Beeinflussbarkeit zeitlich begrenzt ist. Das **Entwicklungsrisiko** zieht sich allerdings durch den gesamten Prozess der Entwicklung und beginnt bei der Einschätzung und Analyse des Standortes und der Nutzungsadäquanz des Projektes. Ein nicht marktkonformes Nutzungskonzept bzw. eine schlechte Projektidee können erhebliche Probleme bei der Verwertung und Vermietung des Objektes hervorrufen. Es besteht zu Beginn ein gewisses **Prognose-risiko**, da es Annahmen zu treffen gilt, die sich möglicherweise im Verlauf der Entwicklung nicht erfüllen werden. Bereits durchgeführte Planungen können zum Ergebnis führen, dass das Projekt nicht umsetzbar ist und die bisherigen Leistungen verloren gehen, aber dennoch Kosten verursacht haben (**Planungsrisiko**). Ebenso zur Standortanalyse gehört eine Überprüfung der Bodenbeschaffenheit des anvisierten Grundstücks, um Kontaminierungen oder Altlastenproblematiken ausschließen zu können und das **Boden- und Baugrundrisiko** zu minimieren. Auch das **Zeitrisiko** zieht sich

---

<sup>31</sup> ebd.

<sup>32</sup> vgl. Bone-Winkel 2008: 254

<sup>33</sup> Institutionelle Käufer, wie Offene Immobilienfonds, Versicherungen, Pensionskassen und Finanzdienstleister bestimmen zunehmend das Marktgeschehen und verlangen auch aufgrund ihrer Vorgaben, standardisierte Prozesse in der Risikoanalyse.



durch den gesamten Prozess der Projektentwicklung und wird durch unterschiedliche Einflussgrößen verstärkt. Die zeitliche Überschreitung der Projektentwicklungslaufzeit erzeugt Mehrkosten und führt zu einer zusätzlichen Zinsbelastung. Zudem kann sich während der Projektentwicklungsdauer auch die Nachfrage- und die Wettbewerbssituation verändern, was wiederum die Verwertung beeinflusst. Bei nicht fristgerechter Fertigstellung entstehen Schadenersatzansprüche. Auch Genehmigungsverfahren können sich, oft ausgelöst durch Investoren- und Architektenwettbewerbe oder auch Gesetzesänderungen, durchaus stark in die Länge ziehen, ebenso können Bauzeitverzögerungen auftreten. Dies alles erhöht die Kosten. Aufgrund der meist unzureichenden Eigenkapitalausstattung der Projektentwickler, sind erhebliche Fremdkapitalmittel zur Finanzierung der Projektentwicklung erforderlich. Um das **Finanzierungsrisiko** zu verringern, sind daher Allianzen mit kapitalstarken Partnern zu bilden. Nicht beeinflussbar ist allerdings das **Zinsänderungsrisiko**, welches höhere Finanzierungskosten verursachen kann und die Rentabilität des Projektes aufgrund der niedrigeren Verkaufswerte negativ beeinflusst. Schließlich gibt es noch das **Ertragsausfallsrisiko**, welches mit einer schlechten Vermietbarkeit der Immobilie zusammenhängt oder sich auch durch bonitätsschwache Mieter zeigt. Das **Verwertungsrisiko** kann aufgrund schwankender Marktzyklen erheblich sein<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> vgl. Bone-Winkel/ Isenhöfer/ Hofmann 2008: 252-258, vgl. Graaskamp 1991: 243, vgl. Sorenson 1990: 8

Phase	Risiko	Kriterien	Kosten
<b>Projektinitierung:</b> Projektidee, grobes Nutzungskonzept und Standortanalyse, einfache Projektkalkulation	Planungs-, Prognose- und Bewertungsrisiko	Treffen falscher Annahmen, Veränderungen in der Nachbarschaft oder des Marktes	hausintern; allenfalls Objektsicherungskosten
<b>Projektkonzeption:</b> Machbarkeitsstudie, Objektsicherung, evtl. Widmungsansuchen	Boden- und Baugrundrisiko, Planungsrisiko	Kontaminationen, Bodenbeschaffenheit, Topografie, Himmelsrichtung, erzielbare NGF/BGF, Emissionen	Gutachten zur Bodenbeschaffenheit, Dekontaminierung, Abriss, hausinterner Aufwand, externe Berater (Anwälte, Makler etc.), Planung, Einreichplanung, Vermarktung, Grundstücksankauf, Grundstücksfinanzierung, Zinsen, Nebenkosten
<b>Projektkonretisierung:</b> Realisierungsentscheidung, Vertragsabschluss mit PE-Partnern, Finanzierung, Genehmigungsplanung, Baubewilligung	Leverage, Zinsänderungsrisiko, Finanzierungsrisiko, Zeitrisko	EK-Anteil, FK-Anteil, Kapitalkosten, Zinsentwicklung, Genehmigungsverlauf	Vermarktung, Grundstücksankauf, Grundstücksfinanzierung, Zinsen, Nebenkosten
<b>Projektmanagement:</b> Baudurchführung, Controlling und Management, Kosten, Termine, Qualitäten	Zeitrisko, Entwicklungsrisiko, Kosten, Qualitäten, Termine, Verwertungs-, Vermietungs- und Ertragsausfallrisiko	GU-Vertrag oder Einzelgewerkvergabe, Leistungsverzeichnisse, Bonität und Know-How der ausführenden Bauunternehmen, Mieterbonität, Mietvertrag, Miethöhe (nachhaltig), Marktzyklus, Endinvestoren	Baukosten, Baunebenkosten, Projektfinanzierung, Vermarktung, hausinterner Aufwand

*Abb. 6: Kosten-Risiko-Matrix für Projektentwickler*

Im Zuge der Beantwortung der gestellten Forschungsfragen wird der Einfluss von Forward Funding auf die obige Kosten- und Risikomatrix untersucht. Es ist anzunehmen, dass sich wesentliche Risiken in der Projektentwicklung durch das Forward Funding-Modell schmälern.

### 3. Finanzierungsinstrumente in der Immobilien-Projektentwicklung

Wie bereits aus den obigen Ausführungen hervorgeht, ist die Immobilien-Projektentwicklung ein kapitalintensives Betätigungsfeld. Das Spektrum der unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente ist fast so vielfältig, wie die Immobilienprojekte an sich. Dieses Kapitel soll einen Überblick über klassische und alternative Finanzierungsinstrumente bieten. Der Fokus liegt dabei speziell auf eigenkapitalersetzenden bzw. ergänzenden Finanzierungsinstrumenten, welche in der Praxis am häufigsten zur Anwendung kommen. Diese werden in ihrer Funktionsweise, als auch hinsichtlich ihrer Vor- und Nachteile analysiert. Dies ist in weiterer Folge wichtig für die Gegenüberstellung des Forward Funding-Modells mit diesen unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten. Zuallererst soll die gegenwärtige Finanzierungslandschaft in Österreich umrissen werden.

#### 3.1. Finanzierungslandschaft – Status quo

Österreich hat seit dem Jahreswechsel 2017/2018 eine neue Regierung. Eine grundlegende Reform des österreichischen Mietrechts steht im Regierungsprogramm, wenngleich diesem Abschnitt im Programm lediglich zweieinhalb Seiten geschenkt wurden. „Die Abschaffung des ‚Mietadels‘ durch zeitgemäße Ausgestaltung der Eintrittsrechte“ (§§ 12 und 14MRG) und „marktkonforme Mieten für Neubauten und Gesamtanierungen von Gebäuden in zeitgemäßem Standard“<sup>35</sup> sind unter anderem zwei Punkte dieses Abschnittes. Wann und wie genau diese Reformen umgesetzt werden, ist noch unklar. Gewiss ist, dass die Veränderung des Mietrechts in Österreich Auswirkungen auf die Immobilien-Entwicklungslandschaft, insbesondere im Wohnimmobilien-Sektor haben wird. Unabhängig davon, boomt der Immobilienmarkt und die Bautätigkeit in Österreich weiterhin. Grund dafür sind, neben der hohen Nachfrage nach Wohnraum und Investitionsmöglichkeiten, die nach wie vor sehr niedrigen Zinsen. Die Marktteilnehmer in der österreichischen Immobilien-, Bau- und Finanzierungswirtschaft blicken mit Argusaugen auf die zukünftige Entwicklung des Zinsniveaus. Im Mittelpunkt steht auch die Diskussion um die Entwicklung der Baukosten, welche in den letzten Jahren aufgrund des Baubooms stark gestiegen sind. Wie wahrscheinlich es ist, dass die Europäische Zentralbank (EZB) zeitnah ihre

---

<sup>35</sup> Österreichisches Regierungsprogramm 2017 – 2022: 47ff.

Niedrigzinspolitik beenden wird, kann niemand so genau sagen, allerdings hat die USA bereits zum achten Mal ihre Leitzinsen erhöht und wie die Vergangenheit zeigt, ist es nur eine Frage der Zeit, bis dies auch in Europa umgesetzt wird. Im September 2018 hat die US-amerikanische Zentralbank zum dritten Mal im Jahr 2018 und insgesamt zum achten Mal in Folge den Leitzins erhöht. Der EZB Leitzins verweilt im Moment noch auf einem sehr niedrigen Niveau.

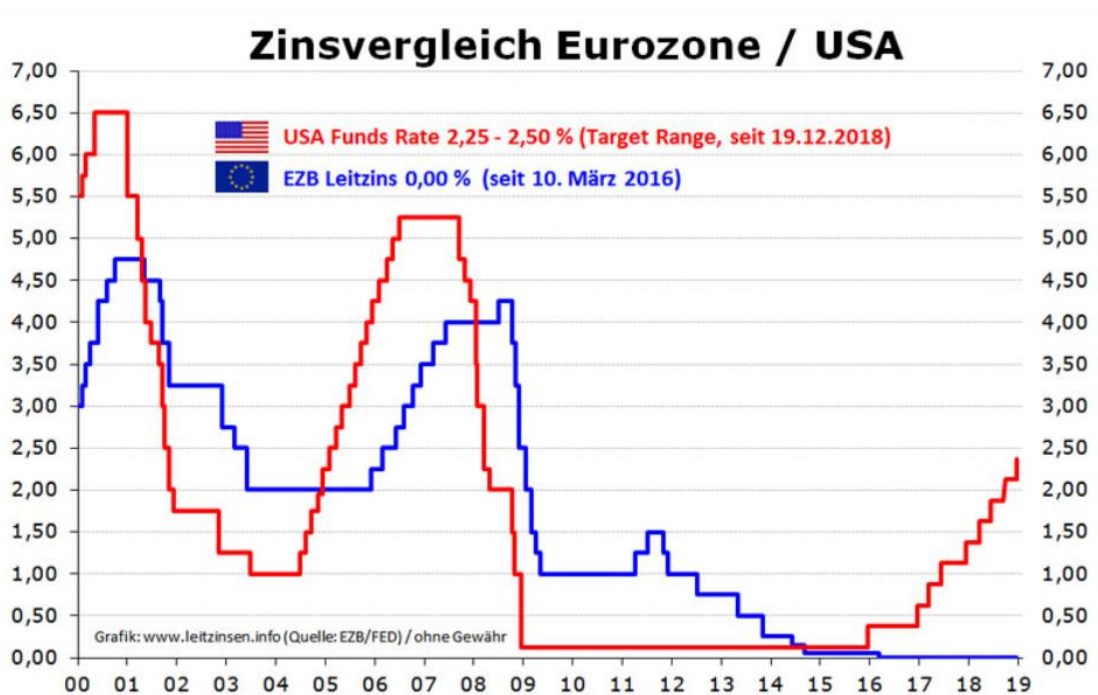


Abb. 7: Leitzinsvergleich EZB und Federal Reserve, Stand 19.12.2018<sup>36</sup>

3-Monats- und 6-Monats-EURIBOR bleiben unverändert in einem negativen Bereich.<sup>37</sup> Warum die Entwicklung des Zinsniveaus so interessant ist, liegt in der Annahme, dass mit einer prägnanten Zinswende auch der Preisanstieg der Immobilien<sup>38</sup> ein Ende findet.<sup>39</sup> Nach den starken Preissteigerungen am österreichischen Immobilienmarkt, verstärkt sich jedoch die Annahme, dass die Boomphase, in Stagnation bzw. Abschwung münden könnte. Diese nicht abzuschätzenden Entwicklungen stellen

<sup>36</sup> Quelle: Leitzinsen.info 2018

<sup>37</sup> EZB

<sup>38</sup> Mit steigenden Zinsen werden auch wieder andere Anlageprodukte am Kapitalmarkt interessant, was das Interesse an Immobilieninvestitionen schwächen kann. Das hat eine Abwertung zur Folge, um mit dem Markt mithalten zu können.

<sup>39</sup> vgl. bf.direkt 2018: 2

Projektentwickler und Finanzierungsinstitute vor ein Fragezeichen bzw. bewegen sie dazu, sich alternative Lösungen einfallen zu lassen. Eine Studie des deutschen Beraters *BF.direkt* aus dem Jahr 2017, in der deutsche Projektentwickler und Immobilienbestandhalter zu alternativen Finanzierungsinstrumenten befragt wurden, beschäftigt sich unter anderem mit der Frage, ob die Befragten von einer möglichen Zinswende in den nächsten zwei Jahren ausgehen und welche Strategieanpassungen Projektentwickler vornehmen, wenn sie eine mögliche Zinswende in den kommenden zwei Jahren einplanen. Die Ergebnisse zeigen, dass 61 Prozent der Bestandhalter mit einer Zinswende bis 2019 rechnen, Projektentwickler sind sich völlig uneinig, jeweils 46 Prozent verneinen bzw. bejahen diese Frage. Die Ergebnisse brachten ebenfalls die Erkenntnis, dass Projektentwickler und Bestandhalter eine *Finanzierung mit längerer Zinsbindung* als bevorzugtes Instrument im Fall einer Zinswende heranziehen, die Projektentwickler allerdings ebenso häufig den *Anteil ihrer alternativen Finanzierungsinstrumente ausbauen* wollen.

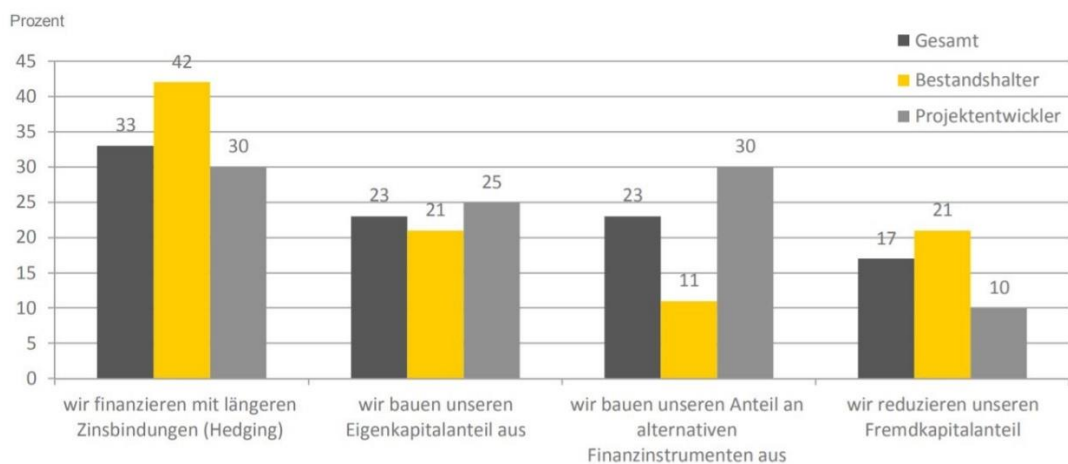


Abb. 8: Strategieanpassungen im Falle einer Zinswende<sup>40</sup>

Die Begründung liegt, laut *BF.direkt*, darin, dass Projektentwickler damit das höhere Marktrisiko abfangen könnten. Des Weiteren planen Projektentwickler, aufgrund des vorherrschenden Regulierungsdrucks der Banken durch Basel III<sup>41</sup>, vermehrt ihre Finanzierungsquellen zu diversifizieren.<sup>42</sup> Das Neugeschäft für Finanzierungsinstitute

<sup>40</sup> BF.direkt 2017: 15, Online unter: <https://www.rueckerconsult.de/studien>

<sup>41</sup> Kernelement von Basel III ist die Stärkung von Qualität und Quantität des Eigenkapitals der Banken. Darüber hinaus geht es um die Einführung einer Verschuldungsobergrenze und härteren Liquiditätsvorschriften und höhere Transparenz (Bundesfinanzministerium 2018: o.S., online unter: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/FAQ/2012-10-18-basel-drei-faq.html>)

<sup>42</sup> vgl. a.a.O.: 19, Online unter: <https://www.rueckerconsult.de/studien>

ist in den Jahren 2017 und 2018 leicht rückläufig gewesen, was einerseits am geringen Objektangebot und andererseits am stärkeren Qualitätsbewusstsein für Projektentwicklungen bei Banken und Finanzierungsinstituten liegt. Aufgrund der hohen Immobilienpreise nimmt die Risikosensitivität der Finanzierer zu.<sup>43</sup> Der Eigenkapitaleinsatz bei Projektentwicklungen bzw. Bauträgermaßnahmen (reines Eigenkapital ohne Mezzanine-Kapital) beträgt laut der BF.direkt Trendumfrage 2017 bei einem Gutteil der Entwickler zwischen 11 und 20 Prozent<sup>44</sup>. Des Weiteren beleuchtete eine andere Studie ebenso die Frage, welche alternativen Finanzierungsinstrumente von Projektentwicklern zurzeit in Deutschland genutzt werden. Die **alternativen Immobilienfinanzierungsinstrumente umfassen** laut Studie **ca. 10 – 20 Prozent des Volumens aller Immobilienfinanzierungen** und treten bankergänzend, als auch bankersetzend auf<sup>45</sup>.

Welche alternativen Finanzierungsformen werden derzeit besonders stark genutzt?\*

Finanzierungsform	Q4/18	Q1/19
Erstrangig besicherte Fremdkapitalinstrumente (z. B. Anleihen/„Whole-Loan“-Strukturen)	7,9 %	6,1 %
Nachrangig besicherte oder unbesicherte Fremdkapitalinstrumente (z. B. Anleihen, „senior unsecured“ Corporate Bonds)	18,4 %	16,3 %
Mezzaninekapital (z. B. Nachrangdarlehen oder -darlehen)	36,8 %	36,7 %
Eigenkapital (z. B. Private Equity oder Joint Venture)	21,1 %	28,6 %
Mittelbare Finanzierung durch Forward Commitments	15,8 %	12,2 %
Andere Instrumente	0,0 %	0,0 %

\* Mehrfachnennungen sind möglich

Abb. 9: Alternative Finanzierungsformen in Deutschland, Stand Q1/ 2019<sup>46</sup>

Die obige Tabelle zeigt, dass Projektentwickler bei alternativen Finanzierungsvehikeln **am häufigsten** auf **Mezzanine-Kapital**, gefolgt von externem Eigenkapital durch **Private Equity** oder **Joint Ventures**, auf **Anleihen** und auf **Forward Commitments** zurückgreifen<sup>47</sup>. Die aktuelle Situation am Finanzierungsmarkt verdeutlicht, dass Banken gewerbliche Immobilien-Projektentwicklungen mit einem durchschnittlichen

<sup>43</sup> vgl. Steffen Sebastien 2018: 2

<sup>44</sup> vgl. BF.direkt (2017): Trends bei alternativen Immobilien-Finanzierungsinstrumenten. Trendumfrage 2017. Ruecker Consult. Online unter: [https://www.bf-direkt.de/fileadmin/media/presse/2017\\_02\\_28\\_Online-PK\\_Alternative\\_Finanzierungen.pdf](https://www.bf-direkt.de/fileadmin/media/presse/2017_02_28_Online-PK_Alternative_Finanzierungen.pdf) (28.02.2017)

<sup>45</sup> vgl. a.a.O.: 8

<sup>46</sup> BF.direkt 2019: 8

<sup>47</sup> Die hier aufgezählten alternativen Finanzierungsinstrumente werden in der vorliegenden Arbeit in den nachfolgenden Kapiteln detaillierter behandelt. Grund hierfür ist, dass sie in der Praxis am häufigsten in Erscheinung treten. Forward Commitments bilden ohnehin den Kern der Arbeit und stehen sowieso im Zentrum.

Loan-to-Cost Verhältnis<sup>48</sup> von 0,74 finanzieren, sprich rund 75 Prozent der Gebäudeerrichtungskosten werden durch Fremdkapital der finanzierenden Banken gedeckt<sup>49</sup>. Die Margen für die Banken sind im Jahr 2017 recht dünn geworden, was am dauerhaft starken Wettbewerb der deutschen Banken liegt<sup>50</sup>.

Aufgrund der Studienergebnisse kann man zusammenfassen, dass die Immobilienprojektentwicklung ein risikoreiches und kapitalintensives Betätigungsfeld ist. Sowohl große als auch kleinere Entwickler stehen der Herausforderung gegenüber ausreichend Kapital für ihre Projektentwicklung zu beschaffen und alle möchten einen Projektmisserfolg vermeiden. Demgegenüber stehen Banken, deren Stimmung hinsichtlich des Finanzierungsgeschäfts nicht besonders positiv ist, weil immer weniger qualitativ hochwertige Objekte am Markt verfügbar sind, die den Risikokriterien der Banken und der alternativen Finanzierer entsprechen<sup>51</sup>. Für Projektentwickler heißt dies, verstärkt alternative Lösungen hinsichtlich der Finanzierung ihrer Immobilienprojekte in Erwägung ziehen zu müssen.

Die folgenden Abschnitte beschäftigen sich mit einer Reihe unterschiedlicher Finanzierungsarten, sowohl mit der klassischen und strukturierten Finanzierung als auch mit alternativen Finanzierungsinstrumenten und zeigen deren Funktionsweise, Vor- und Nachteile auf. Im Mittelpunkt steht dabei die Frage, ob sich Forward Funding, ähnlich wie die anderen Eigenkapitalsubstitute in der alternativen Finanzierung als adäquater Eigenkapitalersatz einordnen lässt bzw. welche Vor- Und Nachteile Forward Funding gegenüber den anderen Finanzierungsinstrumenten aufweist.

### 3.2. Klassische Projektfinanzierung: Fremd- und Eigenkapital

Die Formen der klassischen Immobilienfinanzierung untergliedern sich grob in die *Projektfinanzierung (Entwickler)*, in die *Objektfinanzierung (Endinvestor oder Akquisition)* und in die *traditionelle Hypothekenfinanzierung („Hausbauer“)*. Letztere eignet sich überwiegend für die Finanzierung von Eigenheimen im privaten Sektor. Für die Absicherung des Kredites stehen die Bonität des Kreditnehmers, als auch die

---

<sup>48</sup> Die „Loan-to-Cost Ratio“ (kurz „LTC“) bildet das Verhältnis der Darlehenshöhe zu den Investitionskosten ab und ist ein wichtiger Indikator für die Festlegung der Finanzierungsparameter, vgl. Froese/Paul 2003: 204

<sup>49</sup> vgl. a.a.O.: 7

<sup>50</sup> vgl. a.a.O.: 2

<sup>51</sup> vgl. BF.direkt 2019: 2

persönliche Haftung im Vordergrund. Zusätzlich wird dem Kreditgeber (meist eine Bank) ein grundbücherliches Pfandrecht im ersten Rang eingeräumt<sup>52</sup>. Die *Objektfinanzierung*<sup>53</sup> hingegen stützt sich kaum auf die Bonität des Kreditnehmers, sondern weitestgehend auf den Wert der zu finanzierenden Bestandsimmobilie und deren Cash-Flows<sup>54</sup>. Die Verbindlichkeiten aus der Finanzierung und die Kosten müssen aus den Erträgen der bereits bestehenden Immobilie abgedeckt werden. Der Kreditgeber konzentriert sich daher stark auf den Wert und die Zukunftsfähigkeit der Immobilie (z.B. Laufzeiten, Restnutzungsdauern etc.). Die Besicherungsvarianten sind zahlreich und reichen von Pfandrechten, über Patronatserklärungen, Garantien bis hin zur Verpfändung oder Abtretung von Rechten u.v.m.

### *Projektfinanzierung*

Die *Projektfinanzierung* unterscheidet sich von der Objektfinanzierung, aufgrund der Tatsache, dass hier ein Vorhaben und keine Bestandsimmobilie mit laufendem Ertrag finanziert wird und keine Absicht der nachhaltigen Bestandhaltung vorliegt<sup>55</sup>. Die Projektfinanzierung begleitet den Entwickler<sup>56</sup> meist von der Grundstücksanschaffung bis zur Fertigstellung bzw. Übergabe der Immobilie an den Endinvestor und konzentriert sich auf die Wirtschaftlichkeit und die Realisierbarkeit des zu finanzierenden Projektes<sup>57</sup>. Die weitere Finanzierung der Immobilie im Lebenszyklus und während Ihrer Nutzungsdauer bleibt hier unberücksichtigt. Betrachtet man den gesamten Lebenszyklus einer Immobilie, so kann die Projektfinanzierung als eine Art Zwischen- bzw. Produktionsfinanzierung gesehen werden. Zu unterscheiden ist die Grundstücksfinanzierung und die Baufinanzierung. Die **Grundstücksfinanzierung** erfordert häufig einen wesentlich höheren Eigenkapitalanteil (ca. 50 Prozent), da, obwohl diese hypothekarisch im Grundbuch gesichert werden kann, keine Erträge aus dem Projekt zu erwarten sind. Das heißt, dass der Entwickler die Zinsbelastungen aus seinem Eigenkapital bedienen muss. Die **Baufinanzierung** finanziert die Errichtung des Gebäudes. Diese

---

<sup>52</sup> vgl. Bienert 2005: 25

<sup>53</sup> Die Objektfinanzierung wird auch häufig als Akquisitionsfinanzierung bezeichnet, die ein Investor benötigt, wenn dieser eine fertige Immobilie erwirbt.

<sup>54</sup> Als Cash-Flow werden die laufend erwirtschafteten Erträge, die aus einer Immobilie fließen, verstanden (z.B. Mieterträge).

<sup>55</sup> Vgl. Bienert 20015: 23, Anmerkung: In der vorliegenden Arbeit richtet sich der Fokus auf die Trader-Developer, die die Veräußerung des Projektes nach Fertigstellung zum Ziel haben.

<sup>56</sup> Der Entwickler kann als Kapitalnehmer in verschiedenen Varianten in Erscheinung treten: Als Einzelgesellschaft, als Spezialgesellschaft bzw. special purpose vehicle (SPV), als Holdinggesellschaft oder als Fonds. Mehr zu diesen Erscheinungsformen folgt in den nachstehenden Kapiteln.

<sup>57</sup> ebd.



erfordert in der Regel einen Eigenkapitalanteil von ca. 10 – 30 Prozent. Grund hierfür ist, dass zum einen ein Mehrwert geschaffen wird, der im Notfall veräußert werden kann (Notverkauf der Immobilie auch im unfertigen Zustand) und zum anderen Erträge nach Fertigstellung durch den Verkauf an den Endinvestor oder durch Mieterträge fließen<sup>58</sup>. Aus der zukunftsorientierten Betrachtung des Projektes bzw. aus dem anfänglich nicht marktfähigen Produkt ergeben sich höhere Risiken für den Kapitalgeber, wodurch häufig Risikozuschläge in Form von teureren Finanzierungsbedingungen bei Projektfinanzierungen oder höherer Eigenkapitalanforderungen hinzukommen. Fasst man die Grundstücksfinanzierung und die Baufinanzierung zusammen, so ergibt sich eine Gesamteigenkapitalquote von ca. 25 – 30 Prozent der Investitionskosten<sup>59</sup>. Dieser Anteil entspricht ungefähr den Kosten der Grundstücksanschaffung und der weiteren Leistungen in den ersten drei Phasen der Projektentwicklung. Das Fremdkapital entspricht ungefähr den Baukosten in der Phase des Projektmanagements<sup>60</sup>. Geltner und Miller sehen das vom Entwickler zur Verfügung gestellte Eigenkapital als „entrepreneurial developer’s seed equity investment“, wonach die ersten drei Phasen mit ihren operativen Kosten und dem Grundstückskauf finanziert werden sollen und sich der Zuzug weiterer Investoren erst nach Baubeginn öffnet<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> vgl. Schütz 2017: 40

<sup>59</sup> Das Verhältnis von Fremdkapital zum Beleihungswert des Objektes drückt sich in der Loan-to-Value Ratio (kurz: LTV) aus, zu dt.: Beleihungsquote. Ein LTV von 0,6 weist auf einen Fremdkapitalanteil von 60 Prozent gegenüber dem Beleihungswert hin.

<sup>60</sup> Vgl. Geltner/ Miller 2007: 760ff.

<sup>61</sup> ebd.

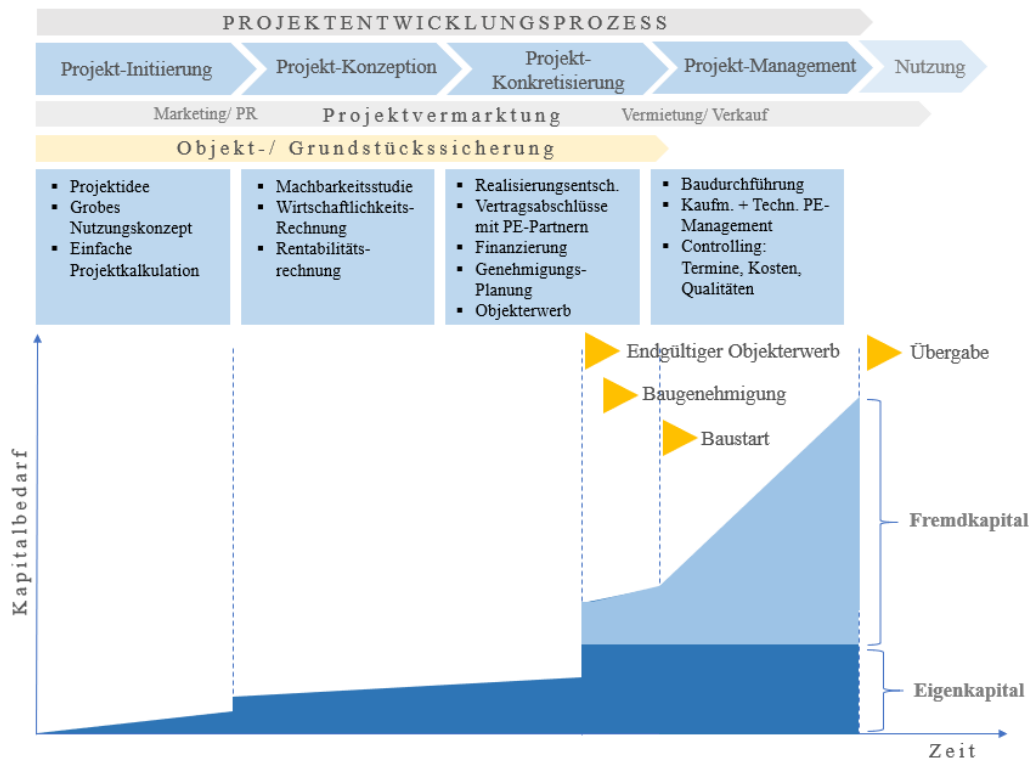


Abb. 10: Einsatz von Eigenkapital und Fremdkapital in der Projektentwicklung<sup>62</sup>

### Projektgesellschaft/ Special Purpose Vehicle

Häufig wird für die Entwicklung des Projektes eine eigene *Projektgesellschaft* gegründet. „Die Projektfinanzierung bezieht sich auf ein sich selbst tragendes Projekt, das regelmäßig im Rahmen einer eigenen Projektgesellschaft (auch Zweckgesellschaft oder sog. *Special Purpose Vehicle*, kurz: *SPV*) geführt wird“.<sup>63</sup> Grund hierfür ist das hohe Risiko auf Seiten des Projektentwicklers. Gesellschafter ist meist nur der Projektentwickler selbst, das Projekt wird in dieser Gesellschaft entwickelt, Risiko und Gewinne sind hier zu verorten<sup>64</sup>. Der Projektentwickler bringt eigenes Kapital in die Projektgesellschaft ein. Projektgesellschaften können im Zuge einer *Nonrecourse-Finanzierung*<sup>65</sup> oder einer *Limited Recourse-Finanzierung* finanziert werden. Erstere ermöglicht den Kapitalgebern keinen Haftungsdurchgriff auf den Projektentwickler

<sup>62</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Geltner/ Miller 2007: 761, Schützle 2009: 29

<sup>63</sup> Bienert 2005: 21

<sup>64</sup> vgl. Schützle 2009: 30f.

<sup>65</sup> „Nonrecourse-Finanzierung“, auch „Off balance sheet financing“ genannt: Diese Finanzierungsform erfolgt idR nicht beim Entwicklungsunternehmen (= Initiator, Hauptgesellschaft) selbst, sondern über eine eigens gegründete Zweckgesellschaft (SPV), die das Projekt abwickelt. Dies schließt den Rückgriff auf die Hauptgesellschaft/ auf den Initiator aus. Das Projekt ist hier die einzige Sicherheit für die Kreditvergabe (Collateral) Vgl. Bienert 2005: 25

bzw. auf die Muttergesellschaft im Insolvenzfall.<sup>66</sup> Hier haftet ausschließlich die Projektgesellschaft. In der Praxis wird häufiger die Limited Recourse-Finanzierung gewählt. Grund hierfür sind die besseren Finanzierungsbedingungen, die Kapitalgeber aufgrund des Haftungsdurchgriffs auf das Vermögen der Gesellschafter bieten können. Die Gesellschafter der Projektgesellschaften geben mehr Sicherheiten in Form von Fertigstellungsgarantien oder Bürgschaften ab<sup>67</sup>. Immobilienprojektfinanzierungen zeichnen sich neben dem hohen Kapitalbedarf, dem hohen Risiko und Komplexität ebenfalls durch das *Cash-Flow Related Lending* und *Risk Sharing* aus. Die Kapitalgeber konzentrieren sich hierbei primär auf den zu prognostizierenden Cash-Flow (Veräußerungserlös) und auf die Aktiva des Projektes, unter der Prämisse der Risikoverteilung auf mehrere Projektbeteiligte.<sup>68</sup>

### *Eigenkapitalverzinsung*

Projektentwickler streben zumeist einen möglichst hohen Fremdkapitalanteil an, da durch den *Leverage-Effekt*<sup>69</sup> die *Eigenkapitalrendite* steigt. Dieser Effekt ist nur möglich unter der Voraussetzung, dass die Gesamtkapitalrendite des Projektes höher ist, als die Verzinsung des Fremdkapitals<sup>70</sup>. Die Eigenkapitalrendite erscheint häufig unter dem Begriff „*Return on Equity*“, kurz „*ROE*“ genannt, und drückt die „barwertige Verzinsung des im Zeitablauf eingesetzten Eigenkapitals in Relation zum erzielten Veräußerungsgewinn“<sup>71</sup> aus. Der Wert, der sich aus dieser Kalkulation ergibt, wird im Fachjargon als *Internal Rate of Return*, kurz *IRR*, bezeichnet<sup>72</sup>. Wie bereits erwähnt, ist die Risikoaversion der Banken jedoch zunehmend stark. 100 Prozent-Finanzierungen sind eher eine Seltenheit und die Eigenkapitalquote liegt durchschnittlich zwischen 25 – 30 Prozent oder in Abhängigkeit des Projektrisikos auch viel höher. Neben dem zur Verfügung gestellten Fremdkapital des Fremdkapitalgebers<sup>73</sup>, das durchaus aufgrund der tiefen Zinssätze und der unternehmerischen Unabhängigkeit

---

<sup>66</sup> vgl. Bienert 2005: 23

<sup>67</sup> vgl. Tytko 2002: 152

<sup>68</sup> vgl. Froese/ Paul 2003: 196

<sup>69</sup> Der „Leverage-Effekt“ beschreibt die Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität. Welt der BWL 2018: o.S.

<sup>70</sup> vgl. Welt der BWL 2018: o.S.

<sup>71</sup> Froese/ Paul 2003: 205

<sup>72</sup> vgl. a.a.O.: 205

<sup>73</sup> Kapitalgeber, können Banken und andere institutionelle Investoren, wie Versicherungen, Fonds etc, bzw. die öffentliche Hand (Förderungen, Subventionen) oder auch Privatiere, Stiftungen, Family Offices, Holdinggesellschaften u.v.m. sein.

des Entwicklers (kein Mitspracherecht der Bank) attraktiv ist, benötigt der Projektentwickler in der klassischen Projektfinanzierung aber vor allem eine ausreichende Eigenkapitalausstattung und auch Risikotragfähigkeit. Betrachtet der Entwickler sein gesamtes Portfolio<sup>74</sup>, so kann das interne Eigenkapital für alle Projekte schon recht knapp oder nicht ausreichend sein bzw. die Eigenkapitalverzinsung nicht zufriedenstellend sein. Zudem werden höhere Eigenkapitalquoten seitens der Banken verlangt, da auch sie eine höhere Eigenkapitalbasis aufweisen müssen (Basel III). Hier kommen nun alternative Finanzierungsinstrumente ins Spiel, welche das nötige Eigenkapital für die Entwicklungen zur Verfügung stellen. Die gängige Literatur beschreibt die idealtypische bzw. die in der Praxis am häufigsten vorkommende Finanzierungform als strukturierte Finanzierung. Diese kombiniert die klassische Bankfinanzierung mit alternativen Finanzierungsinstrumenten.

### 3.3. Idealtypische oder strukturierte Projektfinanzierung

Die *strukturierte Finanzierung* schneidet die Finanzierung in unterschiedliche Tranchen auf und strebt mit dieser Aufgliederung eine Neugestaltung des Chancen-Risiko-Profils auf Seiten der Kapitalgeber und des Entwicklers an.

#### 3.3.1. *Senior Loan und Junior Loan*

Der Projektentwickler erhält Fremdkapital in Form von Krediten (*senior loan*). Der **Senior Loan** wird so vergeben, dass er der niedrigsten Ausfallswahrscheinlichkeit unterliegt, weshalb hier die niedrigsten Zinsen aller Kapitalarten zu verzeichnen sind. Die alleinige Haftung der Projektgesellschaft, die das Projekt und Grundstück hält, soll als Sicherheit genügen (*Non Recourse*). Zudem ist sie erstrangig besichert. Im zweiten Schritt erhält der Entwickler den **Junior Loan**. Hier greifen neben dem Projekt weitere Sicherheiten bzw. Haftungen (*Limited Recourse*). Der Senior Loan und der Junior Loan umfassen das gesamte Finanzierungsvolumen, das Banken dem Projektentwickler im Rahmen ihrer Risikobereitschaft gewähren können<sup>75</sup>. Wie bereits erwähnt umfassen diese beiden Tranchen in der Regel maximal 70 – 85 Prozent des nötigen

---

<sup>74</sup> Mittelständische oder große Projektentwickler bauen eine Pipeline auf und arbeiten bzw. realisieren mehrere Projekte pro Jahr.

<sup>75</sup> vgl. Froese/ Paul 2003: 210f.

Finanzierungsvolumens<sup>76</sup>. Das notwendige Eigenkapital soll die Lücke füllen und den Fremdkapitalgebern auch als Garantiekapital zur Verfügung stehen. Das Eigenkapital wird gegenüber den Fremdkapitaltranchen als nachrangig behandelt, Rückzahlungsansprüche der Fremdkapitalgeber sind zuallererst zu bedienen<sup>77</sup>.

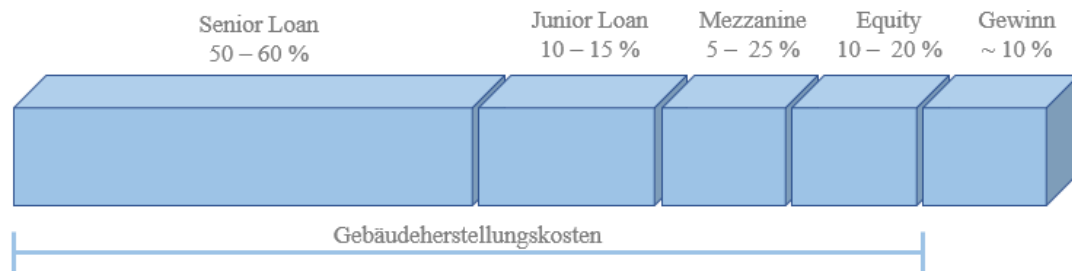


Abb. 11: Finanzierungstranchen einer strukturierten Finanzierung<sup>78</sup>

Oft stehen Projektentwickler aber vor der Situation, dass sie nicht genügend Eigenkapital haben (zu geringe EK-Ausstattung) oder haben wollen (höhere EK-Verzinsung wird angestrebt), um diese Lücke zu schließen. Hilfreich sind hier **eigenkapitalersetzende oder -ergänzende Finanzierungsinstrumente**, wie die *Mezzanine-Finanzierung*, welche einen weiteren Baustein in der strukturierten Finanzierung darstellt.

### 3.3.2. Mezzanine-Finanzierung

Der Begriff „Mezzanine“ stammt aus den Epochen des Barocks und der Renaissance und beschrieb die in der damaligen Baukunst typischen Zwischengeschoße inmitten zweier Hauptetagen eines Gebäudes<sup>79</sup>. Analog zu dieser Definition kann die Mezzanine-Finanzierung auch als Zwischenfinanzierung zwischen Senior/Junior Loan und dem Eigenkapital des Entwicklers gesehen werden. Des Weiteren wird die Mezzanine-Finanzierung als **Nachrangdarlehen** klassifiziert, da die Forderungen der erstrangig besicherten Fremdkapitaltranchen zuerst bedient werden. Im Vergleich zum Eigenkapital hat das Mezzanine-Kapital jedoch Vorrangigkeit. Die Tilgung setzt also erst ein, wenn die Forderungen des Senior und Junior Loans bedient wurden, was in den allermeisten Fällen durch die Veräußerung oder Refinanzierung der Immobilie geschieht. Die **Bedienung der Mezzanine-Finanzierung** erfolgt durch regelmäßige

<sup>76</sup> Ob sich diese aus der Literatur entnommenen Annahmen in der Praxis bestätigen, wird sich in Kapitel 5 dieser Arbeit zeigen.

<sup>77</sup> vgl. Aschleitner/ Thommen 2003: 501

<sup>78</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Froese/ Paul 2003: 211

<sup>79</sup> Vgl. Froese/ Paul 2003: 214.

Zinszahlungen. Wenn diese nicht gänzlich aus dem Netto-Cash-Flow gezogen werden können wird dem Mezzanine-Geber in der Gläubigervereinbarung des Weiteren eine **Beteiligung am Gewinn des Projektes**, dem sogenannten *Equity-Kicker*, eröffnet<sup>80</sup>. Das Mezzanine kann eigenkapitalähnliche (Equity Mezzanine) und fremdkapitalähnliche Eigenschaften (Debt Mezzanine) aufweisen. Letzteres wird als klassisches Kreditgeschäft verstanden und dient den Banken u.a. zur Margenaufbesserung und zur Erweiterung des Geschäftsfeldes. Auch handels- und steuerrechtlich wird Mezzanine als Fremdkapital verstanden. Zudem erhalten die Mezzanine-Geber selten Stimm- oder Mitsprachrechte. Aufgrund der Gewinnbeteiligungen und der erhöhten Renditen und Risiken hat das Mezzanine-Kapital aber auch eigenkapitalähnliche Züge<sup>81</sup>. Die **Zielrendite** der Mezzanine-Finanzierung liegt bei ca. 8 – 15 Prozent und ist wesentlich höher als die Fremdkapitalverzinsung. Die **Laufzeiten sind variabel** und betragen in etwa 1,5 – 3 Jahre, was meist der Projektentwicklungsdauer bzw. Errichtungsdauer der Immobilie entspricht. Die Mezzanine-Finanzierung wird bereits bei relativ kleinen Finanzierungsvolumina ab ca. 500.000 Euro eingesetzt. In Summe übersteigt sie aber nicht die 25 Prozenzhürde bezogen auf das gesamte Finanzierungsvolumen. In der Gläubigervereinbarung zwischen Mezzanine-Geber und Projektentwickler werden in der Regel **Covenants**, zu Deutsch Vereinbarungen, festgelegt, deren Verfehlung einen Eigenkapitalnachsenschuss seitens des Projektentwicklers nach sich ziehen kann.<sup>82</sup> Die Covenants sind begleitende Kreditabsprachen und dienen dem Kapitalgeber als Kontrollinstrument für sein Engagement in der Projektentwicklung. In die Kreditvereinbarung werden Covenants wie beispielsweise die *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR), die den Kapitaldienstdeckungsgrad des Cashflows interpretiert oder die *Loan-to-Cost Ratio* (LTC), welche das Verhältnis der Darlehenshöhe zu den Investitionskosten abbildet, aufgenommen. Weitere Covenants sind die *Loan-to-Value Ratio* und die *Interest Coverage Ratio (ICR)*, welche den Zinsdeckungsgrad beschreibt, sprich, wie gut der Entwickler in der Lage ist die Zinsen zu bedienen<sup>83</sup>:

---

<sup>80</sup> vgl. Lucius 2008: 587f.

<sup>81</sup> vgl. Pitschke/ Kreuter 2003: 12

<sup>82</sup> vgl. Lucius 2008: 587f.

<sup>83</sup> vgl. Froese/ Paul 2003: 204

<b>LTV</b>	Loan to Value	$\frac{\text{Kredit}}{\text{Immobilienmarktwert}}$
<b>LTC</b>	Loan to Cost	$\frac{\text{Kredit}}{\text{Errichtungskosten}}$
<b>ICR</b>	Interest Coverage Ratio	$\frac{\text{Cash-Flow}}{\text{Kredit} \times \text{Zinssatz}}$
<b>DSCR</b>	Debt Service Coverage Ratio	$\frac{\text{Cash-Flow}}{\text{Kredit-Annuität}}$

Abb. 12: Financial Covenants<sup>84</sup>

Die Vor- und Nachteile einer Mezzanine-Finanzierung für Projektentwickler seien hier zusammengefasst:

**Vorteile:**

- Hohe Flexibilität durch variable Laufzeiten, Rückzahlungsmodalitäten<sup>85</sup> und Volumen<sup>86</sup>
- Verbesserung der Eigenkapitalverzinsung des Projektentwicklers durch Verstärkung des Leverage-Effekts<sup>87</sup>
- Wirtschaftliche und bilanzielle Einstufung als Eigenkapital<sup>88</sup>
- Keine Stimm- oder Mitspracherechte des Mezzanine-Gebers und unternehmerische Unabhängigkeit für den Entwickler<sup>89</sup>
- Erweiterung der Haftungsbasis: Mezzanine ergänzt das Eigenkapital bei der Sicherung des Fremdkapitals → Erhöhung der Bonität<sup>90</sup>
- Internes Eigenkapitalanteil ist geringer, Risiko für den Entwickler sinkt

<sup>84</sup> Eigene Darstellung nach Froese/ Paul 2003: 204

<sup>85</sup> Aufgrund der hohen Zinsbelastung wird zum Beispiel häufig eine endfällige Verzinsung des Mezzaninekapitals zur Schonung des Cash-Flows vereinbart, vgl. Fedele 2006: 722.

<sup>86</sup> vgl. Froese/ Paul 2003: 214f.

<sup>87</sup> ebd.: Durch den Einsatz von Mezzanine-Kapital entwickeln sich Risiko und Eigenkapitalposition zugunsten des Entwicklers, was sich in einem höheren DSCR und einem niedrigeren EK-Einsatz ausdrückt. Der DSCR ist im Regelfall immer größer als 1,0, die ISCR ist im Regelfall größer als 1,4.

<sup>88</sup> vgl. Reul 2006: 710

<sup>89</sup> vgl. Lucius 2008: 588

<sup>90</sup> vgl. Fedele/ Brand 2006: 722

## Nachteile:

- Teurere Finanzierungsvariante
- Sehr hohe Zinsbelastung
- Gewinnbeteiligung der Mezzanine-Geber
- Weniger Trading-Profit für den Entwickler
- Strikte Kreditabsprachen/ Covenants

In der strukturierten Finanzierung bildet das interne Eigenkapital des Projektentwicklers nach dem Senior Loan, Junior Loan und der Mezzanine-Finanzierung den vierten Baustein in der Projektfinanzierung. Die Mezzanine-Finanzierung kann bereits als eigenkapitalersetzendes Finanzierungsinstrument eingestuft werden. Als weitere eigenkapitalersetzende Finanzierungsinstrumente werden die *Joint Venture-Finanzierung*, das *Real Estate Private Equity* oder auch die Emission von *Projektanleihen* im folgenden Kapitel behandelt.

### 3.4. Weitere eigenkapitalersetzende Finanzierungsinstrumente

Folgende eigenkapitalersetzende oder -ergänzende Finanzierungsinstrumente sollen in ihrer Funktionsweise theoretisch erläutert werden. Sie dienen als Eigenkapitalersatz oder -verstärkung. Die Vor- und Nachteile dieser Finanzierungsformen sind bei der Interpretation des Forward Funding-Modells besonders wichtig.

#### 3.4.1. *Joint Venture*

Das *Joint Venture* ist ein Zusammenschluss von mehreren Partnern in Form von natürlichen oder juristischen Personen<sup>91</sup> in einer Projektgesellschaft. Die Projektgesellschaft wird meist als GmbH oder GmbH & Co KG gegründet. Die Idee hinter einem Joint Venture ist das Einbringen verschiedener Stärken der Partner, um dadurch Synergieeffekte zu nützen. Der Projektentwickler, auch Initiator, bringt die Projektidee und beispielsweise das bautechnische Know-How ein, ein weiterer Partner<sup>92</sup> (Bank) bringt vermehrt Kapital und Finanzierungs-Know-How ein. Häufig nutzen auch

---

<sup>91</sup> Im Rahmen eines Joint Ventures werden alle Projektbeteiligten als *Investoren* bzw. *Sponsoren* und der Projektentwickler oder auch Trader-Developer, wie wir ihn hier verstehen, innerhalb dieser Gruppe als *Initiator* bezeichnet und abgegrenzt, vgl. Spitzkopf: 264f.

<sup>92</sup> Das Joint Venture ist eine weitere Beteiligungsform für Banken, wo sie auch am Gewinn partizipieren können.



ausländische Partner<sup>93</sup> ein Joint Venture für einen Markteintritt. Ein Kooperationsvertrag regelt die Rechte und Pflichten zwischen den Partnern.<sup>94</sup> Ein weiteres Charakteristikum des Joint Venture ist die aktive Rolle aller beteiligter Projektpartner und deren Mitspracherechte und Gestaltungsmöglichkeiten. Beteiligte Banken müssen daher über Projektentwicklungs-Know-How verfügen und stehen nicht nur als reiner Fremdkapital-Geber zur Verfügung. Die **Mitspracherechte** verteilen sich häufig je nach Höhe der jeweiligen Geschäftsanteile<sup>95</sup>. Aufgrund der Risikoverteilung auf alle Beteiligten, wird beim Joint Venture darauf geachtet, dass kein Haftungsdurchgriff auf die Projektbeteiligten besteht (Non Recourse) bzw. dieser stark eingeschränkt ist (Limited Recourse)<sup>96</sup>. Für das eingegangene Risiko erwarten sich die Teilnehmer auch eine entsprechend hohe Rendite. Für den Projektentwickler ergeben sich beim Joint Venture folgende Vor- und Nachteile:

Vorteile:

- Stärkung der Eigenkapitalbasis
- Höhere Bonität
- Erleichterung zukünftiger Kreditaufnahmen<sup>97</sup>
- Geringere Eigenkapitalbindung

Nachteile:

- Viele Projektbeteiligte, die mitreden → Höhere Managementaufwand
- Gewinnbeteiligung der Beteiligten → geringerer Trading-Profit für Entwickler
- Meist nur für größere Entwicklungen geeignet<sup>98</sup>

### 3.4.2. *Real Estate Private Equity*

Wie bereits weiter oben dargestellt, setzt sich die idealtypisch strukturierte Finanzierung aus dem erstrangigen Kredit, dem nachrangigen Kredit, dem Mezzanine-Kapital und dem internen Eigenkapital zusammen. *Real Estate Private Equity* (kurz „REPE“) hat ganz klar **Eigenkapitalcharakter** und dient in der Finanzierung von

---

<sup>93</sup> Ausländische Partner können ebenso Projektentwickler sein, die sich mit einem lokalen Projektentwickler zusammenschließen.

<sup>94</sup> vgl. Froese/ Paul 2003: 216

<sup>95</sup> vgl. Lucius 2008: 586

<sup>96</sup> vgl. Schützle 2009: 35

<sup>97</sup> vgl. Tytko

<sup>98</sup> vgl. Lucius 2008: 586

Projektentwicklungen als externes Eigenkapital, genauer gesagt als externes Eigenkapital, das das interne Eigenkapital, wie es auch in der strukturierten Finanzierung auftritt, substituieren kann. Grundsätzlich ist REPE nicht börsennotiertes Beteiligungskapital von externen Investoren. Anlageprodukte für REPE können Bestandsimmobilien, Portfolien, notleidende Immobilienkredite, Immobilienunternehmen und Immobilienprojektentwicklungen sein. Die Charakteristika einer REPE-Finanzierung sind folgende: Das REPE-Kapital ist aus dem regulatorischen Bankenbereich ausgeklammert und unterliegt keiner vorgeschriebenen Eigenkapitalunterlegung. Die Eigenmittel des REPE werden häufig über Fondslösungen eingeworben und gesammelt. Die Investition der Kapitalgeber erfolgt häufig in einen „blind pool“, seltener ist das spezifische Projekt bekannt, allerdings gelten spezifische Investitionskriterien. Zudem werden Projekte gemäß einer professionellen Vorgehensweise geprüft, verhandelt und organisiert. Die Verzinsung des eingesetzten Kapitals ist hoch und attraktiv, dementsprechend aber auch das Risiko. Die Kapitalgeber können in verschiedenen Erscheinungsformen auftreten, wie beispielsweise als Fonds von Investmentbanken, Private-Equity-Häusern und Investmentfirmen, als auch als High Net Worth Individuals (wohlhabende Privatpersonen)<sup>99</sup>. Folgende Vor- und Nachteile ergeben sich für den Immobilienprojektentwickler:

Vorteile:

- Bündelung des Know-Hows
- Stärkung der Eigenkapitalbasis
- Höhere Bonität
- Erleichterung zukünftiger Kreditaufnahmen, Kreditlinie wird nicht belastet<sup>100</sup>
- Geringere Eigenkapitalbindung

Nachteile:

- Umfassende Mitspracherechte der Kapitalgeber
- Hohe Verzinsung des REPE-Kapitals

---

<sup>99</sup> vgl. Rottke 2008: 590ff.

<sup>100</sup> vgl. Tytko

### 3.4.3. Projektanleihen

Projektentwickler in Österreich haben vermehrt die Möglichkeit entdeckt, ihre Immobilienprojekte über die Emission von Projektanleihen zu finanzieren. Die Anleihegläubiger investieren hierbei nicht in das gesamte operative Unternehmen des Entwicklers, sondern in ein konkretes Projekt. Bei Unternehmensanleihen investiert man üblicherweise in das breit aufgestellte Unternehmen, bei Projektanleihen hingegen handelt es sich zwar auch um eine Unternehmensanleihe, diese bezieht sich allerdings nur auf die für das Immobilienprojekt gegründete SPV ohne bilanzielle oder rechtliche Historie<sup>101</sup>. Die gewöhnliche Unternehmensanleihe greift im Vergleich zur Projektanleihe auf Erfahrungswerte hinsichtlich des Managements, des Geschäftsmodells und der Firmenhistorie zurück, allerdings kauft man sich auch die rechtlichen oder finanziellen Risiken des Gesamtpaketes ein<sup>102</sup>. Die Vorgeschichte gibt es in einer Projektanleihe nicht. Hier konzentriert sich der Investor auf ein spezifisches Projekt. Die Investoren bzw. Anleihegläubiger müssen genaue Kenntnis über das Projektvorhaben haben, denn der Investor prüft nicht das Unternehmen und dessen Bonität, sondern das Projekt und dessen Projektmanagement per se (Erfahrung, Track Record, Projektbeteiligte, GU etc.). Am Ende des Tages basiert die Investition in Projektanleihen auf ein Stück weit Vertrauen in die Fähigkeiten des Emittenten, sprich des Entwicklers sowie in den Markt und in dessen Regulierung<sup>103</sup>. Die Besicherung der Anleihegläubiger erfolgt bei Projektanleihen hypothekarisch im zweiten Rang des Grundbuchs oder mittels Geschäftsanteile an der SPV. Bei Unternehmensanleihen gibt es diese Besicherungsvarianten nicht.

Banken auf der anderen Seite sind im aktuellen Niedrigzinsumfeld sehr wählerisch, wenn es um die Finanzierung von Immobilienprojekten geht. Sie konzentrieren sich gerne auf das Mengengeschäft in Standardobjekte bzw. Core Immobilien. Zudem finanzieren Sie nur bis zur Beleihungsgrenze, den Rest muss der Projektentwickler

---

<sup>101</sup> vgl. Weber 2019: o.S.

<sup>102</sup> ebd.

<sup>103</sup> vgl. Querette/ Becker 2014: o.S..

wiederum mit Eigenkapital oder teurem Mezzaninkapital abdecken. Durch die Projektanleihe können die Investoren die Position der Bank einnehmen<sup>104</sup>.

Für Projekte mit Alleinstellungsmerkmal steht also ein geringeres Kreditvolumen bei gleichzeitiger Verteuerung (jedenfalls bezüglich der Margen der Banken) zur Verfügung, Kreditaufgaben werden strenger und es besteht höhere Unsicherheit für Kreditnehmer, ob die Transaktion zustande kommt. Die Emission einer Projektanleihe ist relativ einfach und bewährt, gelingt ohne Prospektpflicht (z.B. durch Verzicht auf öffentliche Platzierung, ausreichend hohe Mindeststückelung, etc.) und es ist keine Börsenzulassung erforderlich, aber möglich. Die Bedingungen für die Projektanleihen sind Standardanleihebedingungen analog dem Bankdarlehen, wie z.B. Ausschüttungssperren, Financial Covenants, Defaults etc. So auch die Sicherheiten, welche sich in Mietabtretungen, Versicherungsabtretungen, Verpfändungen des Mieteingangskonto u.v.m. ausdrücken können. Die Emission einer Projektanleihe bringt relativ niedrige Kosten mit sich, da keine Bankenabgabe erforderlich ist. Es besteht aber freilich auch eine Eigenkapital-Mindestpflicht seitens des Emittenten. Projektanleihen lassen sich auch über eine Crowd ausgeben<sup>105</sup>.

Aus den vorherigen Erläuterungen der eigenkapitalersetzenden Finanzierungsinstrumente kann man zusammenfassen, dass Projektentwickler<sup>106</sup> folgende Ziele hinsichtlich der Finanzierung von Immobilienprojekten verfolgen:

- Projektrealisierung
- Günstige Finanzierungsbedingungen
- Hohe Eigenkapitalrentabilität
- Kurze Eigenkapitalbindungsdauer
- Keine oder eingeschränkte finanzielle Haftung des Projektentwicklers
- Verbesserte Bonität des Projektentwicklers
- Erleichterte zukünftige Kreditaufnahmen
- Ausnutzen von Synergien und Bündeln von Know-How

---

<sup>104</sup> ebd.

<sup>105</sup> vgl. Koser 2016: S. 3-14

<sup>106</sup> = Trader-Developer

## 4. Forward Funding

Der Begriff „Forward Funding“ findet in der Theorie keine explizite bzw. eine nur sehr oberflächliche Erwähnung und Definition. In den folgenden Kapiteln wird erstmalig eine Begriffsbestimmung vorgenommen, die Funktionsweise verdeutlicht, der Unterschied zwischen Forward Funding- und Forward Purchase-Modell aufgezeigt und Vertrags- und Verhandlungsbestandteile im Forward-Funding-Prozess erläutert. Die Inhalte ergeben sich weitestgehend aus den geführten Experteninterviews, aus Erfahrungen in der Praxis, aus literarischen Quellen und einschlägigen Vortragsinhalten aus der Projektentwicklungsbranche.

### 4.1. Begriffsdefinitionen und -abgrenzungen

*Forward Funding* ist eine spezielle Form der alternativen Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen. Bevor dieser Begriff der immobilienwirtschaftlichen Definition unterworfen wird, ist vorerst eine klare Abgrenzung zu anderen finanzwirtschaftlichen Vorgängen, Modellen und Begriffen zu treffen. In der gängigen Literatur gibt es kaum Definitionsversuche zum Modell des Forward Fundings. Der folgende Abschnitt versucht unterschiedliche Ansätze zu den Begriffen *Forward*, *Forward Deal*, *Forward Purchase* und *Forward Funding* herzuleiten und eine klare Abgrenzung zu anderen Modellen zu schaffen.

Der Begriff ***Forward*** beschreibt im finanzwirtschaftlichen Kontext nach *Latham & Watkins* einen Vertrag, in welchem Käufer und Verkäufer versichern, einen zugrundeliegenden Vermögenswert zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft und zu einem zum jetzigen Zeitpunkt vereinbarten Kaufpreis zu kaufen bzw. zu verkaufen.<sup>107</sup> Dies kann beispielsweise im Freiverkehr von nicht börsennotierten Unternehmen, also außerbörslich, passieren oder eben auch im immobilienwirtschaftlichen Kontext geschehen. Abzugrenzen ist der *Forward* von börsengehandelten Termingeschäften wie dem *Future*, beide Begriffe werden als Termingeschäft bezeichnet bzw. übersetzt. Der wesentliche Unterschied ist, dass die Bedingungen, wie Menge, Qualität und Liefertermin bei einem *Future* bereits durch börsliche Regulierung zu einem börsenmäßig festgesetzten Kurs standardisiert sind<sup>108</sup>, wohingegen beim *Forward* ein Vertrag frei

---

<sup>107</sup> vgl. Latham & Watkins 2011: 41

<sup>108</sup> vgl. Manz 2008: 141

zwischen zwei Parteien im Sinne der Vertragsfreiheit vereinbart werden kann.<sup>109</sup> Sucht man für den angelsächsischen Begriff *Forward* ein dementsprechendes deutsches Synonym, so stößt man zwar auf treffende Übersetzungen, jedoch werden diese in der deutschsprachigen Literatur und im finanzwirtschaftlichem Jargon kaum verwendet. *Forward* wird folglich laut dem Wörterbuch für das Bank- und Börsenwesen von *Hans E. Zahn*<sup>110</sup> als *Termin-* bzw. als *per Termin verkaufen* bezeichnet, mit dem entsprechenden Nachsatz kann sich die Bedeutung verändern: So ist ein *Forward Agreement* oder ein *Forward Contract* bzw. ein *Forward Deal* ein vertragliches *Termingeschäft* bzw. ein *Terminkauf* und ein *Forward Sale* ein *Terminverkauf*.<sup>111</sup> **Forward Funding** kann demgemäß als **Terminfinanzierung** bzw. als *Bereitstellung von Geldern zu einem bestimmten Termin* zusammengefasst werden. **Forward Purchase** kann als **Kauf auf Termin** verstanden werden. Die französische Finanzwirtschaft bezeichnet den *Forward Deal* als *vente à terme*, in deutscher Übersetzung schlicht als *Vor-Verkauf* definiert. Die vorliegende Arbeit orientiert sich an der verwendeten Literatur und benutzt die angelsächsischen Begrifflichkeiten *Forward Funding* und *Forward Purchase* im immobilienwirtschaftlichen Kontext.

Hat man sich nun für einen Immobilienerwerb entschieden, können zudem grundsätzlich noch zwei Immobilienerwerbsmöglichkeiten unterschieden werden: Der **Asset Deal** und der **Share Deal**. Der Asset Deal beschreibt den Erwerb einer Immobilie als materielles Wirtschaftsgut<sup>112</sup>, was zu einer Änderung des grundbücherlichen Eigentümers führt. Die Eintragung im Grundbuch bringt Kosten mit sich, ebenso die Abfuhr der Grunderwerbssteuer bzw. Kosten für unterschiedliche Dienstleistungen rund um die Immobilientransaktion, wie z.B. Notar, Rechtsanwalt, Makler etc.<sup>113</sup> Der Share Deal beschreibt die Übernahme der Eigentumsgesellschaft durch den Kauf von Unternehmensanteilen (anstelle der einzelnen materiellen Wirtschaftsgüter).<sup>114</sup> Die Eigentumsgesellschaft der Immobilie verbleibt als Eigentümerin im Grundbuch, es verändern sich jedoch die Gesellschafter. Die Änderung, die im Zuge eines Share Deals zu tätigen ist, ist demnach im Firmenbuch/Handelsregister vorzunehmen. Beim Share Deal kann im Gegensatz zum Asset Deal die Abfuhr der Grunderwerbssteuer nach

---

<sup>109</sup> vgl. Latham & Watkins 2011: 42

<sup>110</sup> Zahn 1996: 2010 ff., 216

<sup>111</sup> vgl. a.a.O.

<sup>112</sup> vgl. Manz 2008: 22

<sup>113</sup> vgl. Teufelsdorfer 2015: 14

<sup>114</sup> vgl. Manz 2008: 273 f.

österreichischem Recht entfallen, indem weniger als 95 Prozent der Anteile einer Gesellschaft, die ein Grundstück/ eine Immobilie besitzt, übertragen werden (gem. § 1 Abs 2a und Abs 3 GrEStG)<sup>115</sup>. Die Grunderwerbsteuerpflicht von Anteilsabtretungen wird jedoch vorgeschrieben, wenn 95,00 Prozent der Anteile (oder mehr) einer Personen- oder Kapitalgesellschaft innerhalb von fünf Jahren übertragen werden. Demzufolge fällt die Grunderwerbssteuer in der Höhe von 0,5 Prozent vom Wert der Gegenleistung, mindestens aber vom anteiligen Grundstückswert, an (gem. § 7 Abs 1 Z 2c GrEStG). Bei Asset Deals beträgt die Grunderwerbssteuer in der Regel maximal 3,5 Prozent der Bemessungsgrundlage, meist des Transaktionsvolumens des Grundstückes oder der Immobilie (gem. § 7 Abs 1 Z 3 GrEStG). Folglich sind die Gebühren an die öffentliche Hand bei Share Deals geringer als bei Asset Deals. Im Zuge des Erwerbes einer Eigentumsgesellschaft können allerdings höhere Kosten durch eine eigentums- und vermögensrechtliche sowie eine steuerliche Due Diligence, welche bei Share Deals viel umfangreicher ist, entstehen.

#### 4.2. Funktionsweise von *Forward Purchase* und *Forward Funding*

Asset und Share Deals können sowohl als *Forward Deal* als auch *Forward Sale* erfolgen. Bei einem *Forward Deal* „schließen Verkäufer und Käufer zu einem sehr frühen Zeitpunkt im Lebenszyklus der Immobilie, meist nach der Grundstückssicherung und der Produktdefinition, einen Vertrag über den Erwerb des Objektes oder der Objektgesellschaft ab.“<sup>116</sup> Der Käufer, folglich Endinvestor genannt, investiert bereits vor Fertigstellung in ein Projekt und kann sich dadurch ganze Objekte frühzeitig sichern. Der Einstieg des Endinvestors in die Immobilien-Projektentwicklung kann zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Entwicklungsprozess der Immobilie geschehen. Meist geschieht dies nach der Grundstückssicherung (Optionsvertrag) bzw. häufiger nach dem Grundstückserwerb durch den Projektentwickler samt aufrechter Baugenehmigung. Dieser Zeitpunkt wird häufig gewählt, da nach Erhalt der Baugenehmigung eine genaue Produktdefinition (z.B.: Größe BGF<sup>117</sup>, Nutzung, Preis der Immobilie) im Vertrag zwischen den zwei Parteien erfolgen kann.<sup>118</sup> Der Projektentwickler stellt folglich

---

<sup>115</sup> Bundesgesetz vom 2. Juli 1987 betreffend die Erhebung einer Grunderwerbsteuer (Grunderwerbsteuergesetz 1987 - GrEStG 1987), BGBl. Nr. 309/1987 idF BGBl. I Nr. 163/2015.

<sup>116</sup> Teufelsdorfer 2015: 14

<sup>117</sup> BGF = Bruttogeschoßfläche

<sup>118</sup> vgl. a.a.O.: 14

im Rahmen eines Totalunternehmervertrages zwischen Endinvestor und Projektentwickler die Immobilie fertig. Vor allem in Zeiten, in denen sich der Immobilienmarkt in einer Hausse befindet, die Produktknappheit sehr groß ist, der Wettbewerb zwischen Investoren immer größer wird und der Investitionsdruck vor allem bei institutionellen Investoren steigt, treten Forward Deals häufiger in Erscheinung.

Für dieses Szenario des frühen Einstiegs in eine Immobilien-Projektentwicklung gibt es im Grunde zwei Varianten: den *Forward Funding-Vertrag* und den *Forward Purchase-Vertrag*. Bei beiden Verträgen verpflichtet sich der Endinvestor zum Erwerb der ganzen Immobilie und das bereits vor Fertigstellung des Gebäudes, in der Regel mit dem Ziel, die Immobilie längerfristig zu halten und daraus Erträge zu lukrieren.

#### 4.2.1. Forward Purchase-Vertrag

Der *Forward Purchase-Vertrag* ist eine im europäischen Raum beliebte Immobilien-transaktionsform und wird häufig bei relativ großen Projektentwicklungen gewählt. Diese Transaktionsform entspricht einem Kaufvertrag über eine zukünftige Immobilie zwischen dem Verkäufer/Projektentwickler und einem Käufer/Endinvestor, bei dem sich der Projektentwickler verpflichtet, den Bau des Gebäudes innerhalb einer bestimmten Frist fertigzustellen und an den Endinvestor zu übergeben. Der Endinvestor verpflichtet sich, das Gebäude zu dem im Vertrag vereinbarten Kaufpreis und den vereinbarten Bedingungen innerhalb einer bestimmten Frist oder zu einem bestimmten Zeitpunkt zu kaufen. Die Durchführung eines *Forward Purchase-Vertrages* gliedert sich grob in drei Schritte<sup>119</sup>:

- 1) Beide Parteien unterzeichnen den verbindlichen Kaufvertrag. Grundstückseigentümer bleibt nach wie vor der Projektentwickler.
- 2) Der Projektentwickler errichtet die Immobilie, trägt Sorge für die Finanzierung des Baus und gegebenenfalls auch für die Vermietung des Gebäudes.
- 3) Der Projektentwickler übergibt die fertiggestellte Immobilie unter der Voraussetzung, dass alle Vertragsbedingungen erfüllt sind. Anschließend zahlt der Endinvestor den vereinbarten Kaufpreis.

---

<sup>119</sup> vgl. Proust/ Girardot 2018: o.S.



Das Hauptcharakteristikum des *Forward Purchase-Vertrages* ist die Zahlung des gesamten Kaufpreises durch den Endinvestor erst bei Übergabe der vollständig errichteten Immobilie. Erst dann erfolgt der Eigentumsübergang.<sup>120</sup> Das heißt, dass der Projektentwickler bis zur Fertigstellung der Immobilie keine Zahlungen des Endinvestors erhält, allerdings ergibt sich für ihn der Vorteil eines gesicherten Verkaufs und das bereits vor Baubeginn, was wiederum die Kreditfreigabe seitens der Banken erleichtert.

#### 4.2.2. Forward Funding-Vertrag

Der *Forward-Funding-Vertrag* wiederum entspricht einem Kaufvertrag über eine zukünftige Immobilie zwischen dem Verkäufer/Projektentwickler und einem Käufer/Endinvestor, bei dem sich der Projektentwickler verpflichtet, den Bau des Gebäudes innerhalb einer bestimmten Frist fertigzustellen und an den Endinvestor zu übergeben. Die Besonderheit liegt hier darin, dass der Bau des Gebäudes vom Endinvestor im Zuge von Teilzahlungen je nach Projektfortschritt finanziert wird. Forward Funding findet im Jahr 2003 bei *Zantow* Erwähnung, indem er im Rahmen von neuen Finanzierungsformen bei Immobilieninvestitionen schlicht von „An- und Teilzahlungen zur Mitfinanzierung der Erstellung von Immobilien“<sup>121</sup> spricht. Zuerst erfolge die Anzahlung, danach folgen Teilzahlungen je nach Projektfortschritts. Das Forward Funding kommt nur dann zur Anwendung, wenn das Projekt in seiner Gesamtheit an einen Endinvestor verkauft wird (Globalverkauf).<sup>122</sup> Grundsätzlich wird von den Vertragsparteien ein genau definierter Kaufpreis für das gesamte Projekt festgelegt. Die Abwicklung dieses Vertrages kann wiederum vereinfacht in drei Schritte unterteilt werden<sup>123</sup>:

- 1) Der Endinvestor kauft das vom Projektentwickler bereits gesicherte Grundstück, meist inklusive einer bereits aufrechten Baugenehmigung.
- 2) Der Projektentwickler errichtet das Gebäude und der Endinvestor finanziert die Errichtung stufenweise. Der Projektentwickler verrechnet als

---

<sup>120</sup> vgl. a.a.O.: o.S.

<sup>121</sup> Zantow 2003: 269

<sup>122</sup> Vgl. a.a.O.: 269

<sup>123</sup> ebd.

Totalunternehmer<sup>124</sup> an die Projektgesellschaft/SPV oder an den Eigentümer/  
Endinvestor direkt.

- 3) Der Projektentwickler stellt die Immobilie für den Endinvestor fertig und erhält die letzten Zahlungen.

In der Regel erfolgt die Unterzeichnung des *Forward Funding-Vertrages* nach Erhalt der Baugenehmigung, um welche sich der Projektentwickler bemüht hat.<sup>125</sup> Anschließend oder gleichzeitig erfolgt der Eigentumsübergang des Grundstückes vom Projektentwickler an den Endinvestor mittels Kaufvertrags. Dies kann sowohl im Rahmen eines Asset als auch Share Deals über die Bühne gehen. Der Endinvestor wird bereits zu diesem Zeitpunkt Grundstückseigentümer. Der Projektentwickler befindet sich ab diesem Zeitpunkt nicht mehr in der Eigentümer-, sondern in einer „Dienstleistungsrolle“ und übernimmt die Ausführung (die Planung hat er in der Regel bereits ausgeführt) als Totalunternehmer (TU) und gegebenenfalls auch die Erstvermietung des zu errichtenden Gebäudes. Der Gesamtkaufpreis wird von den Vertragsparteien vor Baubeginn festgelegt. Der Projektentwickler verpflichtet sich, die Immobilie mit den vom Endinvestor zur Verfügung gestellten Mitteln<sup>126</sup> bis zu einem vereinbarten Zeitpunkt vollständig zu errichten und das Gebäude gegebenenfalls bis zu einem vereinbarten Grad zu vermieten.

Im Laufe des Projektfortschritts erhält der Projektentwickler, häufig ähnlich dem Ratenplan nach dem Bauträgervertragsgesetz (§ 10 Abs 1 BTVG)<sup>127</sup>, Teilzahlungen vom Endinvestor.<sup>128</sup> Alle Zahlungen, die der Endinvestor ab dem Grundstückserwerb bis zum Ende des Baus leistet, sollen es dem Projektentwickler erleichtern, den Bau zu

---

<sup>124</sup> Der Generalunternehmer (kurz „GU“) übernimmt die Leistungsbereiche, die für die Herstellung einer baulichen Anlage erforderlich sind. Wesentliche Teile der Bauleistungen erbringt er selbst (wie z.B.: Rohbauleistungen) den Rest vergibt er häufig an Subunternehmer. Der Generalunternehmer ist der Vertragspartner des Bauherrn. Der Totalunternehmer (kurz „TU“) handelt ähnlich, wie der GU, jedoch übernimmt dieser zusätzlich noch die Planungsleistungen. Der Generalübernehmer und der Totalübernehmer (kurz GÜ oder TÜ) sind für die gleichen Leistungsbereiche, wie die obengenannten Unternehmer verantwortlich, jedoch vergeben diese sämtliche Leistungsbereiche an Subunternehmer weiter und fungieren als Bau- und Planungsleistungsvermittler in einer Managementfunktion, vgl. Fischer/Bischoff 2008: 335f.

<sup>125</sup> Diese Annahme ist mit den Ergebnissen aus den Interviews in dieser Arbeit noch zu verifizieren.

<sup>126</sup> Im Bedarfsfall werden weitere Finanzierungsmittel, wie Zwischenfinanzierungen, Eigenkapital etc. für die Errichtung verwendet.

<sup>127</sup> Bundesgesetz, mit dem Regelungen über den Erwerb von Rechten an Gebäuden und Wohnungen von Bauträgern getroffen werden (Bauträgervertragsgesetz – BTVG) StF: BGBl. I Nr. 7/1997 idF BGBl. I Nr. 159/2013. § 10 Abs 1 BTVG konstatiert: „Bei der Zahlung nach Ratenplan ist der vereinbarte Preis in Raten zu entrichten, die jeweils erst nach Abschluss der [...] festgelegten Bauabschnitte fällig werden“.

<sup>128</sup> Diese These ist ebenfalls noch mit der Praxis in Österreich abzugleichen. Dies folgt in Kapitel 5.

finanzieren. Nach Fertigstellung des Gebäudes zahlt der Endinvestor die letzte Tranche zur Vervollständigung des von den Parteien vereinbarten Gesamtkaufpreises. Forward Funding-Finanzierungen sichern dem Projektentwickler nicht nur den Exit, sondern auch die für den Bau notwendigen finanziellen Mittel, ohne Fremdkapital während der Bauphase aufnehmen zu müssen (Grundstücks-Ankaufsfinanzierung ausgenommen). Diese Vorgehensweise impliziert zumeist einen geringeren Projektgewinn<sup>129</sup> für den Entwickler. Allerdings steht mehr **Eigenkapital für weitere Projekte** zur Verfügung.<sup>130</sup> Es ermöglicht Investoren eine fixierte Rendite auf ihre Investitionen, welche ebenfalls bei Vertragsunterzeichnung (Kaufpreis und Mieteinnahmen stehen fest) festgelegt wird.

Des Weiteren fällt die Grunderwerbssteuer lediglich im Zuge des Grundstückserwerbes und nicht auf das gesamte Gebäude an, wodurch sich die Steuerlast zu üblichen Deals verringert.<sup>131</sup> Die Verträge mit der oder den ausführenden Bauunternehmen sind, so die These, zum Übernahmzeitpunkt/ Einstieg des Endinvestors ebenfalls bereits abgeschlossen. Der Endinvestor hat die Projektliedenschaft (Asset Deal) oder die Projektgesellschaft käuflich erworben (Share Deal) und der Projektentwickler fungiert mit seiner Projektentwickler-Dachgesellschaft/ Holding als Totalübernehmer und bildet somit auch den Vertragspartner des Generalunternehmers (GU). Dadurch müssen keine neuen und kostenintensiveren Konditionen zwischen GU und Endinvestor verhandelt werden.

All diese Annahmen werden im Kapitel 5 mit der Praxis in Österreich verglichen.

#### 4.2.3. Vertragsbestandteile

Forward-Funding Deals sind komplex und deren Verträge beinhalten zahlreiche Bestandteile, die Entwickler und Endinvestoren verhandeln müssen. Für den Endinvestor ergeben sich je nach Vertragsgestaltung verschiedene Risikokomponenten, welche sich auf den Verkaufspreis auswirken können, schließlich soll das Risiko abgegolten werden. Die Vertragsgestaltung ist jedenfalls auch auf den Einstiegszeitpunkt des

---

<sup>129</sup> Diese These ergibt sich aus der Annahme, dass ein Projektentwickler gegenüber dem Investor eine Gegenleistung bringen muss und der Trading-Profit geringer ausfällt. Diese These soll im Laufe der Arbeit verifiziert oder falsifiziert werden.

<sup>130</sup> vgl. Proust/ Girardot 2018: o.S.

<sup>131</sup> vgl. Eichler 2016: 2

Endinvestors abzustellen. Oft passiert dies auch zu Zeitpunkten, wo es noch keine exakte bauplanungsrechtliche Definition (Kubatur, Bebauungsdichte, BGF o.ä.) des Gebäudes gibt. Die Verträge sollten daher auch Klauseln mit Änderungsrechten und Preisanpassungen beinhalten <sup>132</sup>.

Im Folgenden werden übergeordnete **Kategorien für Vertragsinhalte des Forward Funding-Vertrages** klassifiziert. Diese setzen sich aus *Vertragsbestandteilen für einen Forward Purchase-Vertrag*, die Teufelsdorfer<sup>133</sup> definiert hat und aus *spezifischen Bestandteilen eines Forward Funding-Vertrages*, die sich aus den Interviews und weiterer Literatur ergeben haben, zusammen:

*Objektspezifische und bauspezifische Vertragsinhalte:*

- Verpflichtung des Projektentwicklers zur Bauausführung: Hier verpflichtet sich der Entwickler zur Errichtung eines zu definierenden, meist schlüsselfertigen Gebäudes zum vereinbarten Kaufpreis.<sup>134</sup>
- Objektausprägungen (z.B. Bruttogeschossfläche, vermietbare Flächen, Nebenflächen)<sup>135</sup>
- Objektqualitäten (z.B. Doppelböden, abgehängte Decken, Nachhaltigkeitskriterien, Klimatisierung, Freiflächen)<sup>136</sup>

*Vermietungskriterien*<sup>137</sup>:

- Struktur des zukünftigen Mieterbesatzes nach der Größe (größter Mieter darf bspw. nur maximal X % der Fläche bzw. der Mieteinnahmen ausmachen)
- Struktur des Mieterbesatzes nach der Bonität
- Struktur des Mieterbesatzes nach der Branche: In Bezug auf Einkaufszentren ist es zwingend erforderlich, diese Struktur detailliert zu definieren. Bei Bürogebäuden ist es ausreichend, eine Definition zu finden, die gewährleistet, kein Branchenrisiko seitens des Mietermix aufzubauen. Hierbei gilt es insbesondere, die Struktur der zukünftigen Mieter zu

---

<sup>132</sup> vgl. Rösch 2016: o.S.

<sup>133</sup> Teufelsdorfer 2015: 15

<sup>134</sup> vgl. Rösch 2016: o.S.

<sup>135</sup> Teufelsdorfer 2015: 15

<sup>136</sup> ebd.

<sup>137</sup> Teufelsdorfer 2015: 15

berücksichtigen (größter Mieter maximal X % der Fläche bzw. der zu erwartenden Mieteinnahmen).

- Bandbreite der Mieten (z.B. Mindestmiete, Maximalmiete, u.U. gestaffelt nach Lage im Objekt)<sup>138</sup>
- Laufzeit der Mietverträge: Es sollte auf das gestaffelte Auslaufen der Mietverträge, eventuelle Breakage-Options und deren Bedingungen geachtet werden.<sup>139</sup>
- Definition, unter welchen Kriterien ein Mietvertrag als abgeschlossen gilt (Mieter hat Mietgegenstand übernommen, Kautionswurde hinterlegt, erste Miete wurde bezahlt usw.)
- Indexierung der Mietverträge und etwaige Schwellen und Hebel bei der Anwendung der Indexierung
- Art und Ausmaß der Incentives: Zum Beispiel mietfreie Zeiten, fit outs (vom Vermieter bezahlte Ausbaumaßnahmen), fit out contributions (monetärer Ausstattungszuschuss seitens des Vermieters)<sup>140</sup>
- Währung, in welcher die Mieteinnahmen und/oder die Betriebskosten denominated werden sollen
- Definition eines Zinssatzes, mit dem die vertraglich vereinbarten Mieteinnahmen kapitalisiert werden sollen, am besten unter Abzug der mietfreien Zeiten
- Definition der Nachvermietungsperiode, in der der Verkäufer noch selbst vermieten kann
- Festlegung eines Preises, zu dem die nach Ablauf der Nachvermietungsperiode nicht vermieteten Flächen abgelöst werden<sup>141</sup>

#### *Übergabemodalitäten:*

- Festlegung eines Prozederes, falls die vereinbarten Erfordernisse von einer der Parteien nicht eingehalten werden<sup>142</sup>

---

<sup>138</sup> Hier gilt es für Investoren einen nachhaltig erzielbaren Vermietungsansatz zu wählen.

<sup>139</sup> Trifft vermehrt auf Gewerbeimmobilien und nicht Wohnimmobilien zu.

<sup>140</sup> Ausstattungszuschuss für die Mieter

<sup>141</sup> Teufelsdorfer 2015: 15f.

<sup>142</sup> Teufelsdorfer 2015: 15

### *Zahlungsmodalitäten:*

- Ratenzahlungsplan: Beim Forward Funding zahlt der Endinvestor den Kaufpreis je nach Baufortschritt in Raten. Diese sollen dem Entwickler die Finanzierung erleichtern. Es gilt hier einen genauen Ratenzahlungsplan zu vereinbaren, zu definieren wann der jeweilige Bauabschnitt vollendet ist und wer dies begutachtet (Baucontrolling/ Bauaufsicht). Des Weiteren sollte sich der Endinvestor gegen eine potenzielle Insolvenz des Projektentwicklers absichern. Mehr hierzu folgt im Praxisteil Kapitel 5.2.5.

### *Gewährleistung:*

- Gewährleistung und Ansprüche: Der Projektentwickler haftet in Österreich für seine Bauleistung zumindest im Rahmen des gesetzlichen Gewährleistungsrechts<sup>143</sup>.

### *Änderungsklauseln:*

- Hier gilt es genau zu definieren, welche Auswirkungen Änderungen (z.B. Änderungen der Kubatur oder der Nutzungsart) auf die Preisgestaltung haben können.<sup>144</sup>

Der Forward Funding-Vertrag unterscheidet sich vom Forward Purchase-Vertrag nur geringfügig und zwar insofern, dass die Zahlungsströme und die Übernahme zu anderen Zeitpunkten stattfinden. Was laut der interviewten Expertin<sup>145</sup> etwas komplizierter ist, ist die Situation, dass der Entwickler neben dem Kaufvertrag noch einen **Totalunternehmervertrag mit dem Investor abschließt** und die Haftung für das gesamte Projekt gegenüber dem Investor übernimmt. Folglich überbindet der Projektentwickler zwar die Haftung in bautechnischen Belangen auf den potenten Generalunternehmer, der Rest, wie Planung oder Statik (hier gibt es oft nicht so große Haftungssummen) muss jedoch der Entwickler abdecken. In der Praxis kommt es außerdem vor, dass der Investor eine Liste potenzieller Generalunternehmer vorlegt, damit sichergestellt wird, dass es sich um einen GU handelt, der „bankable“ ist.<sup>146</sup>

---

<sup>143</sup> vgl. Teufelsdorfer 2015: 15ff.

<sup>144</sup> ebd.

<sup>145</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>146</sup> vgl. Derfler 2019: o.S. Ein GU, der „bankable“ ist, gilt aus Bankensicht als sicher und profitabel.

Das Auftreten von Baumängeln sehen die interviewten Experten<sup>147</sup> weniger problematisch, schließlich werden diese bei der Schlussbegehung festgemacht. Bis die Mängel behoben werden, wird ein kleiner Kaufpreisanteil noch einbehalten bzw. über Haftrücklässe, eine Garantie eines Kreditinstitutes oder über eine Versicherung abgedeckt. Was allerdings Pönalen auslöst, sind grobe Mängel oder Zeitverzögerungen, wenn beispielsweise die Mietzahlungen zu spät einsetzen oder Fertigstellungstermine nicht eingehalten werden. Allerdings kann der Entwickler im gleichen Atemzug bei Bauverzögerungen auch Pönalen an den Generalunternehmer verrechnen. Das heißt, dass der Entwickler zwar dem Investor die Pönale bezahlt, aber im Gegenzug die Pönalzahlungen vom GU bekommt. Der Schaden für den Projektentwickler sollte so gering wie möglich sein, weshalb es wichtig ist, einen namhaften GU zu engagieren:

„Wir suchen uns sehr wohl GU oder Dienstleister aus, die ein echtes Standing haben. Also ich würde jetzt keine Baufirma nehmen, die dazwischen fünfmal bankrottgehen kann. Dann hast du ein Problem. Aber gerade bei den großen GU, also wenn bei denen etwas passiert, dann passiert glaube ich schon mehr in Österreich.“<sup>148</sup>

In den Verträgen sind auch **Rücktrittsrechte** zu vereinbaren für den Fall, dass das Projekt bereits vor Baugenehmigung gekauft wird. Im Falle einer Nicht-Genehmigung kann dadurch eine unkomplizierte Vertragsauflösung gewährleistet werden.<sup>149</sup>

Generell wird die **Vertragsstruktur** häufig **von den Investoren vorgegeben**, da diese mit den Fondsrichtlinien und den Standards institutioneller Investoren übereinstimmen müssen.<sup>150</sup>

Sobald der Investor das Projekt übernommen hat und Eigentümer ist, hat er auch **umfassende Mitspracherechte**, was die weitere Abwicklung des Projektes betrifft. Dies betrifft insbesondere Regelungen, die vom vertraglich Vereinbarten abweichen, wie beispielsweise bautechnische Themen, wie die optische Gestaltung oder auch Änderungen im Nutzungs- oder Vermietungskonzept<sup>151</sup>.

Zusammenfassend kann man sagen, dass ein Forward Funding-Vertrag neben den üblichen Kaufvertragsbestandteilen genaue Regelungen hinsichtlich der Zahlungsmodalitäten festlegen muss. Des Weiteren sind aufgrund der frühen Einstiegszeitpunkte der

---

<sup>147</sup> vgl. Soravia/ Daurer 2019: o.S.

<sup>148</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>149</sup> vgl. Derfler 2019: o.S.

<sup>150</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

<sup>151</sup> vgl. Soravia: o.S.

Investoren gesonderte Rücktrittsrechte zu vereinbaren. Entscheidend ist das Erfordernis weiterer Verträge, wie dem Totalunternehmer-Vertrag zwischen Investor und Entwickler sowie dem Generalunternehmer-Vertrag. Diese Verträge sollten sich vor allem im zeitlichen Ablauf mit dem Kaufvertrag und hinsichtlich der Zahlungsmodalitäten des Forward Funding-Vertrages decken. Des Weiteren ist es für den Entwickler wichtig, diverse Haftungsthemen auszuschließen und zu überbinden.



## 5. Die Praxis in Österreich

Die Projektentwicklungslandschaft in Österreich ist vielfältig. Am Markt tummeln sich neben großen Projektentwicklern, die sich im internationalen Umfeld etabliert haben, auch Bauträger, die in einem kleineren Aktionsradius tätig sind. Die Experten, die für diese Arbeit interviewt wurden, sind hinsichtlich der aktuell investierten Projektvolumina sehr heterogen. Die Projektaktivitäten reichen von insgesamt 50 Millionen Euro bis zu 1,7 Milliarden Euro Projektvolumen, die sich aktuell in Entwicklung befinden. Des Weiteren sind die befragten Entwickler in unterschiedlichen Assetklassen tätig. Manche konzentrieren sich rein auf den institutionellen Investorenmarkt und den Globalverkauf ihrer Projekte, andere beschäftigen sich zusätzlich auch mit dem Einzelabverkauf von Wohneinheiten an private Endnutzer. Was alle gemeinsam haben, ist, dass sie keine Projekte in Bestand halten, sondern als Trader-Developer mit dem klaren Ziel des Verkaufs agieren. Die Auswahlkriterien für die Interview-Teilnahme waren:

- Projektentwickler aus Österreich
- Investitionsvolumen von mehr als 30 Millionen Euro pro Jahr
- Erfahrung in der Entwicklung von Projekten für den Globalverkauf
- Bereits durchgeführte Forward Funding-Transaktionen

Aufgrund dieser Kriterien wurden folgende österreichische Projektentwickler für die Interviews ausgewählt:

- 6B47 Real Estate Investors AG, Mag. (FH) Elke Plazeriano, Leiterin Projektfinanzierung
- GBI Projektentwicklung Ges.m.b.H., Mag. Karl-Heinz Daurer, Geschäftsführer und Head of Real Estate Development Austria
- HerzTraum Immobilientreuhand GmbH, Hermann Rauter, Geschäftsführender Gesellschafter
- SORAVIA Investment Holding AG, Mag. Jasmin Soravia, LL.M., COO Projektentwicklung Österreich und Deutschland sowie Geschäftsführerin der SoReal GmbH
- VI-ENGINEERS BAUTRÄGER GMBH & CO KG (Vienna International Engineers), Dr. Karl Derfler, Gesellschafter

Die Interviews wurden anhand eines teilstrukturierten Leitfadens durchgeführt, so dass genügend Spielraum für die Interviewten bei der Beantwortung der Fragen blieb, diese dennoch in einer strukturierten Form abliefen. Die Interviews wurden sowohl persönlich als auch telefonisch durchgeführt und im Anschluss transkribiert. Die Interviews werden in den folgenden Abschnitten für die tiefgehende Beantwortung der Forschungsfragen herangezogen. Das Kapitel ist in vier grobe Abschnitte unterteilt.

- Finanzierungsvarianten von Projektentwicklungen in Österreich
- Einsatz von Forward Funding
- Chancen von Forward Funding für Immobilien-Projektentwickler
- Risiken von Forward Funding für Immobilien-Projektentwickler

### 5.1. Finanzierungsvarianten von Projektentwicklungen in Österreich

Dieser erste Abschnitt im Praxisteil beschäftigt sich allgemein mit der Frage, welche Finanzierungsvarianten und -strukturen österreichische Projektentwickler in der Praxis einsetzen, wie sich Eigen- und Fremdkapital verteilen und welche Eigenkapital-Substitute zur Anwendung kommen.

#### 5.1.1. Wie finanzieren Projektentwickler in Österreich?

In der österreichischen Projektentwicklungslandschaft kommen **verschiedenste Finanzierungsvarianten zum Einsatz**. Allen gemein ist, dass die Projektentwickler einen möglichst hohen Fremdkapitalanteil erzielen möchten, da die bankenseitige Finanzierung aufgrund des aktuell niedrigen Zinsniveaus die günstigste Finanzierungsvariante in der Praxis ist. **Bis zu 85 Prozent Fremdkapitalanteil** sind in der österreichischen Praxis gang und gäbe. Man muss hier allerdings festhalten, dass es sich bei den befragten Unternehmen um großvolumige Projekte der gängigen Assetklassen wie Wohnen (in verschiedenen Formen), Büro, Hotel oder Mischobjekte in guten bis sehr guten Lagen handelt, welche ein geringeres Risikoprofil aufweisen, als Solitärprojekte oder Projekte in risikoreicheren Assetklassen, wie beispielsweise Sonderimmobilien, Industrieliegenschaften etc. Bei bestimmten Projekten gelang es **zum Teil das Projekt zu 100 Prozent mit Fremdkapital** zu finanzieren, dies aber nur nach Erfüllung bestimmter Bedingungen:

Voraussetzungen waren hierfür beispielsweise Grundstücke oder Brownfield-Entwicklungen<sup>152</sup>, welche noch über aufrechte Zahlungsströme, Mietverträge oder großflächige Werbekampagnen verfügten, die in der Lage waren, auftretende Zinsen und Finanzierungskosten für die Grundstücksfinanzierung zu bedienen bzw. auch die Kosten während der Zeit bis zur Umwidmung des Grundstückes zu finanzieren. Teilweise erwirtschafteten diese Liegenschaften Renditen bis zu sechs Prozent, was der finanzierenden Bank genügend Sicherheit bot. Grundsätzlich hängt der Fremdkapitalanteil auch von der jeweiligen Phase in der Projektentwicklung ab. Ein bereits gewidmetes Grundstück, eine aufrechte Baugenehmigung, ein bereits mit einem namhaften Generalunternehmer fixierter Baupreis, eine hohe Vorverwertungsquote in der Vermietung und eventuell bereits ein Investor, der sich für den Kauf des Projektes entschieden hat, sind die **wesentlichen Komponenten, die eine Finanzierung des Projektes erleichtern** bzw. eben auch einen hohen Fremdkapitalanteil rechtfertigen.<sup>153</sup> Sind diese Komponenten noch nicht gesichert oder unklar, ist ein höherer Eigenkapitalanteil seitens des Entwicklers gefordert.

Grundsätzlich muss man zwischen der Grundstücksfinanzierung und der Finanzierung der Bauphase unterscheiden. Bei der ersteren bewertet die Bank das Grundstück. Ist der Einkaufspreis des Grundstückes sehr hoch und spiegelt sich dieser in der Bewertung der Bank nicht wider, kommt es zu einer Differenz zwischen Einkaufspreis und Beleihungswert. Die Bank bemisst die Finanzierung lediglich am Beleihungswert. Bestehen weitere Sicherheiten für das Grundstück, wie zum Beispiel Mieterträge, kann die Bank ihre Beleihungsgrenze verschieben. Beim Baustart wird dann meistens in eine neue Hochbaufinanzierung bei einer anderen Bank umfinanziert oder der Finanzierungsrahmen aufgestockt. Nach Aussage der Experten<sup>154</sup> ist der Fremdkapitalanteil in der Bauprojektfinanzierung höher als in der Finanzierung des Grundstückes, da in der Projektfinanzierung am Ende ein Cashflow generierendes Produkt steht.<sup>155</sup> Voraussetzungen hierfür sind jedoch die bereits erwähnten Komponenten. Wurde in der Grundstücksfinanzierung bereits relativ viel Eigenkapital eingebracht, ist es außerdem möglich den Hochbau unter den vorgenannten Bedingungen mit einem sehr hohen Fremdkapitalanteil zu finanzieren. Generell sieht sich die Bank, unabhängig vom

---

<sup>152</sup> Brownfield-Projekte sind Liegenschaften, welche noch über einen Altbestand verfügen, der ggf. abgerissen oder umgenutzt wird. Greenfield-Projekte entstehen auf „der grünen Wiese“.

<sup>153</sup> vgl. Soravia/ Plazeriano 2019: o.S.

<sup>154</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>155</sup> ebd.

Finanzierungszeitpunkt, die Gesamteigenkapital-Quote des Projektes an. Das heißt, wenn ein Entwickler das Grundstück zu 80 – 100 Prozent mit Eigenkapital finanziert, so erfüllt er die erforderliche EK-Quote für das gesamte Projekt bereits.

*Begünstigende Faktoren für die Bankenfinanzierung:*

- gewidmetes Grundstück
- aufrechte Baugenehmigung
- abgeschlossener Vertrag mit namhaften Generalunternehmer bzw. fixierter Baupreis
- Vorverwertungsquote in der Vermietung
- bestenfalls Endinvestor gesichert

*Der Real Estate Investors Club*

*Plazeriano* beschreibt, dass Projekte unter anderem mit Hilfe des hauseigenen Investorenclubs finanziert werden, indem sowohl wohlhabende Privatpersonen als auch Family Offices eingeladen werden in die Projekte zu investieren. Das erfolgt in unterschiedlichen Varianten. Entweder stellen die Investoren Mezzanine-Kapital zur Verfügung, welches für eine bestimmte Phase des Projektes eingesetzt wird und die Investoren das Kapital mit einer attraktiven Verzinsung wieder zurückbekommen oder der Projektentwickler lädt die Investoren ein direkt in das Projekt als tatsächliche Eigenkapitalgeber bzw. als Beteiligte einzusteigen.<sup>156</sup>

#### 5.1.2. *Eigenkapital und Eigenkapital-Substitute*

Bei großvolumigen Projekten im dreistelligen Millionenbereich bringen einige Entwickler in Österreich, laut den Expertenaussagen, neben dem bankenseitigen Fremdkapital bis zu **zweistellige Prozentbeträge an weiteren Finanzierungsmitteln, welche sich aus Eigenkapital und Mezzanine-Kapital zusammensetzen**, ein<sup>157</sup>. Das entspricht der strukturierten Finanzierung, wie bereits unter Kapitel 3.3. analysiert. Dies liegt neben Risikogesichtspunkten unter anderem auch an der begrenzten Kreditlinie, die Banken einem Entwickler bzw. einem einzigen Projekt zur Verfügung stellen

---

<sup>156</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>157</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

können. **Kleinere Projekte** (z.B. bis 30 Millionen Euro Gesamtinvestitionskosten) können durchaus mit **sehr geringen oder gar keinen Eigenkapitalmitteln** (zumindest kein internes Eigenkapital) finanziert werden. Der Eigenkapitalanteil in der Höhe von durchschnittlich 15 – 30 Prozent des gesamten Finanzierungsvolumens setzt sich laut den Entwicklern aus unterschiedlichen *Finanzierungsvehikeln* zusammen:

- Häufig greifen die Projektentwickler auf **Mezzanine-Kapital** zurück, welches von Investoren, Investoren-Clubs oder auch institutionellen Mezzanine-Kapitalgebern zur Verfügung gestellt wird.
- Das Mezzanine-Kapital kann direkt oder mittels Strukturierung von Anleihen bzw. **Schuldscheindarlehen/ Schuldverschreibungen** aufgestellt werden.<sup>158</sup>
- Ein weiteres Vehikel ist die Emission von **Unternehmens- oder Projektanleihen**, welche ebenfalls bereits bei einigen Projekten der Befragten zum Einsatz kamen und wo die Anleihegläubiger wissen, in welches Projekt sie investieren.<sup>159</sup>
- **Real Estate Investors Club:** Beteiligungsmodelle für Investoren/Clubs am Projekt selbst<sup>160</sup>
- **Internes/ Echtes Eigenkapital**<sup>161</sup> (ca. 10 Prozent vom Gesamteigenkapitalanteil)

Des Weiteren werden zunehmend **Partnerschaften** mit anderen Projektentwicklern in Form von **Joint Ventures** eingegangen.<sup>162,163</sup>

Ein geringerer interner Eigenkapitalanteil kann auch ein Indiz dafür sein, dass der Entwickler sein EK bereits in weitere Projekte investiert hat (Aufbau einer sogenannten Projekt-Pipeline).<sup>164</sup>

---

<sup>158</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>159</sup> vgl. Soravia/ Plazeriano 2019: o.S.

<sup>160</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>161</sup> ebd.

<sup>162</sup> ebd.

<sup>163</sup> Das Joint Venture ist zwar kein Finanzierungsinstrument per se, die Eigenkapital-Anforderungen können jedoch dadurch auf mehrere Schultern im Sinne der Risikostreuung verteilt werden.

<sup>164</sup> vgl. Daurer 2019: o.S.

## 5.2. Einsatz von Forward Funding und dessen Auswirkung auf die Finanzierung

Das zweite Kapitel im Praxisteil beschäftigt sich mit dem genauen Ablauf des Forward Funding-Modells in der Praxis in Österreich. Einstiegszeitpunkte der Investoren, die wichtige Rolle der Baukosten und Baufirmen, der Eigentumsübergang mittels Asset oder Share Deals, die Rolle des Entwicklers als TU, die Vermietungsaufgabe und schließlich die Zahlungsmodelle im Forward Funding sind die wesentlichen Eckpunkte des Kapitels.

### 5.2.1. Einstiegszeitpunkt des Investors

Die befragten Projektentwickler haben jeweils mehrere Forward Funding-Transaktionen durchgeführt. Der Einstieg der Endinvestoren, welche weitestgehend institutionelle Investoren, wie Fonds, Versorgungskassen, Pensionskassen oder Versicherungen waren, fanden aber durchwegs **zu unterschiedlichen Zeitpunkten** statt. Häufig erwarben die Endinvestoren die Projektgesellschaften (inklusive Grundstück) **nach Erlangung der Baugenehmigung**. Bei einem konkreten sehr großvolumigen Projekt in Wien war bereits der GU-Vertrag mit einem etablierten Generalunternehmer unterzeichnet, die Immobilie zu 80 Prozent vermietet, die Baugenehmigung lag vor und ein namhafter Architekt gewann die Ausschreibung und wurde eingesetzt, quasi „ein aufgelegter Sechser“<sup>165</sup>, so die Expertin. Das *Signing*<sup>166</sup> und das *Closing*<sup>167</sup> waren in diesem Fall gleichzeitig.

Demgegenüber stehen aber auch Fälle, wo der Investor sehr früh, das heißt **noch vor der Einreichung der Planung zur Erlangung der Baugenehmigung**, einstieg. Die Expertin würde diesen Fall jedoch nicht empfehlen, da aufgrund der nicht genau definierten Projektdaten noch viele Unsicherheiten vorlagen, sich die Vertragsgestaltung als äußerst kompliziert erwies und der Vertrag mehrmals abgeändert werden musste. „Wenn du nicht wirklich ein konkretes Bild des Projektes vor dir liegen hast, dann ist es wirklich schwierig.“<sup>168</sup> Im Zuge des frühen Einstieges haben sich viele ungeklärte Fragen ergeben, wie zum Beispiel: Was passiert, wenn sich die Fläche in großem

---

<sup>165</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>166</sup> Mit dem „Signing“ wird in der Regel die Unterfertigung der Vertragsurkunde bezeichnet. Die Parteien sind sich über den Vertragsinhalt einig. Vgl. Fischer 2015: 362

<sup>167</sup> Das „Closing“ bezeichnet die Erfüllung des Vertrages. Im vorliegenden immobilienwirtschaftlichen Kontext finden beim Closing beispielsweise die Übergabe der Immobilie, die Übergabe der Anteile an der Gesellschaft (beim Share Deal), der Eintrag ins Grund- oder Firmenbuch, die Kaufpreiszahlung, der Abschluss weiterer Verträge (Mietverträge, Servitute), die Übergabe von Sicherheiten etc. statt. Vgl. a.a.O.: 364.

<sup>168</sup> ebd.

Ausmaß ändert? Zu welchen Zeitpunkten besteht ein Rücktrittsrecht seitens des Investors? *Daurer* beschreibt, dass neue Projekte bereits in der Akquisitionsphase mit dem potenziellen Endinvestor abgestimmt werden, das heißt, dass der Entwickler bereits maßgeschneiderte Projekte für den Endinvestor sucht und folglich umsetzt. Der konkrete Einstieg des Investors und der Eigentumsübergang finden aber auch hier erst bei Erhalt der Baugenehmigung statt.<sup>169</sup>

*Rauter* kennt den Fall, bei welchem der Investor **vor** Baugenehmigung den Kaufvertrag unterzeichnet hat und zwar in Rahmen eines „§ 70a-Verfahrens“. Unter dem „§ 70a-Verfahren“ wird das **vereinfachte Baubewilligungsverfahren** in der Wiener Bauordnung verstanden.<sup>170</sup> Hier reicht der Entwickler die gesammelten Unterlagen und die Einreichplanung ein. Wird diese von der Behörde nicht zurückgewiesen, kann der Entwickler zu bauen beginnen. Nach der dreimonatigen Einspruchsfrist erhält der Entwickler erst die rechtskräftige Baugenehmigung, die Bautätigkeiten haben aber längst vor Genehmigung begonnen. Der Investor ist diesen Weg gemeinsam mit dem Entwickler gegangen und ist vor Erhalt der rechtskräftigen Baugenehmigung eingestiegen.<sup>171</sup>

Aus den vorangegangenen Ausführungen lässt sich kein exakter Einstiegszeitpunkt festmachen, weshalb in der nachfolgenden Grafik eine längere Phase (gelb markiert) für die möglichen Einstiegszeitpunkte zu erkennen ist.

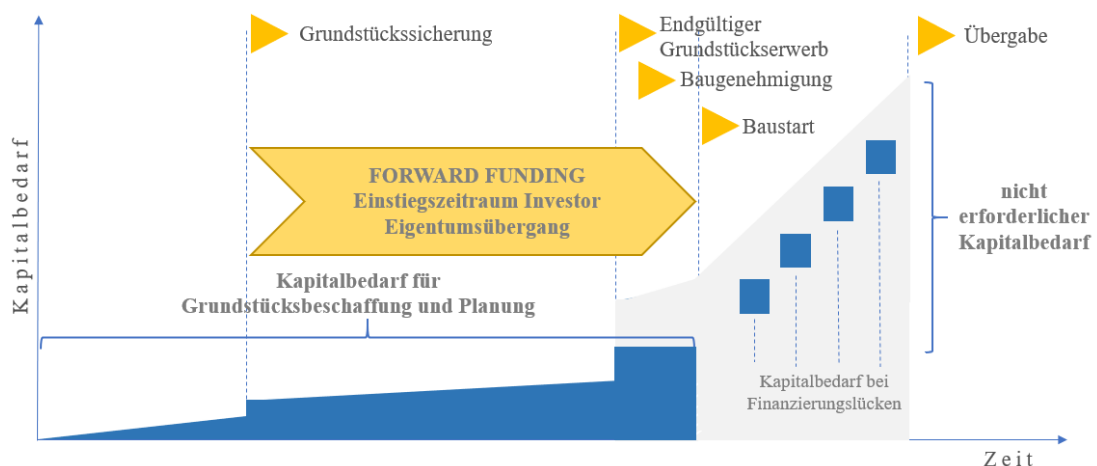


Abb. 13: Entwicklung des Kapitalbedarfs im Forward-Funding-Modell<sup>172</sup>

<sup>169</sup> vgl. *Daurer* 2019: o.S.

<sup>170</sup> vgl. BO für Wien § 70a, Bauordnung für Wien, LGBl. Nr. 11/1930

<sup>171</sup> vgl. *Rauter* 2019: o.S.

<sup>172</sup> Eigene Darstellung auf Basis der vorangegangenen Abbildungen

Zudem ist ersichtlich wie sich der Kapitalbedarf beim Forward Funding-Modell entwickelt. Dieser fällt deutlich geringer aus als bei anderen Transaktionsformen, da das Kapital lediglich bis zum Einstieg des Investors aufgebracht werden muss. In manchen Fällen kommt es vor, dass in der Bauphase Finanzierungslücken (siehe blaue Quadrate), aufgrund nicht gut aufeinander abgestimmter Zahlungsflüsse, entstehen. In diesen Fällen wird zusätzlicher Kapitalbedarf seitens des Entwicklers gefordert.

### 5.2.2. Fixierung der Baukosten

Die gefährlichste unbekannt Variable ist laut Expertin die des Baupreises. Da sich die Baupreise in den letzten Jahren sehr stark nach oben entwickelt haben und vor allem in sehr kurzen Abständen stark gestiegen sind, ist es für den Projektentwickler sehr riskant, einen Verkaufspreis des Projektes festzulegen, ohne vorher die genauen Baukosten ermittelt und vor allem vertraglich mit dem Generalunternehmer gesichert zu haben. Trotz der relativ genauen Projektkalkulation im Vorfeld und Erfahrungswerten, kann der Projektentwickler nicht abschätzen, ob die Kalkulation am Ende auch realistisch ist, da sich Baupreise teils halbjährlich in einem relativ hohen Ausmaß verändern können.<sup>173</sup>

„Wenn ich die Baukosten nicht zu 90 Prozent oder zu mindestens nicht zu 80 Prozent weiß, dann würde ich definitiv nicht, weder im Einzelabverkauf noch im Globalverkauf, [vor Fixierung des GU-Vertrages] abschließen, weil sich die Lage absolut dramatisch verändern kann.“<sup>174</sup>

Auch *Plazeriano* sieht die **Absicherung der Baukosten und die aufrechte Baugenehmigung als Grundvoraussetzung für die Unterzeichnung eines Forward Funding- als auch eines Forward Purchase-Vertrages.**<sup>175</sup>

Was wiederum ein Vorteil beim frühen Einstieg eines Investors vor Baugenehmigung sein kann, ist die Ersparnis der Grunderwerbssteuer und der Eintragungsgebühren, welche nicht auf das gesamte Projekt, sondern lediglich auf das Grundstück bemessen werden.<sup>176</sup> Beim Erwerb der Liegenschaft gib es je nachdem, ob es ein Asset oder ein Share Deal ist, Unterschiede in der Bemessung der Grunderwerbssteuer. So wird beim

---

<sup>173</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>174</sup> Soravia 2019: o.S.

<sup>175</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>176</sup> vgl. Derfler 2019: o.S.



Asset Deal die Grunderwerbssteuer auf den Verkehrswert bemessen, im Share Deal hingegen wird das Pauschalwertmodell gemäß der Grundstückswertverordnung (GrWV)<sup>177</sup> herangezogen.

### 5.2.3. *Share oder Asset Deal und die Rolle des Entwicklers nach dem Eigentumsübergang*

Bei der Frage, ob der Investor das Projekt mittels Asset oder Share Deal erwirbt, zeigt sich in der Praxis in Österreich ein relativ klares Bild. Bis zu ca. 70 Prozent der Projekte der befragten Experten werden als Share Deal mittels der eigens für das Projekt gegründeten SPV abgewickelt. Gründe hierfür sind zum einen die günstigere steuerliche Situation für den Investor und zum anderen die eigens geschaffene Projektgesellschaft, welche über keine Historie, wie latente Steuern, Mitarbeiter etc. verfügt.<sup>178</sup>

Auch *Daurer* postuliert, dass es Sinn mache, die Gesellschaftsstruktur für den Endinvestor bereits zu adaptieren, damit dieser möglichst steueroptimierend ankaufen kann. Dieser Komfort sei für manche Investoren unumgänglich. Demgegenüber stehen aber auch Investoren, welche einen Asset Deal vorziehen, um sich nicht mit einer aufwendigeren Due Diligence plagen zu müssen.<sup>179</sup>

Im Anschluss fungieren die Projektentwickler meist als **Totalunternehmer**, der dem Investor als Vertragspartner gegenübersteht. Der Projektentwickler als Totalunternehmer bedient sich in den meisten Fällen in weiterer Folge eines Generalunternehmers, der für die Ausführung des Baus verantwortlich zeichnet.<sup>180</sup>

### 5.2.4. *Vermietung der Projekte*

Der Endinvestor investiert in das Projekt, um nach Fertigstellung Mieteinnahmen zu lukrieren. Damit diese Mieteinnahmen so garantiert werden können, wie sie in der Projektkalkulation auch abgebildet wurden und die gewünschte Rentabilität erzielen, gibt es unterschiedliche Herangehensweisen der Mitwirkenden. Vorab muss man

---

<sup>177</sup> Verordnung des Bundesministers für Finanzen betreffend Festlegung der Ermittlung des Grundstückswertes (Grundstückswertverordnung – GrWV), StF: BGBl. II Nr. 442/2015, § 2 Pauschalwertmodell GrWV

<sup>178</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>179</sup> vgl. Daurer 2019: o.S.

<sup>180</sup> vgl. Soravia/ Derfler/ Daurer/ Plazeriano 2019: o.S.

sicherlich unterscheiden, ob es sich bei den Projekten um **Single Tenant-Objekte** oder um **Multi Tenant-Objekte** handelt.<sup>181</sup> Beispielsweise wird bei einem Hotelprojekt der Pacht- oder Betreibervertrag mit der Hotelkette bereits seitens des Entwicklers fixiert, da dies eines der wesentlichen Kriterien für die Ankaufsentscheidung des Investors ist. Dem gegenüber stehen beispielsweise Wohnprojekte, welche bis zu 300 Wohnungen umfassen können, die allesamt an einzelne Mieter vermietet werden sollen.

Beispielsweise gibt es große österreichische institutionelle Investoren, die über umfassendes Know-how in der Vermietung sowie über personelle Kapazitäten dafür verfügen und die Einheiten im **Objekt selbst vermieten**, vorausgesetzt es handelt sich bei den Mieteinnahmen um marktkonforme und nachhaltige Mieten<sup>182</sup>. Dabei kann der Investor, wenn er es schafft die Einheiten zu einem höheren Mietzins zu vermieten, eine bessere Rentabilität erzielen. Zudem sind die Ankaufskonditionen für den Investor oft günstiger, da er das Risiko der Vermietung selbst trägt.<sup>183</sup>

Der häufigere Fall ist laut den Experten<sup>184</sup> dieser, dass der Projektentwickler die Vermietung übernimmt, abwickelt und gegebenenfalls eine **Vermietungsgarantie** dafür abgibt. Die Garantie kann beispielsweise so aussehen, dass der Entwickler entweder 100 Prozent vermietete Einheiten garantiert, lediglich 80 – 90 Prozent garantiert oder auch lediglich die letzten 10 Prozent der Mieteinnahmen, die am schwierigsten zu erreichen sind, garantiert. Sollte der Entwickler die Vermietung nicht gänzlich schaffen, werden hierfür Regelungen getroffen, welche in einem prozentualen Kaufpreisrückbehalt münden können. Erzielt der Projektentwickler eine bessere Vermietung als vereinbart, kann es zu einer (oft gedeckelten) Kaufpreisbesserung kommen. Die Vermietungsgarantie kann sich außerdem über mehrere Jahre nach Übergabe strecken. Garantien jeglicher Form bieten dem Investor jedenfalls mehr Sicherheit. Der Projektentwickler wiederum hat die Chance einen höheren Gewinn zu erwirtschaften, da er die zur Verfügung gestellten Garantien in einem höheren Kaufpreis berücksichtigen kann. Des Weiteren stellt die Vermietungsgarantie ein Bekenntnis des Projektentwicklers zu den getroffenen Annahmen dar.

---

<sup>181</sup> Single Tenant-Objekt und Multi Tenant-Objekt: „Als Single-Tenant wird eine Gebäudestruktur bezeichnet, bei der eine Immobilie an einen einzigen Mieter oder an einen großen Hauptmieter vermietet ist. Im Gegensatz hierzu werden Immobilien mit vielen Mietern als Multi-Tenant-Immobilien bezeichnet.“ Corpus Sireo 2019: o.S.

<sup>182</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

<sup>183</sup> vgl. Soravia/ Plazeriano/ Daurer/ Rauter 2019: o.S.

<sup>184</sup> vgl. Soravia/ Derfler/ Daurer 2019: o.S.

### 5.2.5. Zahlungsmodalitäten im Forward Funding-Modell

Wie bereits unter Kapitel 4 erläutert, finanziert der Endinvestor das Projektvorhaben im Rahmen von Teilzahlungen je nach Projektfortschritt bzw. entrichtet den Kaufpreis in mehreren Schritten. Die Abfolge der einzelnen Zahlungsströme und deren Aufteilung zwischen Eigentumswechsel und Fertigstellung des Projektes kann unterschiedlich gestaltet sein. Das Gros der interviewten Projektentwickler **lehnt sich** dabei grob **an** den Ratenzahlungsplan nach § 10 des österreichischen Bauträgersvertragsgesetzes (BTVG) an, welches die Ratenzahlungen in sieben Zahlungsströme unterteilt.<sup>185</sup> „Bei der Zahlung nach Ratenplan ist der vereinbarte Preis in Raten zu entrichten, die jeweils erst nach Abschluss der [...] festgelegten Bauabschnitte fällig werden.“<sup>186</sup> Der Ratenzahlungsplan im **BTVG** kennt zwei Modelle:

Ratenplan A Anteil Kaufpreis	Ratenplan B Anteil Kaufpreis	Zahlungstermine
15%	10%	Bei Baubeginn aufgrund einer rechtskräftigen Baugenehmigung
35%	30%	Nach Fertigstellung des Rohbaus und des Dachs
20%	20%	Nach Fertigstellung der Rohinstallationen
12%	12%	Nach Fertigstellung der Fassade und der Fenster einschl. deren Verglasung
12%	17%	Nach Bezugsfertigstellung oder bei vereinbarter vorzeitiger Übergabe des eigentlichen Vertragsgegenstandes
4%	9%	Nach Fertigstellung der Gesamtanlage
Restl. 2 %	Restl. 2 %	Der Rest nach 3 Jahren Gewährleistungszeit oder bereits vorher, wenn Gewährleistung/Schadenersatz versichert

Abb. 14: Zahlungsmodelle nach BTVG<sup>187</sup>

<sup>185</sup> vgl. Derfler/ Rauter/ Daurer/ Plazeriano

<sup>186</sup> Bauträgersvertragsgesetz 1997 Bundesgesetz, mit dem Regelungen über den Erwerb von Rechten an Gebäuden und Wohnungen von Bauträgern getroffen werden (Bauträgersvertragsgesetz – BTVG) StF: BGBl. I Nr. 7/1997 idF BGBl. I Nr. 159/2013. § 10 Abs 1 BTVG.

<sup>187</sup> Vgl. a.a.O: § 10 Abs 1 und 2 Z 1 und 2 BTVG.

Es ist jedenfalls klarzustellen, dass das BTVG im Forward Funding-Modell in der Praxis nicht greift. Zum einen, da es nicht gesetzlich vorgeschrieben ist und zum anderen, weil größere Projektentwicklungen und auch die Generalunternehmer nicht mit sieben Zahlungsströmen auskommen.<sup>188</sup> Die umfangreichen Entwicklungen und Bauvorhaben benötigen mehr Zahlungsströme. Was für die Anlehnung der Zahlungsmodalitäten an das BTVG spricht, ist, dass Fonds Werte nachweisen müssen und das kann leichter nach Baufortschrittmeldungen (wie sie auch im BTVG erfolgen) abgewickelt werden. Die Wertsprünge können leicht ermittelt und definiert werden, was Fonds wiederum für ihre Bilanzierung benötigen.<sup>189</sup> Die Zahlungsflüsse werden über die Treuhandabwicklung gesteuert. Die Freigabe der Zahlungen erteilt das externe Baucontrolling/TÜV, das meist vom Endinvestor vorgegeben wird und das die Fertigstellung des jeweiligen Bauabschnittes kontrolliert. Dies sei vor allem bei institutionellen Investoren unumgänglich.<sup>190</sup>

Auch die Sicherungsmaßnahmen werden im Forward Funding-Modell häufig dem BTVG nachgebildet. Die grundbücherliche Sicherstellung ist aufgrund des Eigentumsüberganges ohnehin gegeben. Neben dieser Sicherungsform und der Absicherung durch den Ratenzahlungsplan mit treuhändischer Abwicklung greifen Entwickler aber auch auf schuldrechtliche Sicherungsmaßnahmen zurück, wonach allfällige Rückforderungsansprüche des Investors beispielsweise aufgrund von Baumängeln durch eine ihm eingeräumte Garantie oder eine geeignete Versicherung abgesichert werden. Die Bankgarantien bei Kreditinstituten oder die Versicherung werden vom Projektentwickler mittels Bonität oder Prämienzahlungen abgedeckt. *Daurer* spricht weiters von insgesamt neun Tranchen, die erste fließt für das Grundstück sowie für die Baugenehmigung, im Zuge der Bauausführung fließen dann weitere acht Tranchen.<sup>191</sup>

Je nach Projektgröße kann der Zahlungsplan aber auch, wie folgt, aussehen:

Bei großvolumigen Projekten orientiert man sich am sogenannten *Milestone-Plan*<sup>192</sup>, der mit den Subunternehmern bzw. dem Generalunternehmer vereinbart worden ist.<sup>193</sup>

**Ziel** hierbei ist, die Zahlungsströme vom Investor an den Projektentwickler mit den

---

<sup>188</sup> vgl. Schütz 2019: o.S.

<sup>189</sup> vgl. Derfler/Plazeriano 2019: o.S.

<sup>190</sup> vgl. Daurer 2019: o.S.

<sup>191</sup> ebd.

<sup>192</sup> Der *Milestone-Plan*, zu Deutsch *Meilensteinplan*, bildet die unterschiedlichen Bauabschnitte ab. Ein Meilenstein ist dann vollendet, wenn dieser vom Baucontrolling geprüft und als fertiggestellt bezeichnet wird.

<sup>193</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

**Zahlungen** vom Projektentwickler an den Generalunternehmer **abzustimmen bzw. deckungsgleich zu gestalten**, um so eine **Zwischenfinanzierung von Lücken zu vermeiden**.<sup>194</sup> Die exakten Zeitpunkte der Zahlungsströme können nicht genau definiert werden, schließlich gibt es immer wieder Verzögerungen während der Bauphase. Die Anlehnung der Zahlungen an den Milestone-Plan, der über viel mehr Stufen und somit Zahlungstermine verfügt, plausibilisiert auch die Nicht-Anwendbarkeit des BTVG mit nur sieben Zahlungsströmen. Der **Zahlungsplan großvolumiger Projekte** sieht, wie folgt, aus:

- Die erste Zahlung fließt beim Kauf der Projektgesellschaft und des Grundstücks. Wie hoch diese erste Zahlung ist, hängt vom Bewertungsgutachten des Investors ab. Institutionelle Investoren sind dazu verpflichtet vor Ankauf ein Gutachten erstellen zu lassen.
- Die weitere Zahlungsweise hängt, wie erwähnt, vom Milestone-Plan ab und kann sich beispielsweise bei Hochhäusern an den Stockwerken orientieren. Nach jedem fertiggestellten Stockwerk erhält der Entwickler wieder eine Zahlung der aushaftenden Summe. Dies kann folglich zu sehr vielen Zahlungsströmen führen, die alle 2 – 4 Wochen fließen, je nach Baufortschritt.
- Die letzte Tranche erhält der Entwickler nach Erfüllung des Vertrages bzw. der mängelfreien Übergabe und der, falls vereinbart, erfüllten Vermietungsquote. Möchte der Projektentwickler seine Kosten, die er bis zur jeweiligen Tranche tatsächlich schon hatte, abdecken, dann ist das Teil des Verhandlungsgeschicks. Beispielsweise kann man bereits einen Teil des kalkulierten Gewinns auf die verschiedenen Tranchen aufteilen.<sup>195</sup> Oft ist es aber auch so, dass der Gewinn erst in der letzten Tranche liegt und der Investor erst nach Übergabe diese „Gewinn-Tranche“ überweist.<sup>196</sup>

In der Praxis gibt es aber auch Fälle, wo die Zahlungen nicht deckungsgleich mit denen des Generalunternehmers sind. Für das Delta, das hier entsteht, muss eine

---

<sup>194</sup> vgl. Plazeriano/ Soravia/ Daurer 2019: o.S.

<sup>195</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>196</sup> vgl. Derfler 2019: o.S.

Zwischenfinanzierung mittels Kontokorrentkredites herangezogen werden. Diese Zwischenfinanzierung bringt teurere Konditionen mit sich und verlangt einen höheren EK-Anteil, da sich die Bank nicht mehr im Grundbuch absichern kann. Trotzdem ist Forward Funding laut dem Experten vor diesem Hintergrund immer noch günstiger für den Entwickler, als würde er sämtliche Baukosten selbst finanzieren.<sup>197</sup>

---

<sup>197</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

### 5.3. Chancen von Forward Funding für Immobilien-Projektentwickler

Das Forward Funding-Modell bietet, das darf man hier bereits verraten, mehr Chancen als Risiken für Projektentwickler. Die folgenden Ausführungen erläutern beides.

#### 5.3.1. Auswirkungen auf Eigenkapital und Unternehmenswachstum

Laut Aussage der Experten kann eine Abwicklung des Projektverkaufs mittels Forward Funding das Eigenkapital des Entwicklers schonen, weil das EK sehr früh wieder frei ist. Der Gesamt-Eigenkapitalbedarf in der Projektentwicklung ist dadurch geringer. Zudem ist es möglich eine Projekt-Pipeline aufzubauen, da der Entwickler durch die breitere Eigenkapitalbasis bzw. durch das **EK das wieder frei ist, schneller in weitere Projekte investieren** und diese umsetzen kann.<sup>198</sup> Die Förderung eines schnelleren Wachstums und der Aufbau einer Projektpipeline hänge aber auch von den personellen Kapazitäten, die ein Unternehmen zu Verfügung hat, und von der momentanen Marktsituation ab. Die Akquise von neuen Projekten im aktuell hart umkämpften Markt ist schwerer geworden.<sup>199</sup> Derfler ist zudem der Meinung, dass vor allem mit weniger Eigenkapital schneller in weitere Projekte investiert werden kann, da der EK-Anteil pro Projekt kleiner gehalten werden kann, als ohne Forward Funding.<sup>200</sup>

Hier kommt laut Rauter noch dazu, dass im Vergleich zu den Einzelabverkaufs-Projekten beim Forward Funding viel **weniger Arbeitsaufwand** (zum Beispiel die Unterfertigung und Gestaltung von 50 Kaufverträgen statt eines Kaufvertrages bzw. die Berücksichtigung der Sonderwünsche seitens der Erwerber), sei es personeller oder finanzieller Natur anfällt und die Gefahr, auf den Erlös der letzten Wohnungen lange warten zu müssen, nicht besteht.<sup>201</sup> Für Projektentwickler mit kleinerer Mannschaft ist dies ein wesentlicher Vorteil.

---

<sup>198</sup> vgl. Soravia/ Plazeriano/ Daurer 2019: o.S.

<sup>199</sup> vgl. Soravia/ Rauter 2019: o.S.

<sup>200</sup> vgl. Derfler 2019: o.S.

<sup>201</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

### 5.3.2. Mehrwert von Forward Funding für die Projektfinanzierung

Ein wesentlicher Punkt, der das **Wachstum des Unternehmens** fördert, ist laut *Soravia*, dass durch Forward Funding und den frühen Verkauf der Objekte auch die **Kreditlinienfreiheit** bei den Banken wieder gegeben ist, da die meisten Banken nur ein Limit haben, das sie pro Unternehmen als Finanzierungssumme ausgeben dürfen bzw. sind sie hier durch die eigene Eigenkapitalquote beschränkt. Wird die Finanzierung durch Forward Funding verfrüht zurückbezahlt, steigt das Obligo-Limit des Entwicklers bei der Bank wieder an und der Entwickler hat wieder mehr Fremdkapitalmittel für weitere Projekte zur Verfügung. Das gleiche gilt für Mezzanine-Kapitalgeber und auch für das interne Eigenkapital, das für weitere Projekte frei ist.<sup>202</sup>

Hinsichtlich des Mehrwertes für die Finanzierung des Projektes meint die Expertin, dass dies auch vom **Timing der Zahlungsflüsse** abhängt. Wie bereits erwähnt, sollten die Zahlungszuflüsse des Investors mit den Zahlungsflüssen an den Generalunternehmer sehr gut abgestimmt sein, um keine Zwischenfinanzierung tätigen zu müssen. Die Ersparnis für den Projektentwickler liegt in den nicht anfallenden Zinsen und Bereitstellungsgebühren, welche bei kurzfristigen Krediten in der Regel etwas teurer sind. Des Weiteren sollte man eine Zwischenfinanzierung vermeiden, da sich die Bank keine Hypothek mehr im Grundbuch eintragen kann. Das Grundstück gehört zu diesem Zeitpunkt bereits dem Investor. Die Zinsen wären durch die fehlende Eintragung ebenfalls höher als bei einer besicherten Finanzierung. Zusätzlich muss man einen höheren EK-Anteil bereitstellen. *Plazeriano* hingegen sieht keine erheblichen Mehrkosten in der Inanspruchnahme von Zwischenfinanzierungen mittels Kontokorrentkredit. Diese seien, im Gegenteil, hilfreich zur Schließung der Finanzierungslücken und zur **Vermeidung von Zahlungsrückständen gegenüber dem GU**. *Soravia* betont, dass es vom jeweiligen Verhandlungsgeschick abhängt, ob man sich diese Kosten wirklich erspart. Investoren berücksichtigen diese Ersparnis gegebenenfalls im Kaufpreis und könnten einen entsprechenden Anteil abziehen. Diese Fälle treten in der Praxis aber nur sehr selten auf und stehen nicht im Fokus der Investoren. Die weitere **Ersparnis hängt** sicherlich auch **von der allgemeinen Finanzierungsstruktur ab**. Greift der Projektentwickler beispielsweise in der Regel auf teureres Mezzanine-Kapital zurück, kann er im Forward Funding-Modell auf dieses Finanzierungsinstrument

---

<sup>202</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.



während der Bauphase verzichten, was wiederum Kosten spart.<sup>203</sup>

Auch *Derfler* und *Daurer* sehen den Mehrwert von Forward Funding im Ausbleiben der Zwischenfinanzierung und der Ersparnis dadurch.<sup>204</sup>

Ein weiterer Mehrwert von Forward Funding ist die **Steigerung der Reputation** eines Projektentwicklers, welche sich in Form von gewonnenem Vertrauen des Investors manifestiert. Nur wenn ein Investor Vertrauen in das Können und die Umsetzungskraft eines Projektentwicklers hat, wird er in das Projekt frühzeitig investieren. Dies ist wiederum ein weiterer Meilenstein für die Referenzliste des Projektentwicklers (Track Record).<sup>205</sup>

Ein weiterer Vorteil erfolgreich umgesetzter Forward Funding-Modelle ist der **Aufbau einer Partnerschaft zum Investor**. Neue Projekte können so schneller und besser für den Partnerinvestor reproduziert werden. Mit der Erfahrung aus den umgesetzten Projekten, kann das zu einem attraktiven, kosten- und zeitschonenden Teil der Unternehmensstrategie werden.<sup>206</sup>

### 5.3.3. Auswirkungen auf den Developer-Gewinn

Wie bereits weiter oben erwähnt, hängt die Ersparnis stark von der gewählten Finanzierungsstruktur ab. Was die Rendite für den Projektentwickler betrifft, sieht *Soravia* keinen wesentlichen Unterschied zu einem Forward Purchase Deal. Viel mehr wird die Rendite von der Projektidee selbst, von der Lage und dem Mieterbesatz bestimmt.<sup>207</sup> *Derfler* stellt weiters keine Gewinnoptimierung durch Forward Funding in den Vordergrund, sondern:

„Im Forward Funding würde ich den Vorteil weniger in der Gewinnoptimierung sehen, sondern in der **Kostenminimierung**, vor allem auf der Finanzierungsseite. Man spart sich die dritte Seite, das ist eigentlich der größte Vorteil.“<sup>208</sup>

*Plazeriano* zieht hinsichtlich der Gewinnsituation einen **Vergleich mit dem Einzel-Abverkaufsmodell**. Demgemäß würde zum Beispiel ein Wohnprojekt, das sämtliche Einheiten einzeln an Wohnungserwerber verkauft, lukrativer sein als das gleiche

---

<sup>203</sup> vgl. Plazeriano/ Soravia 2019: o.S.

<sup>204</sup> vgl. Daurer/ Derfler 2019: o.S.

<sup>205</sup> vgl. Derfler 2019: o.S.

<sup>206</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

<sup>207</sup> vgl. Soravia 2019: o.S.

<sup>208</sup> Derfler 2019: o.S.

Projekt, das mittels Forward Funding verkauft wird. Dies setzt allerdings voraus, dass ein höherer Quadratmeterpreis erzielt werden kann und alle Wohnungen (100 Prozent der Einheiten) veräußert werden, da der Entwickler erst mit den letzten verkauften Einheiten seinen Gewinn erwirtschaftet. Die letzten Einheiten sind aber auch die am schwierigsten verwertbaren. Beim Forward Funding-Modell fällt jedoch genau dieses Verwertungsrisiko zur Gänze weg<sup>209</sup>. *Rauter* hält fest, dass sich in der aktuellen Marktsituation die Verkaufspreise und somit die Gewinnspanne bei beiden Modellen die Waage halten. Meistens sei es aber so, dass man beim Forward Funding-Modell einen Schritt auf den Investor zugeht.<sup>210</sup>

Nach *Daurer* ist im Forward Funding-Modell mit einem **Kaufpreisabschlag** zu rechnen, da der Investor keine Verzinsung für sein bereitgestelltes Geld bekommt. Oftmals ist dieser Abschlag aber viel geringer als die potenziellen Finanzierungskosten, würde man über eine Forward Purchase-Transaktion abwickeln. Die Kaufpreisabschläge seitens des Investors schlagen sich mit 10 – 15 Basispunkten in der Rendite für den Entwickler nieder. Rechnet man dies um, bedeutet das einen Abschlag in der Höhe von ca. 1 – 3 Prozent vom Kaufpreis. Was wiederum einen sehr großen Teil des Gewinns des Entwicklers ausmachen kann. Die Finanzierungskosten machen jedoch deutlich mehr aus. Unter diesen Umständen sieht er im Forward Funding-Modell einen höheren Gewinn für den Entwickler, weil der allfällige Kaufpreisabschlag sich nicht in diesem Ausmaß bewegt wie die Summe der Finanzierungskosten, die er sich erspart.<sup>211</sup>

**Man kann hier also zusammenfassen, dass Forward Funding nicht wesentlich gewinnbringender ist als andere Transaktionsformen, allerdings bei sehr guter finanzieller Strukturierung und Übereinstimmung der Zahlungsströme durchaus ein etwas höherer Gewinn erzielt werden könnte.**

Zudem werden beachtliche Risiken vermieden bzw. vorzeitig ausgeschaltet (siehe sogleich Kapitel 5.3.4.).

---

<sup>209</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>210</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

<sup>211</sup> vgl. Daurer 2019: o.S.

### 5.3.4. Auswirkungen auf die Risikostruktur

Die **wesentliche Erfolgskomponente des Forward Fundings** sehen alle Experten in der frühen Verwertung des Objektes, wodurch das Verwertungsrisiko wegfällt.<sup>212</sup> Zusätzlich ergibt sich neben dem wegfallenden Verwertungsrisiko auch ein geringeres Finanzierungsrisiko, wenn die Zahlungsströme passend strukturiert sind.<sup>213</sup>

„Beim Forward Funding nehme ich einige Risikokomponenten raus. Ich würde das nach dem Motto 'lieber Spatz in der Hand, als Taube auf dem Dach' bezeichnen, weil ich eine kleinere Gewinnkomponente habe, aber ich gewissen Risiken nicht ausgesetzt bin.“<sup>214</sup>

Die nachfolgende Tabelle lehnt sich an Abbildung 6 dieser Arbeit an und zeigt die allgemeinen Risiken im Projektentwicklungsprozess und in weiterer Folge die **Einschränkung der Risiken durch Forward Funding**:

Phase	Risiko
<b>Projektinitierung:</b> Projektidee, Grobes Nutzungskonzept und Standortanalyse, Einfache Projektkalkulation	▪ Planungsrisiko
	▪ Prognoserisiko
	▪ Bewertungsrisiko
<b>Projektkonzeption:</b> Machbarkeitsstudie, Objektsicherung, evtl. Widmungsansuchen	▪ Boden- und Baugrundrisiko
	▪ Planungsrisiko
<b>Projektkonretisierung:</b> Realisierungsentscheidung, Vertragsabschluss mit PE-Partnern, Finanzierung, Genehmigungsplanung, Baubewilligung	▪ Finanzierungsrisiko
	▪ Zinsänderungsrisiko
<b>Projektmanagement:</b> Baudurchführung, Controlling und Management Kosten, Termine, Qualitäten	▪ Zeitrisko
	▪ Bau- und Entwicklungsrisiko
	▪ Kosten, Qualitäten, Termine
	▪ Vermietungsrisiko
	▪ Verwertungsrisiko
	▪ Ertragsausfallsrisiko

Abb. 15: Einschränkung der Risiken durch Forward Funding

Wie die Praxis zeigt, geht es beim Forward Funding weniger um die Gewinnoptimierung, sondern vielmehr um die Einschränkung der vielen Risiken in der

<sup>212</sup> vgl. Derfler 2019: o.s.

<sup>213</sup> vgl. Plazeriano 2019: o.S.

<sup>214</sup> ebd.

Projektentwicklung. Das **Finanzierungsrisiko** lässt sich aufgrund der frühen Kaufpreiszahlungen erheblich verringern. Im gleichen Atemzug verringert sich auch das **Zinsänderungsrisiko**, da keine Zinsen mehr anfallen. Das **Vermietungsrisiko** ist dann geringer, wenn sich der Investor einbringt. Das **Verwertungs- und Ertragsausfallrisiko** ist vor allem im Vergleich zu den Einzelabverkaufs-Projekten nicht mehr gegeben. Der Deal ist sozusagen „closed“.

#### *5.4. Risiken von Forward Funding für Immobilien-Projektentwickler*

Im Forward Funding-Modell ist darauf zu achten, wann der Risikoübergang stattfindet. Es stellt sich die Frage, ob beim Eigentumsübergang bereits der **Generalunternehmervertrag abgeschlossen und die Baukosten vertraglich abgesichert** sind.

Auf die Frage, welche Marktgegebenheiten Forward Funding besonders attraktiv machen, meinten die Befragten, dass es für Investoren dann interessant ist, wenn diese einen hohen Veranlagungsdruck haben und die Konkurrenz groß ist.<sup>215</sup> *Derfler* spricht hier auch von einem „Verkäufermarkt“ und verweist auf die Zyklusfrage, wonach in der Expansionsphase (Upcycle) die Nachfrage seitens der Investoren sehr groß ist und es zu „Warenengpässen“ kommen kann.

Der Veranlagungsdruck trifft stärker auf institutionelle Investoren zu, als auf private Vermögende. Damit **Forward Funding-Projekte nachgefragt werden, muss das richtige Timing im Marktzyklus** getroffen werden. Dies könnte bei einer Zykluswende ein erhebliches Risiko darstellen bzw. die Nachfrage nach Forward Funding-Projekten stark einschränken.

*Daurer* und *Rauter* sehen die momentane Marktsituation aufgrund des hohen Veranlagungsdrucks, des niedrigen Zinsniveaus und des Mangels an ähnlich guten Veranlagungsmöglichkeiten ebenfalls als begünstigend für Forward Funding, schließlich wurden vor 10 bis 15 Jahren Forward-Funding-Transaktionen kaum abgewickelt.<sup>216</sup> Für die Projektdauer von zwei bis vier Jahren sieht *Daurer* hinsichtlich der Zinsentwicklung keine Gefahr und alles darüber hinaus sei „Glaskugelleserei“.<sup>217</sup>

---

<sup>215</sup> vgl. Soravia/ Plazeriano: o.S.

<sup>216</sup> vgl. *Daurer/ Rauter* 2019: o.S.

<sup>217</sup> vgl. *Daurer* 2019: o.S.

### 5.5. Ausblick

Die Experten gehen von keiner gravierenden Zinswende aus, weil aufgrund der Gesamtverschuldung in Europa gewisse Länder noch keinen Zinsanstieg verkraften. Was den Experten allerdings Sorgen bereitet, ist die Entwicklung der Baukosten. Vorsicht ist auch bei extremen Wachstumstendenzen geboten, *Rauter* sieht aktuell Ähnlichkeiten zum überhitzten Aktienmarkt im Jahr 2008.<sup>218</sup>

---

<sup>218</sup> vgl. Rauter 2019: o.S.

## 6. Schlussfolgerungen

Ziel der Arbeit war es, einen Einblick in die Finanzierungsstruktur heimischer Projektentwickler zu geben, die genaue Funktionsweise und den Ablauf von Forward Funding zu erklären, die Chancen und Risiken des Forward Fundings für Immobilienprojektentwickler in Theorie und Praxis in Österreich darzustellen und zu hinterfragen, ob sich Forward Funding als adäquater Finanzierungs- und Eigenkapitalersatz einsetzen lässt.

Am österreichischen Projektentwicklungs-Markt kommen verschiedenste Finanzierungsvarianten in unterschiedlichem Ausmaß zum Einsatz. Die Erzielung eines möglichst hohen Fremdkapitalanteils steht dabei an oberster Stelle, weil dieses bankenseitige Fremdkapital aufgrund der niedrigen Zinsen am günstigsten ist. Dieses macht im Durchschnitt je nach Projekt ca. 85 Prozent des Finanzierungsvolumens aus. Ausnahmen bestätigen die Regel und so gibt es auch Projekte, die unter Umständen mit 100 Prozent Fremdkapital finanziert werden. Festzuhalten ist, dass es wesentliche Komponenten gibt, die eine bankenseitige Finanzierung erleichtern. Im Idealfall liegt das gewidmete Grundstück bereits samt aufrechter Baugenehmigung vor, der Vertrag mit einem potenten Generalunternehmer ist abgeschlossen, die Baukosten sind fixiert, eine hohe Vermietungsquote ist in Reichweite und der Investor, der das Projekt übernehmen wird, steht fest.

Neben dem Fremdkapital müssen Projektentwickler zu weiteren Finanzierungsbausteinen greifen, welche sich grob in das interne EK, Eigenkapitalsubstitute und anderen Varianten unterteilen. All diese weiteren Finanzierungsbausteine machen in der Praxis ca. 15 – 20 Prozent vom gesamten Finanzierungsvolumen aus (siehe Kapitel 5.1.). Je nach Projektqualität und Risiko fällt der interne EK-Anteil des Entwicklers höher oder geringer aus. Die am häufigsten verwendeten Finanzierungsvehikel in Österreich sind: Mezzanine-Kapital (von privaten und institutionellen Kapitalgebern), Projektanleihen, externes Eigenkapital von privaten Investoren(-clubs) und Beteiligungen und „echtes“ internes Eigenkapital des Entwicklers. Joint Ventures erleichtern zudem die Erreichung der geforderten EK-Quote.

Der Fokus der vorliegenden Arbeit lag am Forward Funding-Modell. Hier konnten Erkenntnisse zum Ablauf, zur Funktionsweise und zu den Gründen warum dieses Modell zurzeit so beliebt ist, gewonnen werden. Betreffend den Ablauf lässt sich

zusammenfassen, dass Investoren das Projekt bei einer Forward Funding-Transaktion zu durchwegs unterschiedlichen Zeitpunkten im Projektentwicklungs-Prozess übernehmen. In der Praxis zeigt sich die Tendenz, erst nach Erlangung der Baugenehmigung einen Eigentumsübergang durchzuführen, da erst zu diesem Zeitpunkt alle für die Vertragsgestaltung wesentlichen Details feststehen. Aufgrund des hohen Investitionsdrucks auf Seiten der Investoren sind diese aber auch dazu bereit, bereits früher in ein Projekt mittels Kaufs der Liegenschaft (Asset Deal) oder der Projektgesellschaft (Share Deal) einzusteigen. Für Projektentwickler gilt, gleichgültig zu welchem Zeitpunkt der Investor einsteigt, einen reibungslosen Risikoübergang zu gewährleisten. Das heißt, dass er nach Übertragung des Projektes in eine Dienstleistungsrolle einsteigt und im Rahmen dieser einerseits den Totalunternehmer-Vertrag mit dem Investor passend abschließen, andererseits den GU-Vertrag mit dem GU fixieren muss. Passend heißt in diesem Zusammenhang, dass vor allem die Kaufpreiszahlungen vom Investor mit den Zahlungsflüssen des Entwicklers an den GU übereinstimmen sollten, um so Finanzierungslücken während der Bauphase zu verhindern und Kosten zu sparen. Zudem sehen viele Projektentwickler die Fixierung der Baukosten mit dem GU im momentanen Markt als Grundvoraussetzung für einen Forward Deal.

Spannend sind die Ergebnisse hinsichtlich der unterschiedlichen Zahlungsmodelle. Im Verlauf der Arbeit wurde die These aufgestellt, dass sich Projektentwickler gerne am Ratenzahlungsplan des BTVG orientieren. Diese These konnte nur zum Teil bestätigt werden. Vor allem bei großvolumigen Projektentwicklungen gibt es wesentlich mehr Ratenzahlungen, welche sich am Meilensteinplan diverser Generalunternehmer orientieren. Oberste Priorität ist hier jedenfalls, deckungsgleiche Zahlungsflüsse zu erzielen.

Welche Auswirkungen Forward Funding auf die Realisierung von Projekten hat, lässt sich am besten mit den herausgearbeiteten Ergebnissen betreffend den Mehrwert für die Finanzierung sowie den Chancen des Forward Funding-Modells für Projektentwickler darstellen. Die Ergebnisse werden folglich unter den **10 Aspekten des Forward Fundings** zusammengefasst:

- 1) **Kurze Eigenkapitalbindung:** Forward Funding kann das Eigenkapital eines Entwicklers schonen bzw. den EK-Anteil kleiner halten, da der Entwickler das investierte EK früher zurückbekommt.
- 2) **Schnelleres Unternehmenswachstum:** Da das EK früher wieder zur Verfügung steht, kann schneller in weitere Projekte investiert werden. Der Aufbau einer Projekt-Pipeline ist möglich, ein schnelleres Unternehmenswachstum kann die Folge sein.
- 3) **Höheres Obligo-Limit:** Auch das Obligo-Limit des Entwicklers bei den Banken kann nach oben verschoben werden, da durch das Forward Funding geringere Finanzierungssummen nötig sind.
- 4) **Zeit- und kostenschonende Abwicklung:** Der Endinvestor ist professionell und der einzige Vertragspartner. Das erleichtert die Abwicklung und bedeutet weniger Arbeitsaufwand, was für Projektentwickler mit kleinerer Mannschaft bedeutend sein kann.
- 5) **Steigerung der Reputation:** Durch das entgegengebrachte Vertrauen des Investors kann der Entwickler seine Reputation steigern.
- 6) **Reproduzierbarkeit:** Durch den Aufbau einer Partnerschaft zu einem Investor ist es leichter, Folgeprojekte für den Partner maßzuschneidern.
- 7) **Kostenminimierung vs. Gewinnoptimierung:** Forward Funding ist nicht wesentlich gewinnbringender als andere Transaktionsformen, allerdings können durch geschicktes Timing und Abstimmung der Zahlungsflüsse beachtliche Finanzierungskosten gespart werden, was wiederum einen etwas höheren Gewinn erwarten lässt. Generell hängt dies auch stark von der Finanzierungsstruktur des Projektes ab. Erspart man sich beispielsweise teureres Mezzanine-Kapital hat das mehr Auswirkungen auf die Gewinnkomponente, als eine klassische Finanzierungsstruktur.
- 8) **Druck seitens der Investoren:** Etwaige Kaufpreisabschläge seitens der Investoren im Forward Funding-Modell halten sich mit der Kostenersparnis des Modells die Waage und haben kaum Einfluss auf den Gewinn.
- 9) **Einschränkung der Risiken:** Ein beachtlicher Vorteil des Forward Funding-Modells ist die Einschränkung bzw. Eliminierung von Risikokomponenten hinsichtlich der Finanzierung, der Verwertung und des potenziellen Ertragsausfalls. Wichtig ist es zudem, die Baukosten vor Verkauf zu fixieren, um das



Baukostenrisiko auszuschließen. Ist das nicht der Fall, drohen aufgrund der aktuell rasanten Baukosten-Entwicklung erhebliche Mehrkosten.

- 10) **Zyklusfrage:** Forward Deals im Allgemeinen und Forward Funding-Projekte im Speziellen werden vor allem in Upcycle-Phasen nachgefragt, in denen Investoren über viel Geld verfügen, der Investitionsdruck hoch ist und das Projektangebot sehr knapp ist. Dreht der Markt, muss die jeweilige Unternehmensstrategie auf die Marktverhältnisse angepasst werden.

## Literaturverzeichnis

**Alda, Willi/ Hirschner, Joachim (2014):** Projektentwicklung in der Immobilienwirtschaft. Grundlagen für die Praxis. 5. Aufl., Springer, Wiesbaden.

**Bauordnung für Wien 1930:** Vereinfachtes Baubewilligungsverfahren, Fassung vom 01.06.2015. Landesgesetz BO für Wien, LGBl. Nr. 11/1930

**BF.direkt Quartalsbarometer (2017):** Trends bei alternativen Immobilien-Finanzierungsinstrumenten. Quartalsbericht Q4|2017. Online unter: [https://www.bf-direkt.de/fileadmin/fe\\_files/2017/BF.QB\\_Q4\\_2017\\_EXTERN.PDF](https://www.bf-direkt.de/fileadmin/fe_files/2017/BF.QB_Q4_2017_EXTERN.PDF) (abgerufen am 24.02.2019)

**Bienert, Sven (2005):** Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft. Dynamische Veränderungen der Rahmenbedingungen und Auswirkungen von Basel II. Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden.

**Bone-Winkel, Stepahn/ Isenhöfer, Björn/ Hofmann, Philip (2008):** Projektentwicklung. In: Schulte, Karl-Werner [Hrsg.] (2008): Immobilienökonomie. Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 4. aktual. Aufl. Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München.

**Brauer, Kerry-U. (2006):** Grundlagen der Immobilienwirtschaft : Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement – Projektentwicklung. Gabler, Wiesbaden.

**Brueggeman, William (2011):** Real estate finance and investments. McGraw Hill, Boston.

**Bulwiengesa (2017):** Projektentwicklerstudie 2017. Online unter: <https://www.bulwiengesa.de/de/publikationen/studien/projektentwicklerstudie-2017> (aufgerufen am 28.02.2019).

**Corpus Sireo (2019):** Glossar. Single-Tenant. Online unter: <https://www.corpus-sireo.com/de-de/glossar/single-tenant> (aufgerufen am 30.03.2019)

**Diederichs, Claus Jürgen (1996):** Grundkonzeption der Projektentwicklung. In: Schlute, Karl-Werner [Hrsg.]: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. Verlag Müller (Immobilien Wissen), Köln.

**Eichler, Andreas (2016):** Forward Funding vs. Forward Purchase. In: Pulse – Journal of Luther Real Estate Investments. Online unter: <https://www.linkedin.com/pulse/forward-funding-vs-purchase-dr-andreas-eichler>

**Fedele, Francesco/ Brand, Michael (2006):** Real Estate Private Equity für mittelständische Privatisierungs- und Bauträgermaßnahmen. In: Rottke, Nico/ Rebitzer, Dieter [Hrsg.]: Real Estate Private Equity. Verlagsgesellschaft Rudolf Müller, Köln.

**Fischer, Carsten, Bischoff, Thorsten (2008):** Bau-Projektmanagement. In: Schulte, Karl-Werner [Hrsg.]: Immobilienökonomie. Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 4. aktual. Aufl. Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München. S. 303 – 342.

**Fischer, Peter (2015):** Abschluss der Transaktion. In: Teufelsdorfer, Herwig [Hrsg.]: Handbuch Immobilientransaktionen. Linde Verlag, Wien.

**Fross, Axel/ Paul, Mathias (2003):** Neue Instrumente der Projektfinanzierung. In: Gondring, Hanspeter [Hrsg.]: Real Estate Investment Banking. Neue Finanzierungsformen bei Immobilieninvestitionen. 1. Aufl., Wiesbaden : Gabler.

**Gewerbeordnung 1994:** Bundesrecht konsolidiert: Gesamte Rechtsvorschrift für Gewerbeordnung 1994, Fassung vom 10.03.2019. Gewerbeordnung 1994 – GewO 1994 StF: BGBl. Nr. 194/1994 (WV).

**Gondring, Hanspeter (2001):** Handbuch Immobilienwirtschaft. Gabler, Wiesbaden.

**Gondring, Hanspeter (2003):** Real Estate Investment Banking. Neue Finanzierungsformen bei Immobilieninvestitionen. Gabler, Wiesbaden.

**Graaskamp, J. A. (1991):** Fundamentals of real estate development. In: Jarchow, S. P. [Hrsg.]: Graaskamp on real estate. Washington D.C., S. 228 – 265.

**Grunderwerbsteuergesetz 1987:** Bundesgesetz vom 2. Juli 1987 betreffend die Erhebung einer Grunderwerbsteuer (Grunderwerbsteuergesetz 1987 - GrEStG 1987), BGBl. Nr. 309/1987 idF BGBl. I Nr. 163/2015.

**IFI - Institut für Immobilienwirtschaft (2017):** IMMOFakten. Immobilienmarkt: Die wichtigsten Daten, Fakten und Infos auf einen Blick. Nr. I/ 2017

**Koser, Stefan (2016):** Immobiliendialog. Finanzierung von Immobilienprojekten. Online unter: <https://www.m-r-n.com/neuigkeiten/2016/161129-Immobilienetzwerk/161129-Immobilienetzwerk-RA-Stefan-Koser.pdf> (23.03.2019).

**Latham & Watkins (2011):** The Book of Jargon. The Latham & Watkins Glossary of Corporate and Bank Finance Slang and Terminology. First Edition.

**Lucius, Dominik (2008):** Mezzanine Money: Finanzierung durch eigen- und fremdkapitalähnliche Mittel. In: Schulte, Karl-Werner [Hrsg.]: Immobilienökonomie. Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 4. aktual. Aufl. Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München. S. 587 - 590

**MANZ Verlag (2008):** InvestGlossar. Unternehmensfinanzierungen, Euro-Kapitalmarkt-Instrumente, Ratings und Basel II. 1588 Begriffe aus der Finanzwelt. 4. Aufl., MANZ'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung. Wien.

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

**Pitschke, Christoph/ Kreuter, M (2003):** Mezzanine-Finanzierungen – Win-Win-Situatiuon für Developer und Banken. In: Immobilien Manager, Nr. 7 und 6/2003, S. 12-14

**Proust, Cécile/ Girardot, Clément-Henri (2018):** The forward purchase contract vs. the forward funding contract in Spain. Online unter: <https://www.mariscal-abogados.com/the-forward-purchase-contract-vs-the-forward-funding-contract-in-spain/> (26.02.2018)

**Querette, Ursula/ Becker, Hubert (2014):** Wie geht „gerechte Risikoverteilung“? – Immobilien-Projektanleihen behaupten sich gut im Markt. Online unter: <https://www.anleihen-finder.de/wie-geht-gerechte-risikoverteilung-immobilien-projektanleihen-behaupten-sich-gut-im-markt-kolumne-von-ursula-querette-und-hubert-becker-instinctif-partners-00019770.html> (23.03.2019).

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

**Rösch, Florian (2016):** Forward Deals – Das sollten Sie wissen. Online unter: <https://www.immobilienmanager.de/forward-deals-das-sollten-sie-wissen/150/41384/> (03.02.2019).

**Schäfer, Jürgen (2011):** Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung. Beck. München.

**Schulte, Karl-Werner (2002):** Handbuch Immobilien-Banking. Von der traditionellen Immobilienfinanzierung zum Immobilieninvestmentbanking. Verlagsgesellschaft Rudolf Müller, Köln.

**Schulte, Karl-Werner/ Bone-Winkel, Stephan (2008):** Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht. In: Schulte, Karl-Werner/ Bone-Winkel, Stephan [Hrsg.]: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 3. Aufl. Verlagsgesellschaft Rudolf Müller, Köln.

**Schütz, Marco (2017):** Real Estate Finance. Skriptum MSc Immobilienmanagement und Bewertung, Technische Universität Wien.

**Schütz, Marco (2019):** Telefonat vom 02.04.2019.

**Schützle, Jörg (2009):** Projektentwicklungen mit Eigenkapitalsubstituten – eine Perspektive im Schweizer Markt? Masterthesis CUREM Zürich.

**Sebastian, Steffen (2017):** Keine Angst vor der Zinswende. In: bf.direkt 2017: Quartalsbericht 02|2017. Bulwiengesa AG und bf.direkt 2017.

**Sorenson, R. C. (1990):** Why real estate projects fail. In: The Journal of Commercial Bank Lending. 4. Ausgabe, April. S. 4 – 11.

**Spitzkopf, Horst Alexander (2002):** Finanzierung von Immobilienprojekten. In: Schulte, Karl-Werner/ Bone-Winkel, Stephan [Hrsg.]: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung. 2. Aufl., Verlagsgesellschaft Rudolf Müller, Köln.

**Taylor Wessing (2017):** Forward Funding: borrowers, developers and financiers. Online unter: <https://united-kingdom.taylorwessing.com/en/insights/finance-update/forward-funding-borrowers-developers-and-financiers> (aufgerufen am 20.03.2018).

**Teufelsdorfer, Herwig (2015):** Identifikation geeigneter Immobilien. In: Teufelsdorfer Herwig [Hrsg.]: Handbuch Immobilientransaktionen. 2. aktual. Aufl. Linde-Verlag, Wien.

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

**Weber, Stefan (2013):** Florian Weber über Projektanleihen: “Man kauft nicht das Gesamtpaket”. Interview online unter: <https://www.schnigge.de/ru/unternehmen/presse-spiegel/artikel/news/531/schnigge-vorstand-florian-weber-ueber-projektanleihen-man-kauft-nicht-das-gesamtpaket.html> (23.03.2019)

**Welt der BWL (2019):** Leverage-Effekt. Online unter: <https://welt-der-bwl.de/Leverage-Effekt> (22.02.2019)

### **Interviewpartner**

- 6B47 Real Estate Investors AG, Mag. (FH) Elke Plazeriano, Leiterin Projektfinanzierung
- GBI Projektentwicklung Ges.m.b.H., Mag. Karl-Heinz Daurer, Geschäftsführer und Head of Real Estate Development Austria
- HerzTraum Immobilientreuhand GmbH, Hermann Rauter, Geschäftsführender Gesellschafter
- SORAVIA Investment Holding AG, Mag. Jasmin Soravia, LL.M., COO Projektentwicklung Österreich und Deutschland sowie Geschäftsführerin der SoReal GmbH
- VI-ENGINEERS BAUTRÄGER GMBH & CO KG (Vienna International Engineers), Dr. Karl Derfler, Gesellschafter

## **Anhang**

### **Interviewcharakteristika**

Die Interviews erfolgten anhand eines teilstrukturierten Leitfadens, sodass genügend Spielraum für die Beantwortung der Fragen blieb, diese dennoch in einer strukturierten Form ablaufen konnten. Die Entscheidung, ob die Interviews anonymisiert erfolgen oder ob die Interviewpartner genannt werden, wurde den Interviewpartnern überlassen. Sämtliche Interviewpartner haben der Veröffentlichung zugestimmt. Die Interviews wurden persönlich als auch telefonisch durchgeführt und im Anschluss transkribiert. Fünf Interviews wurden für die tiefgehende Beantwortung der Forschungsfragen herangezogen. Die Teilnahmevoraussetzungen, die die Interviewpartner bzw. deren Unternehmen erfüllen mussten, sind folgende:

- Österreichischer Projektentwickler
- Investitionsvolumen über 30 Mio. pro Jahr in Österreich
- Erfahrung in Entwicklung von Projekten für einen Endabnehmer/Investor
- Bereits durchgeführte Forward Funding-Deals

Interviewpartner:

- 6B47 Real Estate Investors AG, Mag. (FH) Elke Plazeriano, Leiterin Projektfinanzierung
- GBI Projektentwicklung Ges.m.b.H., Mag. Karl-Heinz Daurer, Geschäftsführer und Head of Real Estate Development Austria
- HerzTraum Immobilientreuhand GmbH, Hermann Rauter, Geschäftsführender Gesellschafter
- SORAVIA Investment Holding AG, Mag. Jasmin Soravia, LL.M., COO Projektentwicklung Österreich und Deutschland sowie Geschäftsführerin der SoReal GmbH
- VI-ENGINEERS BAUTRÄGER GMBH & CO KG (Vienna International Engineers), Dr. Karl Derfler, Gesellschafter

## INTERVIEWLEITFADEN

für die Master-These an der TU Wien für das Studium MSc Immobilienmanagement und Bewertung zum Thema

### „ALTERNATIVE FINANZIERUNG VON IMMOBILIEN-PROJEKTENTWICKLUNGEN DURCH FORWARD FUNDING“

Interviewerin: Nadja Hafez, BA

#### 1. ALLGEMEIN

##### 1.1. Beschreibung des Forschungsgegenstandes

Die gegenständliche Master-These beschäftigt sich mit alternativen Finanzierungsinstrumenten für Immobilien-Projektentwicklungen (kurz „IPE“), gibt einen Überblick über den momentanen Markt und die Situation im Finanzierungsgeschäft und beleuchtet insbesondere das Forward Funding als alternatives Instrument in der Finanzierung von IPE. Ziel der Arbeit ist es, die genaue Funktionsweise von Forward Funding zu erklären, die Chancen und Risiken des Forward Fundings für Immobilienprojektentwickler in Theorie und Praxis in Österreich darzustellen und zu hinterfragen, ob sich Forward Funding als Finanzierungs- und adäquater Eigenkapitalersatz einsetzen lässt.

##### 1.2. Daten zu Ihrer Person und Ihrem Unternehmen:

Name des Interviewpartners:.....

Firmenwortlaut des Unternehmens:.....

Position des Interviewpartners:.....

Bereich/ Abteilung/ Qualifikation:.....

Tätigkeitsfeld des Unternehmens/ Asset-Klassen:

.....

.....

Größe des Unternehmens in Bauleistung pro Jahr (BGF oder Gesamtinvestitionskosten):.....

Durchschnittliche Projektgrößen (in BGF oder Einheiten):

.....

#### 2. INTERVIEW

##### 2.1. Projektentwicklung in Österreich

- Für wen entwickeln Sie? Für Investoren/ eigenen Bestand/ privaten Endnutzer?
- Welche Phasen der Projektentwicklung decken Sie ab bzw. welche Leistungen erbringen Sie in Ihrer Gesellschaft?
- Entwickeln Sie auf eigene Rechnung und Risiko oder entwickeln Sie als Dienstleister?



## 2.2. Finanzierung der Projektentwicklung

- Wie finanzieren Sie Ihr Projektentwicklungsvorhaben?
  - Klassisch (FK + internes EK), Alternativ (EK-Substitute...), Andere
- Verwenden Sie Eigenkapitalsubstitute in der Finanzierung Ihres Projektes und wenn ja, warum?
  - Wie viel internes EK verwenden Sie im Schnitt (in % am Finanzierungsvolumen)
  - Welche Arten von externen EK verwenden Sie?
  - Welche Art von Immobilienprojekte finanzieren Sie mit EK-Substituten?

## 2.3. Forward Funding für Projektentwicklungen in Österreich

### a) Funktionsweise

- Wie viele Projekte haben Sie bzw. Ihr Unternehmen bereits im Forward-Funding-Modell umgesetzt?
- Was war Ihre Rolle?
- Wie sieht der Ablauf eines Forward Funding Deals aus?
  - Zu welchem Zeitpunkt steigt der Investor ein? Bitte einzeichnen:



- Wie steigt er ein (Grundstücksübernahme/ Übernahme der PJ-Gesellschaft? Asset oder Share Deal?
- Wie sieht der Ratenzahlungsplan aus?
- Welche Leistungen erbringen Sie als PE? Vergeben Sie Leistungen an einen GU oder an Einzelgewerke? Machen Sie FF zur Akquisition von Bauleistungen?
- Auf was achten Sie bei der Vertragsgestaltung? Welche Inhalte sind für Sie unumgänglich? Welche Fallstricke gibt es?
- Welche Kriterien (Qualität und Lage) muss eine Immobilie erfüllen, um über einen Forward Funding Deal verkauft zu werden?
- Wer übernimmt die Vermietung? Sie oder der Investor?
- Wenn Sie die Vermietung übernehmen, welchen Vermietungsgrad müssen Sie idR erfüllen? Gibt es Vermietungsgarantien? Wer hat Vermietungs-Know-How? Sie, Investor, externer Berater/Makler?

**b) FINANZIERUNGSTRUMENT FORWARD FUNDING**

- Sehen Sie in der Anwendung des Forward Funding-Modells einen Mehrwert hinsichtlich der Finanzierung des Projektes?
- Können Sie Ihr Eigenkapital durch Forward Funding schonen? Warum?
- Welchen Einfluss hat Forward Funding auf Ihre interne Eigenkapitalverzinsung? Wenn möglich in Prozent des IRR oder Return on Equity?
- Können Sie dadurch schneller in andere Projekte investieren/ eine Pipeline aufbauen?

**c) CHANCEN UND RISIKEN VON FORWARD FUNDING**

- Welche Voraussetzungen müssen Ihrerseits erfüllt sein, um eine Forward Funding-Modell in Erwägung zu ziehen?
- Welche Anforderungen stellen die Investoren?
- Gibt es Marktgegebenheiten, welche Forward Funding attraktiver machen können bzw. Gegebenheiten, die es nicht ermöglichen? (z.B. noch strenger EK-Anforderungen? Steigen des Zinsniveaus? Wann im Marktzyklus? Investitionsdruck?)
- Was passiert im Krisenfall: Insolvenz, Vermietung nicht erfüllt, Baumängel etc.?
- Erzielen Sie einen höheren Trading-Profit durch Forward Funding? (Oder ist beim Forward Funding-Modell mit Kaufpreisabschlägen/Risikoabgeltung zu rechnen?)
- Sehen Sie die frühe Verwertung als risikomindernd oder ist der Druck seitens des Investors größer?

**2.4. Ausblick**

- Wie sehen Sie den Markt in fünf Jahren?

### 3. EINWILLIGUNGSERKLÄRUNG UND HINWEIS AUF AUFZEICHNUNG

Das Interview wird mit einem Aufnahmegerät aufgezeichnet und sodann von der Interviewerin des Forschungsprojekts in Schriftform gebracht. Die Interviews werden ausschnittsweise in der Masterarbeit verarbeitet. Für die weitere wissenschaftliche Auswertung der Interviewtexte steht es mir frei der Identifizierung meiner Person in der wissenschaftlichen Arbeit zuzustimmen oder lediglich in anonymisierter Form in Erscheinung zu treten, wobei Angaben, die zur Identifizierung meiner Person führen könnten, nicht in der Arbeit vorkommen. Ich stimme der Namhaftmachung meiner Person in der Masterthese zu:

ja     nein

Wenn ja, dann willige ich ein, dass die im Rahmen der obengenannten Forschungsarbeit erhobenen personenbezogenen Daten meiner Person, in Form von Tonaufnahmen und deren Transkripte sowie mein Name durch die Interviewerin für die Forschungsarbeit verarbeitet werden dürfen.

---

Ort, Datum / Unterschrift