Edition Hotellerie

Herausgegeben vom
Hotelverband Deutschland (IHA) e. V.

Burkhard von Freyberg (Hrsg.)

Hospitality Development

Hotelprojekte erfolgreich planen und umsetzen

ES
ERICH SCHMIDT VERLAG

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation
in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Weitere Informationen zu diesem Titel finden Sie im Internet unter
ESV.info/978 3 503 12920 1

ISBN 978 3 503 12920 1
ISSN 2190 0655

Alle Rechte vorbehalten
© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2010
www.ESV.info

Dieses Papier erfüllt die Frankfurter Forderungen
der Deutschen Nationalbibliothek und der Gesellschaft
für das Buch bezüglich der Alterungsbeständigkeit und
entspricht sowohl denstrengen Bestimmungen der US Norm
Ansi/Niso Z 39.48-1992 als auch der ISO Norm 9706.

Abbildung Cover: raum concept GmbH, Leonrodstraße 58, 80636 München
Druck und Bindung: Hubert & Co., Göttingen

Ramón Sotelo/Kai Fischer

Die Relevanz von Betreiberverträgen für die Hotelprojektfinanzierung – ein finanzierungstheoretisches Schema

Inhalt

1 Einleitung 460
2 Finanzierungstheoretische Analyse von Hotelimmobilien 460
2.1 Die Finanzierung der Nutzung von Immobilien 460
2.2 Besonderheiten bei der Finanzierung der Nutzung von Hotelimmobilien 462
3 Optimale Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien auf der ersten Ebene 464
3.1 Die Transaktionskostentheorie und das Finanzierungspostulat von Williamson 464
3.2 Der Prinzipal-Agenten-Ansatz zur Weiterentwicklung des Finanzierungspostulats von Williamson 466
3.3 Die optimale Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien 467
4 Optimale Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien auf der zweiten Ebene 470
5 Fazit 473
Quellenverzeichnis 474

1 Einleitung

Betreiberimmobilien[1] wie z.B. Sozial- oder Hotelimmobilien sind erst dann nutzbar, wenn sie durch einen Betreiber betrieben werden. Da die Märkte für Betreiberleistungen oftmals oligopolistisch geprägt sind, ergeben sich hieraus zusätzliche Risiken für Investoren und Projektentwickler. Daher sind Betreiberimmobilien aus Sicht des Immobilieneigentümers als riskanter einzustufen denn direkt nutzbare Flächen.[2] Je nach Ausgestaltung des Betreibervertrags sind zusätzlich Risiken aus der Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen dem Eigentümer als Prinzipal und dem Betreiber als Agent zu berücksichtigen.[3] Im Folgenden werden zunächst die Determinanten der optimalen Gestaltung von Betreiber- bzw. Pachtverträgen hergeleitet und im Anschluss Zusammenhänge zwischen betreibervertraglichen Gestaltungen und der Bestands- sowie der Projektentwicklungsfinanzierung dargelegt.

2 Finanzierungstheoretische Analyse von Hotelimmobilien

2.1 Die Finanzierung der Nutzung von Immobilien

Wird die Beziehung zwischen Mieter und Vermieter als eine vorgelagerte finanzielle Ebene interpretiert, so sind bei Immobilien zwei Finanzierungsebenen sichtbar.[4] Die erste Finanzierungsebene beschreibt die Finanzierung der Nutzung, also das Verhältnis zwischen Mieter und Vermieter, die zweite Finanzierungsebene beschreibt die Finanzierung der Erträge aus der Nutzung und erfasst damit beispielsweise das Verhältnis zwischen Eigentümer und Bank oder z.B. zwischen Anleger und Fonds.[5]

Die beiden Ebenen unterscheiden sich hinsichtlich der Art der Kapitalbereitstellung. Auf der ersten Ebene wird das Kapital als „Naturalia" und nicht in Form finanzieller Mittel zur Verfügung gestellt.[6] Bei dieser Finanzbeziehung wird die Mietfläche dem Kreditnehmer (Nutzer oder Betreiber als Mieter bzw. Pächter)[7] am Anfang der Mietvertragslaufzeit überlassen.[8] Als Gegenleistung erhält der Kreditgeber (Vermieter) Einzahlungen (Annuitäten) zu vereinbarten Zeitpunkten. Die Tilgung der Finanzierung erfolgt zum Ende der Mietvertragslaufzeit durch Rück-

---

1 Betreiberimmobilien sind Immobilien, die für einen bestimmten Betrieb konstruiert sind und bei denen der Betrieb im Vordergrund steht. Namentlich zählen hierzu z.B. Freizeitimmobilien aller Art, Sozialimmobilien, Infrastrukturimmobilien. Vgl. Sailer (2007), S.146f.

2 Vgl. Sotelo (2008a), S. 77.

3 Vgl. Sotelo(2008a), S. 78.

4 Vgl. Sotelo (2001), S. 64.

5 Vgl. Sotelo (2001), S. 60.

6 Vgl. Sotelo (2001), S. 67.

7 Im Folgenden wird Miete und Pacht zunächst synonym verwendet.

8 Dies entspricht der Auszahlung des Kredits an den Kreditnehmer.

gabe der Mietsache an den Vermieter.[9] Diese Zusammenhänge sind in Abbildung 1 dargestellt.

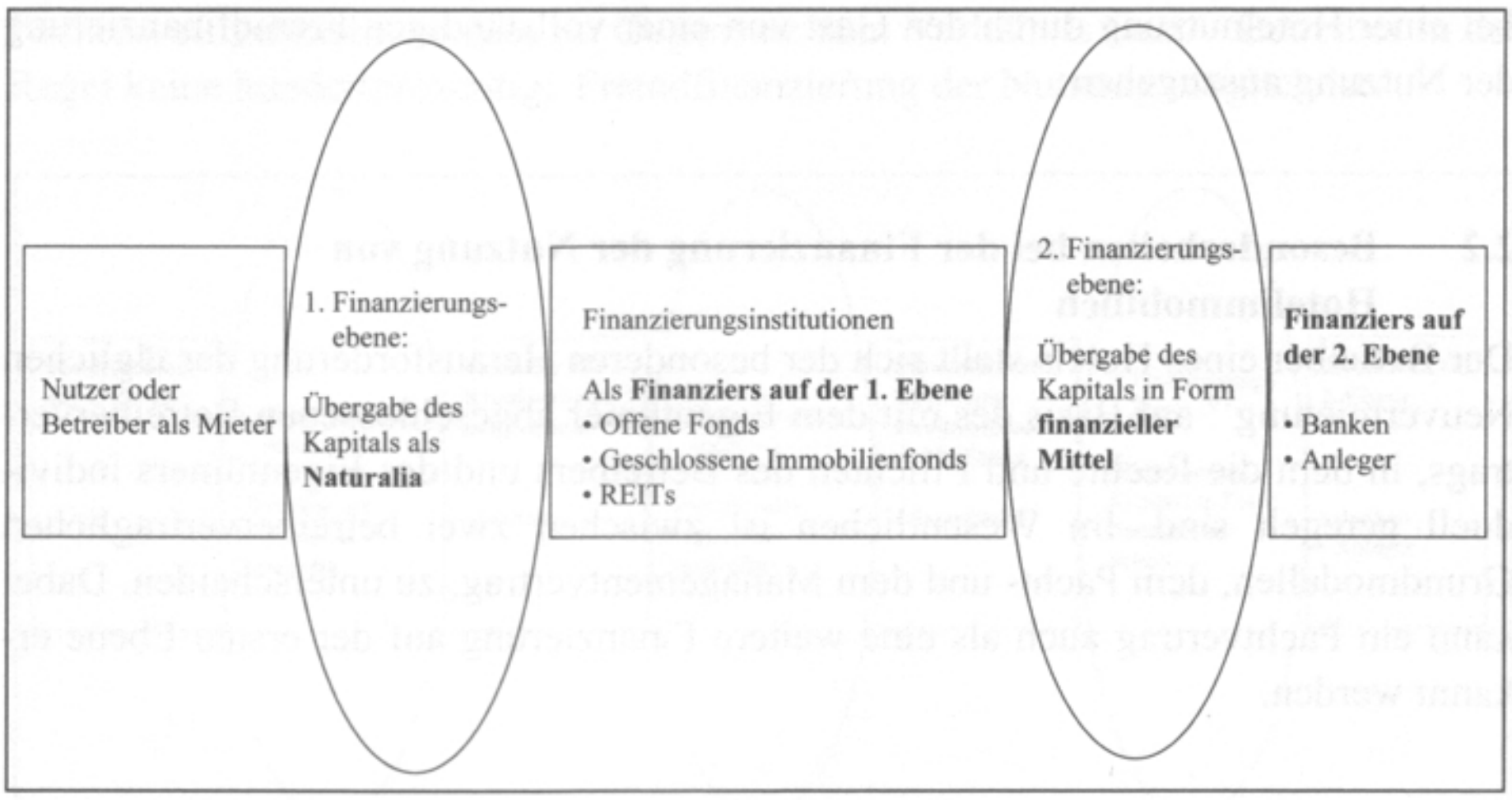

Abbildung 1: Finanzierungsebenen bei Immobilien[10]

Für den Vermieter resultieren aus dem Mietvertrag ein Zins- sowie ein Tilgungsrisiko.[11] Das Zinsrisiko ergibt sich daraus, dass der Mieter zunächst die Fläche auch bei Nichtbedienung des Mietvertrags respektive Nichtzahlung der Miete zur Verfügung hat.[12] Das Tilgungsrisiko entsteht dadurch, dass sich die Fläche zum Zeitpunkt der Rückgabe an den Vermieter in einem Zustand des übermäßigen Wertverlustes[13] oder Instandhaltungsbedarfs[14] befinden kann. Bei Zeitmietverträgen kommt das Risiko einer adäquaten Anschlussvermietung hinzu.

Analog zu einer Finanzierung auf der zweiten Ebene kann auch auf der ersten Ebene zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung unterschieden werden. Eine Immobilie ist auf der ersten Ebene vollständig eigenkapitalfinanziert, wenn der Eigentümer die Immobilie selbst nutzt, andernfalls liegt eine fremdkapitalfinanzierte Nutzung vor.[15] Jener Aufwand, der vom Mieter jenseits der Mietzahlung direkt in die Fläche investiert wird, um eine Nutzbarkeit zu erreichen, entspricht dem Eigenkapitalanteil der Finanzierung.[16] Der Fremdkapitalanteil der Finanzierung steigt mit

9 Vgl. Sotelo (2001), S. 67.

10 Vgl. Sotelo/Hähndel (2009), S. 568.

11 Vgl Sotelo (2001), S. 64.

12 Vgl Sotelo (2001), S. 65.

13 Bei Gastronomie-/Hotelbetrieben kann dies bereits durch einen „schlechten Ruf" geschehen.

14 Vgl. Sotelo (2001), S. 65.

15 Vgl. Sotelo (2001), S. 68.

16 Vgl. Sotelo (2001), S. 69.

zunehmender Eignung für eine direkte Nutzung der überlassenen Flächen.[17] Während ein Wohnungsmieter typischerweise noch eigene Investitionen wie die Renovierung und Möblierung vornehmen muss, um eine Nutzbarkeit zu erreichen, ist bei einer Hotelnutzung durch den Gast von einer vollständigen Fremdfinanzierung der Nutzung auszugehen.

2.2 Besonderheiten bei der Finanzierung der Nutzung von Hotelimmobilien

Der Betreiber eines Hotels stellt sich der besonderen Herausforderung der täglichen Neuvermietung[18] auf Basis des mit dem Eigentümer abgeschlossenen Betreibervertrags, in dem die Rechte und Pflichten des Betreibers und des Eigentümers individuell geregelt sind. Im Wesentlichen ist zwischen zwei betreibervertraglichen Grundmodellen, dem Pacht- und dem Managementvertrag, zu unterscheiden. Dabei kann ein Pachtvertrag auch als eine weitere Finanzierung auf der ersten Ebene erkannt werden.

2.2.1 Beziehung Gast – Betreiber

In der Beziehung Gast – Betreiber entspricht der Gast dem Kreditnehmer und der Hotelpächter bzw. der Hoteleigentümer bei Managementverträgen dem Kreditgeber. Dem Gast wird das Hotelzimmer (Kreditsache) gegen Zahlung des Zimmerpreises (Annuität) für die Dauer seines Aufenthalts (Kreditlaufzeit) zur Verfügung gestellt.

Bei dieser Kreditbeziehung liegt eine vollständige Fremdfinanzierung vor, da das Hotelzimmer dem Gast vollständigen Nutzen stiftet, ohne dass dieser weitere Investitionen in Möbel etc. tätigen muss. Die Laufzeit des Kreditvertrags ist i.d.R. kurz und entspricht der Aufenthaltsdauer des Gastes.

2.2.2 Beziehung Betreiber – Eigentümer

Die Betrachtung der Beziehung Betreiber – Eigentümer bedarf der Unterscheidung zwischen Pacht-, Management- sowie hybriden Vertragsformen. Im Rahmen einer pachtvertraglichen Regelung stellt der Verpächter als Kreditgeber dem Pächter als Kreditnehmer, die Hotelimmobilie als Kreditsache zur Verfügung. Die Laufzeit des Kreditvertrags entspricht der des Pachtvertrags. Als Gegenleistung entrichtet der Pächter die Pacht als Annuität. Diese Kreditbeziehung auf der ersten Ebene entspricht einer Fremdfinanzierung, wobei der Fremdkapitalanteil von der Ausgestaltung des Pachtvertrags abhängig ist. Ist beispielsweise das Inventar Bestandteil des

17 Für eine hundertprozentige Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene dürften bei dem Flächennutzer auch keine Bewirtschaftungskosten anfallen.

18 Vgl. Bienert (2005), S. 409.

Pachtgegenstands, kann der Anteil der Fremdfinanzierung bei Festpachtverträgen sehr hoch sein. Die auf den Pächter umgelegten Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten zur Nutzung der Fläche werden als Eigenkapitalanteil seitens des Pächters eingebracht, so dass im Gegensatz zum Verhältnis Gast – Betreiber in der Regel keine hundertprozentige Fremdfinanzierung der Nutzung möglich ist.

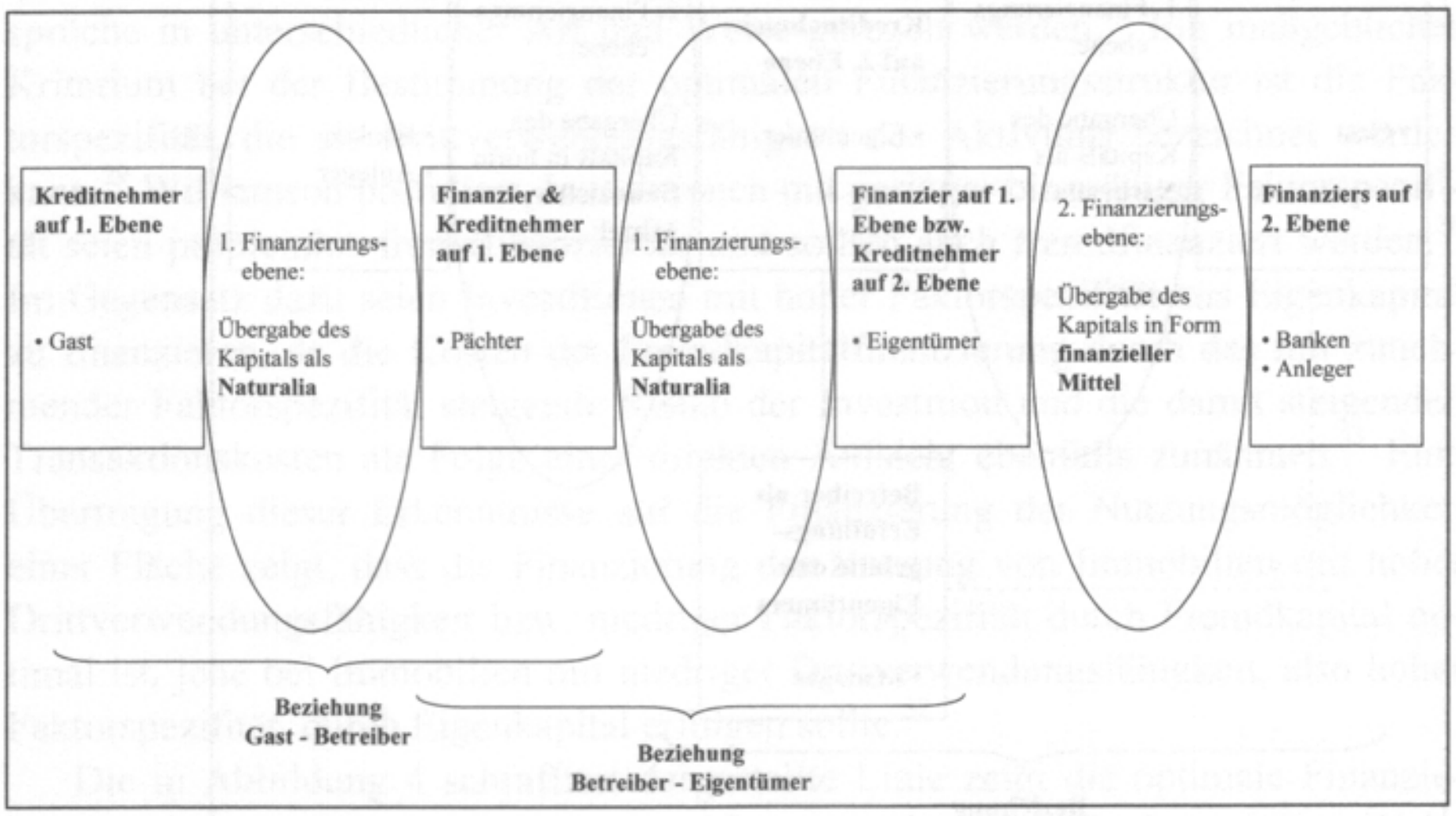

Abbildung 2: Finanzbeziehungen bei Pachtverträgen[19]

Wird ein Objekt mit einem Managementvertrag betrieben, ist dies nicht als Miet-, sondern als Geschäftsbesorgungsvertrag und damit auch nicht als Finanzbeziehung auf der ersten Ebene zu interpretieren.

Die klassischen Betreibervertragstypen können finanzierungstheoretisch anhand der Fremd- bzw. Eigenkapitalfinanzierung unterschieden werden. Der Pachtvertrag unterscheidet sich in der Beziehung Betreiber – Eigentümer vom Managementvertrag dahingehend, dass er eine Fremdkapitalfinanzierung auf der ersten Ebene darstellt. Bei hybriden Vertragstypen übernehmen sowohl der Betreiber als auch der Eigentümer Teile des Betriebsrisikos der Immobilie. Je nach übernommenem Risiko, z.B. durch Mindestgarantien, Reservefonds etc., entsteht ein Mezzanin-Anteil der Finanzierung, dessen Höhe von der individuellen Ausgestaltung des Betreibervertrags abhängt.

19 Eigene Darstellung.

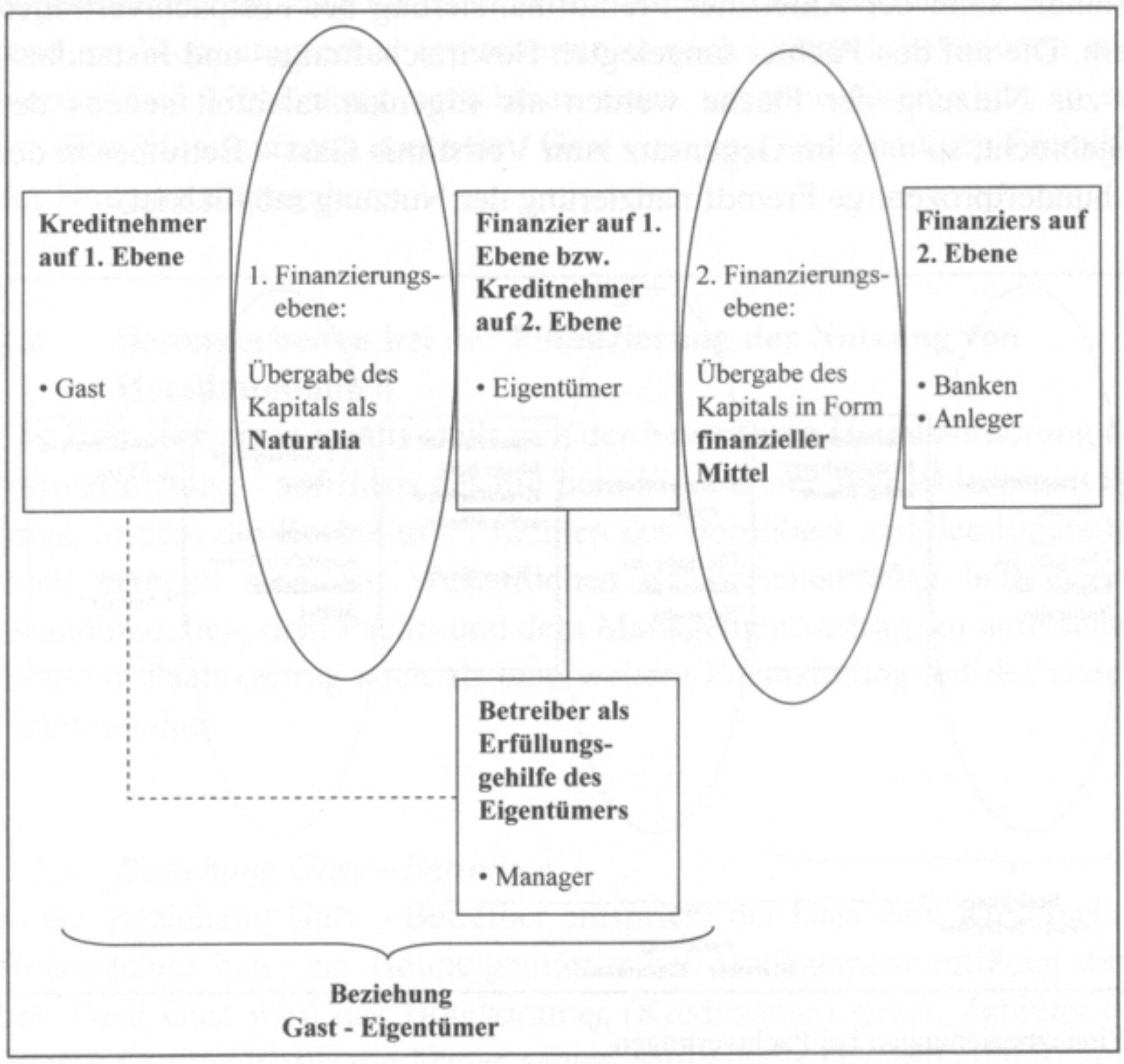

Abbildung 3: Finanzbeziehungen bei Managementverträgen[20]

3 Optimale Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien auf der ersten Ebene

Finanzierungstheoretische Überlegungen der betrieblichen Finanzwirtschaft zur optimalen Kapitalstruktur können auf die Frage der optimalen Finanzierung auf der ersten Ebene übertragen werden.

3.1 Die Transaktionskostentheorie und das Finanzierungspostulat von Williamson

Die Transaktionskostentheorie untersucht, welche Kosten im Rahmen einer einzelnen Transaktion, also im Rahmen der Übertragung von Verfügungsrechten entstehen.[21] Transaktionskosten umfassen *„[...] alle Opfer und Nachteile [...]"*[22] die un-

[20] Eigene Darstellung.

[21] Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 57.

[22] Dies ist nicht nur auf monetär erfassbare Größen bezogen, sondern auch beispielsweise auf die eingesetzte Mühe und Zeit. Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 57.

ter den Annahmen begrenzter Rationalität und Opportunismus[23] von den Akteuren bei der Anbahnung, der Vereinbarung, der Abwicklung, der Kontrolle und bei der Anpassung des Leistungsaustausches getragen werden müssen.[24]

Williamson identifiziert die Finanzierungsformen als *„governance structures"*,[25] bzw. als *„Herrschaftsformen"*[26] oder *„Beherrschungs- und Überwachungssysteme"*[27] bei denen Mitbestimmungs- und Informationsrechte sowie Zahlungsansprüche in unterschiedlicher Art und Weise geregelt werden.[28] Ein maßgebliches Kriterium bei der Bestimmung der optimalen Finanzierungsstruktur ist die Faktorspezifität, die als Drittverwendungsfähigkeit des Aktivums bezeichnet werden kann.[29] Williamson postuliert, Investitionen mit geringer bis mäßiger Faktorspezifität seien problemlos fremdfinanzierbar und sollten auch fremdfinanziert werden.[30] Im Gegensatz dazu seien Investitionen mit hoher Faktorspezifität aus Eigenkapital zu finanzieren, da die Kosten der Fremdkapitalfinanzierung durch das mit zunehmender Faktorspezifität steigende Risiko der Investition und die damit steigenden Transaktionskosten als Folge einer direkten Aufsicht ebenfalls zunähmen.[31] Eine Übertragung dieser Erkenntnisse auf die Finanzierung der Nutzungsmöglichkeit einer Fläche zeigt, dass die Finanzierung der Nutzung von Immobilien mit hoher Drittverwendungsfähigkeit bzw. niedriger Faktorspezifität durch Fremdkapital optimal ist, jene bei Immobilien mit niedriger Drittverwendungsfähigkeit, also hoher Faktorspezifität, durch Eigenkapital erfolgen sollte.[32]

Die in Abbildung 4 schraffiert dargestellte Linie zeigt die optimale Finanzierungsstruktur in Abhängigkeit der Spezifität des Aktivums (der Immobilie). Weist die Immobilie eine geringe Spezifität auf, ist die marktliche Koordination der Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene am kostengünstigsten. Objekte mittlerer Spezifität sind optimal hybrid-, Objekte hoher Spezifität optimal eigenkapitalfinanziert.

---

23 Die Verhaltensannahme der begrenzten Rationalität beruht auf unzureichender Information der Akteure. Bei Opportunismus wird davon ausgegangen, dass die Akteure ihre Interessen auch manchmal zum Nachteil anderer durchsetzen. Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 58.

24 Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 57 sowie Williamson (1993), S. 6.

25 Williamson (1988), S. 579.

26 Sotelo (2001), S. 84.

27 Williamson (1993), S. 55f.

28 Vgl. Sotelo (2008a), S. 74f.

29 Vgl. Williamson (1993), S. 13 sowie Williamson (1991), S. 281.

30 Vgl. Williamson (1988), S. 589 sowie Williamson (1993), S. 56.

31 Vgl. Williamson (1993), S. 56.

32 Vgl. Sotelo (2001), S. 85ff.

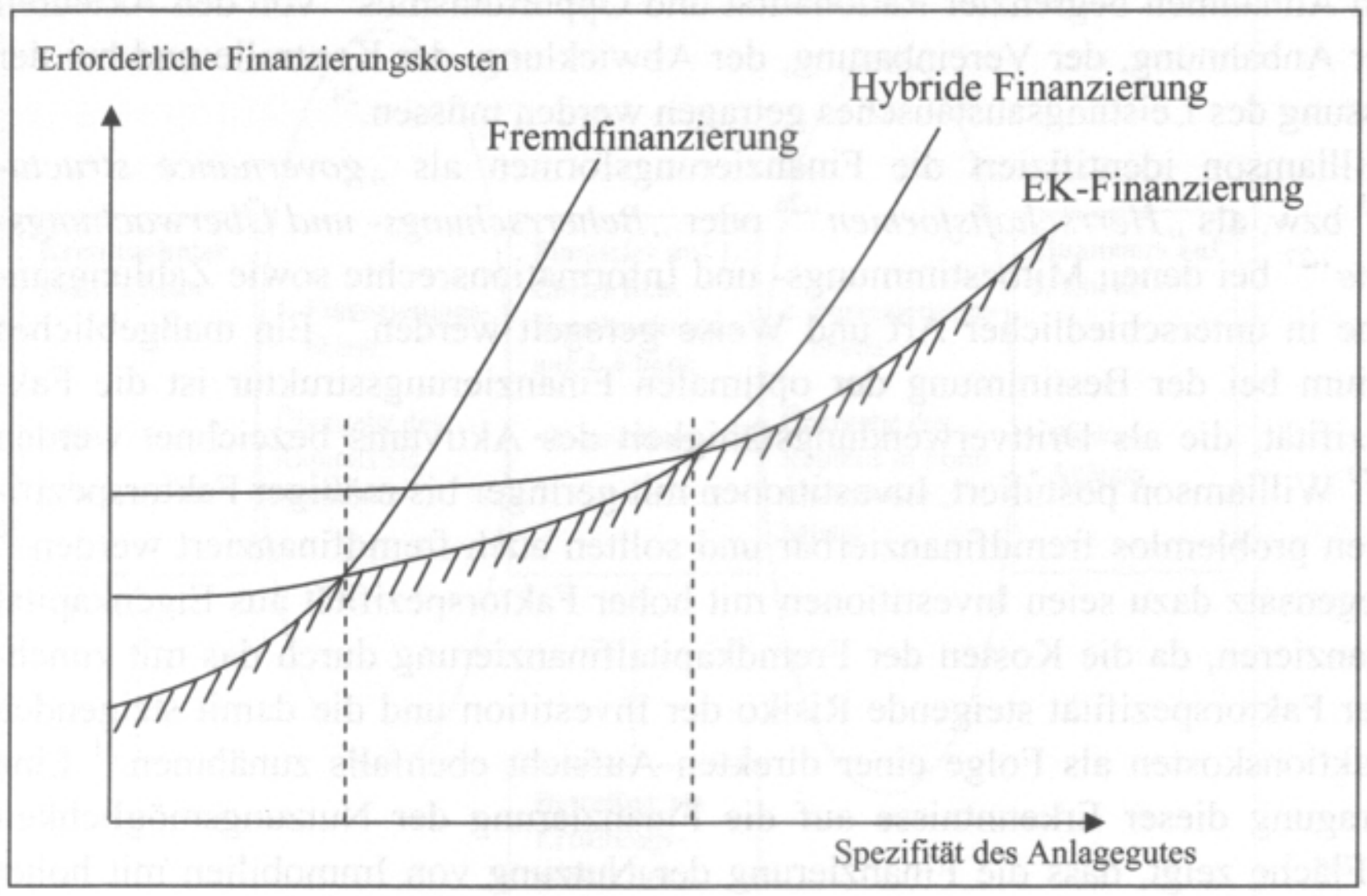

Abbildung 4: Finanzierungskosten in Abhängigkeit der Spezifität des Anlagegutes[33]

Da der Ansatz von Williamson zwar die hybriden Finanzierungsformen als Zwischenform zwischen Eigen- und Fremdkapital erkennt, jedoch kein eigenständiges Kriterium für das Maß an Hybridität hat,[34] bedarf es zur Bestimmung der optimalen Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien einer Weiterentwicklung der Finanzierungstheorie auf der Grundlage des Prinzipal-Agenten-Ansatzes.

3.2 Der Prinzipal-Agenten-Ansatz zur Weiterentwicklung des Finanzierungspostulats von Williamson

Der Prinzipal-Agenten-Ansatz, der wie der Transaktionskostenansatz Teil der Neuen Institutionenökonomik ist, untersucht im Rahmen von Auftraggeber-Auftragnehmer-Beziehungen (Prinzipal-Agent-Beziehungen), inwieweit die Interessen des Prinzipals durch den Agenten bei asymmetrischer Informationsverteilung gewahrt sind und welche Maßnahmen ergriffen werden können, um vertragskonformes Handeln gewährleisten zu können.[35]

Dem Auftragnehmer wird zur Leistungserbringung ein bestimmter Entscheidungs- bzw. Handlungsspielraum seitens des Auftraggebers eingeräumt.[36] Um zu vermeiden, dass der Agent Informationsasymmetrien zwischen sich und dem Prin-

33 Eigene Darstellung, in Anlehnung an Williamson (1991), S. 284.

34 Vgl. Sotelo (2008b), S. 15.

35 Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 72 sowie Reiß (2007), S. 355.

36 Vgl. Cordes (2009), S. 15.

zipal zum eigenen Vorteil ausnützt,[37] wird der Prinzipal grundsätzlich versuchen, den Handlungsspielraum des Agenten durch Überwachungs- und Kontrollsysteme zu begrenzen.[38] Unter diesem Aspekt kann das Finanzierungspostulat von Williamson zur Unterscheidung hybrider Finanzierungsformen um den Begriff des Handlungsspielraumes als *„[...] Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der vom Prinzipalen an die Agenten zur Erfüllung der Aufgaben überlassenen finanziellen Mittel [...]"*[39] erweitert werden. Die optimale Finanzierungsstruktur auf der ersten Ebene bestimmt sich somit aus dem erforderlichen Handlungsspielraum und der Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva.[40] Das neue Finanzierungspostulat lautet wie folgt:

„Eine Finanzierungsform ist optimal gestaltet, wenn der Handlungsspielraum der Agenten möglichst genau den geschäftlichen Erfordernissen entspricht. Ist der Handlungsspielraum höher als nötig, steigen die Finanzierungskosten unnötig, ist der Handlungsspielraum geringer als nötig, kann der Geschäftsbesorger nicht optimal agieren."[41]

„Werden verschiedene Geschäfte getätigt, die jeweils eines unterschiedlichen Gestaltungsspielraumes bedürfen, dann sind die unterschiedlichen Aktivitäten getrennt zu finanzieren, weil nicht genutzte aber vorhandene Gestaltungsspielräume zu höheren Verzinsungsanforderungen der Anleger führen."[42]

3.3 Die optimale Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien

Der Fremdkapitalanteil der Finanzierung auf der ersten Ebene steigt mit zunehmender Eignung der überlassenen Flächen den geforderten Nutzen des Mietzwecks, ohne weitere Investitionen zu stiften. Hierfür ist bei Hotelimmobilien zunächst der Umfang der überlassenen finanziellen Mittel zu klären. Da der Nutzen des Mietzwecks bei Hotelimmobilien erst dann erreicht ist, wenn der Gast auch die Übernachtungsleistung in Anspruch nehmen kann, beschränkt sich das Finanzierungsvolumen nicht auf die alleinige Überlassung der Fläche, sondern beinhaltet stets das FF&E sowie die Kosten des laufenden Betriebs.

Die Frage nach der optimalen Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien kann in Abhängigkeit der geschäftlichen Erfordernisse für einen funktionierenden Hotelbetrieb beantwortet werden. Unter der Annahme, dass eine höhere Hotelkategorie zu umfangreicheren geschäftlichen Erfordernissen zur Befriedigung der Kundenansprüche führt, steigt der seitens des Betreibers nötige Handlungsspielraum mit zunehmender Hotelkategorie. Es kann also davon ausgegangen werden, dass bei vergleichbar liquiden Betreibermärkten ein Budgethotel einen höheren Fremd-

37 Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 72f.
38 Vgl. Picot/Dietl/Franck (2008), S. 72f.
39 Sotelo (2009), S. 156.
40 Vgl. Sotelo (2008a), S. 74.
41 Sotelo (2008a), S. 75.
42 Sotelo (2008) , S. 75.

kapitalanteil der Finanzierung der Nutzung aufweisen wird, als ein 5-Sterne-Objekt.

Zur Ermittlung der optimalen vertraglichen Gestaltung eines Objektes bedarf es außerdem der Beurteilung der Spezifität des Standorts, als Maß für die Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva. Als Indikator kann die von den Parametern Hotelkonzept und Standort abhängige Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen herangezogen werden. Weist der Standort eine hohe Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen auf, ist die Wahrscheinlichkeit, einen (Zweit-) Betreiber für das Objekt zu finden, höher als an einem illiquiden Standort. Eine hohe Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen sorgt somit für eine geringe Spezifität und führt zu einem höheren Fremdkapitalanteil der Finanzierung. Es kann also davon ausgegangen werden, dass ein 5-Sterne-Objekt in einer nicht duplizierbaren Lage einer deutschen Großstadt einen höheren Fremdkapitalanteil der Finanzierung der Nutzung aufweisen wird, als ein 5-Sterne-Objekt in duplizierbarer Lage auf dem Land. Im Rahmen eines stichprobenartigen Vergleichs kann diese Klassifizierung sowohl durch das Adlon Berlin, das mit einem Festpachtvertrag mit erfolgsabhängiger Komponente betrieben wird,[43] als auch durch das Grand Hotel Heiligendamm, das bis Anfang 2009 mit einem Managementvertrag betrieben wurde,[44] bestätigt werden.

Diese Erkenntnisse zeigen, dass Objekte mit einem geringen erforderlichen Handlungsspielraum und geringer Standortspezifität[45] idealer Weise auf der ersten Ebene fremdfinanziert sind und mit Festpachtverträgen betrieben werden. Weisen Objekte einen großen erforderlichen Handlungsspielraum oder eine hohe Standortspezifität auf, sind Managementverträge als Eigenkapitalfinanzierung die optimale Betriebsform.

Eine Spiegelung mit der Vertragsgestaltung bei den unterschiedlichen Marken von ACCOR bestätigt diese Erkenntnisse.[46] Während für Objekte mit einem geringen erforderlichen Handlungsspielraum, wie für die Budget-Marke „Etap", Miet- bzw. Pachtverträge abgeschlossen werden, überwiegen hybride- oder Managementverträge bei Objekten, die eines höheren Handlungsspielraums bedürfen bzw. eine höhere Standortspezifität aufweisen. Auch bei Sofitel kann festgestellt werden, dass die Managementverträge mit der theoretischen Klassifizierung übereinstimmen, als es sich um die Marke der höchsten Kategorie handelt.

---

43 Vgl. Die Fundus Gruppe (2002), S. 4.

44 Vgl. Die Fundus Gruppe (2009), S. 74 sowie Welt-Online (2009).

45 Eine geringe Standortspezifität impliziert eine hohe Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen.

46 Franchise- und Kaufverträge wurden nicht betrachtet, da Franchise nicht Gegenstand dieses Beitrags ist und bei Eigenerwerb durch die Hotelkette noch kein Eigenbetrieb unterstellt werden kann. Es ist davon auszugehen, dass der Mietvertrag in den Angaben von Accor einen Festpachtvertrag bezeichnet.

Marke	Lage	Sterne	Vertrag
etap	City-Lagen von größeren Städten ab ca. 100.000 EW	1	Mietvertrag
ibis	Top-Lagen im Zentrum und Stadtteilzentren ab ca. 100.000 EW	2	Miet-, Managementvertrag
all seasons	Stadt-, Freizeit-, Geschäftszentren	2+	Umsatzmiet-, Managementvertrag
suite hotel	**Ausschließlich** Zentrums- und Stadteillagen	3	Umsatzmietvertrag
Mercure	**Vorzugsweise** Zentrumslagen in Städten > 50.000 EW, **nahe** Messe oder Flughafen, Feriengebiete		Umsatzmiet-, Managementvertrag
Novotel	City-Hotels in **Top-Zentrumslagen**, **internationale Flughäfen**, **große Messestandorte**	4	Umsatzmiet-, Managementvertrag
Pullman	**Toplagen** und **Business-Standorte** in Großstädten, **internationale Flughäfen**	4-5	Managementvertrag
Sofitel	**Absolute** Zentrumslage in **Metropolen, ggf.** internationale Flughäfen	5	Managementvertrag

Tabelle 1: Betreiberverträge bei ACCOR[47]

Abbildung 5 zeigt eine vereinfachte Klassifizierung der optimalen Finanzierungsstruktur von Hotelimmobilien auf der ersten Ebene.

Die optimale Finanzierungsstruktur kann eine Erklärung für die aktuelle Dynamik auf dem Markt für Betreiberleistungen geben, der einerseits durch Hotelkonzerne geprägt wird, die versuchen durch Asset-Light-Strategien Geld für das Wachstum freizusetzen[48] und andererseits durch Investoren, die gewillt sind, in der Aussicht auf höhere Renditen ebenso höhere Risiken einzugehen und dadurch auch Management- oder Hybridverträge akzeptieren.[49]

[47] Eigene Darstellung. Datengrundlage: ACCOR (2009).

[48] Vgl. Mücke (2007), S. 1 sowie Bürkel (2006), S. 6. Vgl. außerdem die „asset-right-Strategie" von ACCOR (2010).

[49] Vgl. Küsel (2007), S. 12; Bürkel (2006), S. 6 sowie Bienert, (2005), S. 470.

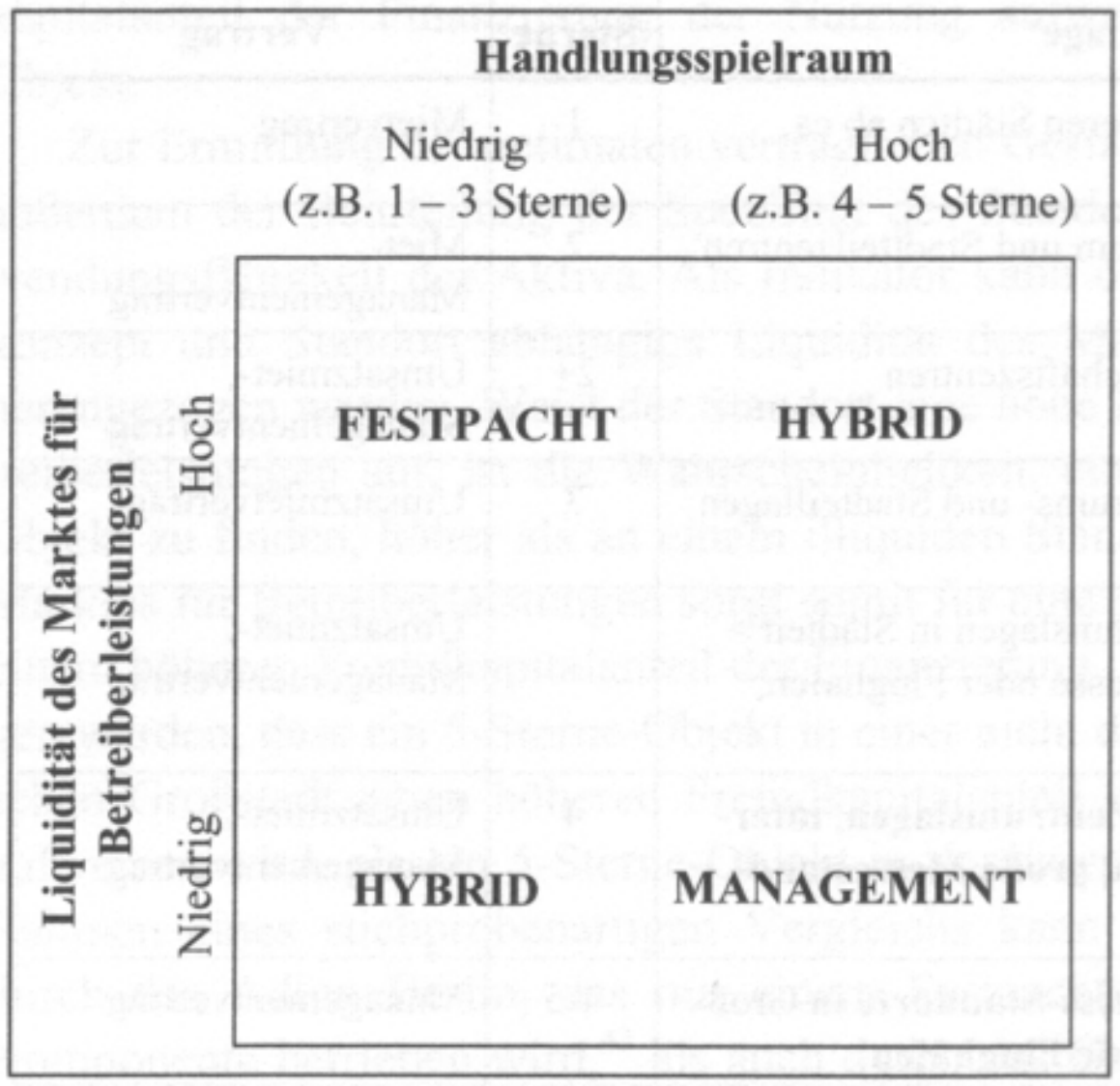

Abbildung 5: Optimale Finanzierungsstruktur auf der ersten Ebene in Abhängigkeit von Handlungsspielraum und Spezifität[50]

4 Optimale Finanzierungsstruktur bei Hotelimmobilien auf der zweiten Ebene

Bei einer Finanzierung auf der zweiten Ebene wird der Kapitalbetrag in Form finanzieller Mittel übergeben.[51] Analog zu der oben abgeleiteten optimalen Finanzierungsstruktur auf der ersten Ebene, richtet sich jene auf der zweiten Ebene ebenso nach dem erforderlichen Handlungsspielraum eines Agenten bei der Geschäftsbesorgung. Abbildung 6 stellt unterschiedliche Anlageprodukte und Finanzierungsformen in Abhängigkeit der Handlungsspielräume von Aktiva und Passiva dar.

50 Eigene Darstellung.

51 Vgl. Sotelo (2001), S. 67.

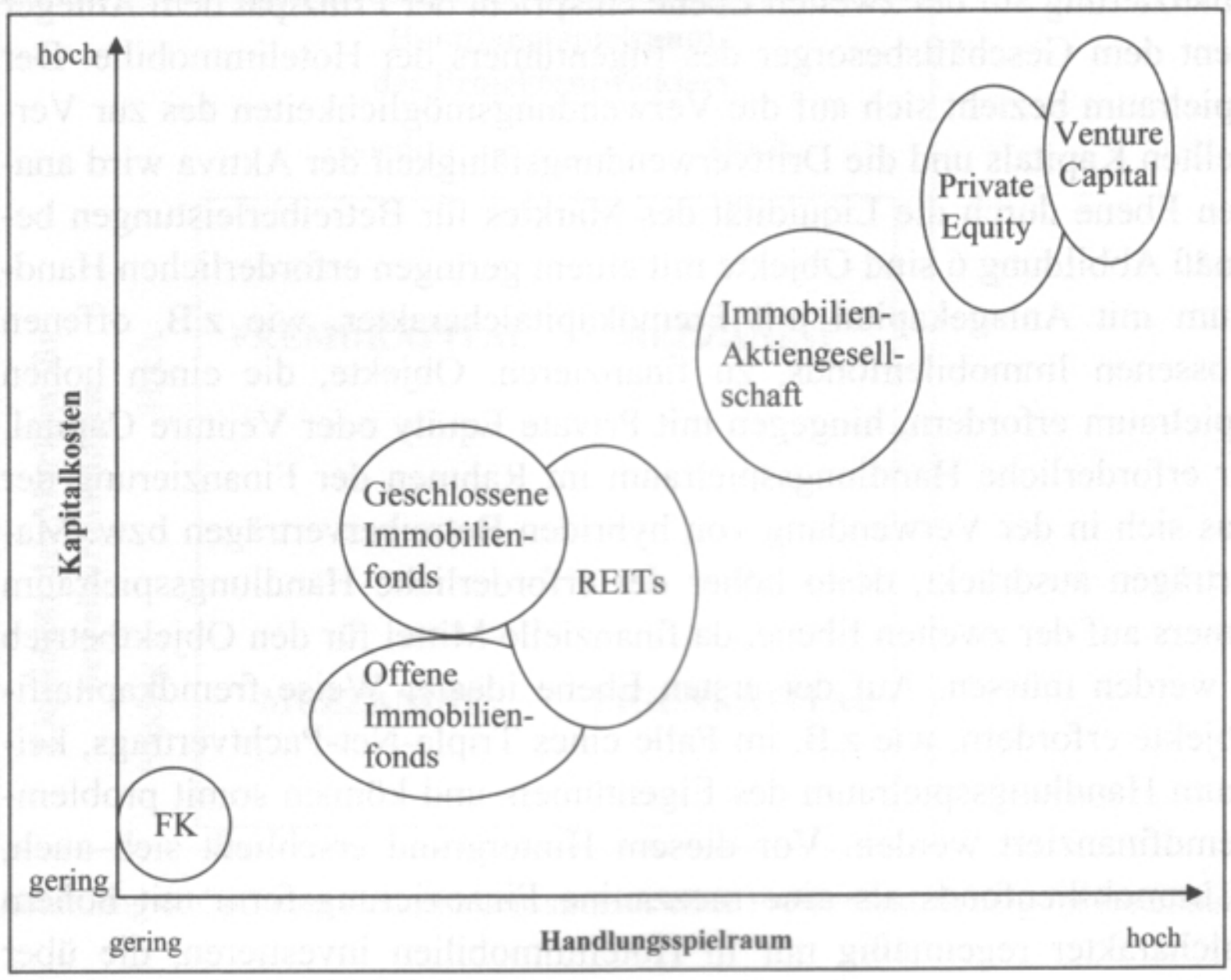

Abbildung 6: Kapitalkosten unterschiedlicher Anlageprodukte und Finanzierungsformen in Abhängigkeit des Handlungsspielraums[52]

Nach dem neuen Finanzierungspostulat sollte der Handlungsspielraum zur Optimierung der Kapitalkosten, den die Finanzierungsform dem Agenten gewährt, den geschäftlichen Erfordernissen angepasst sein. Für den Fall, dass unterschiedliche Geschäfte mit verschiedenen Handlungsspielräumen getätigt werden müssen, sind diese unterschiedlichen Aktivitäten getrennt zu finanzieren.[53] Die Praxis bestätigt diese Aussage insofern, dass die Finanzierung der Projektentwicklung regelmäßig getrennt von der Finanzierung der fertig gestellten Immobilie als Endinvestment erfolgt, da ein zu finanzierendes Projekt einen höheren Handlungsspielraum des Agenten (Projektentwickler) hinsichtlich des zur Verfügung gestellten Kapitals benötigt, als die Finanzierung eines Bestandsobjektes.

Dass Banken bereits abgeschlossene Festpachtverträge bei einer Kreditfinanzierung positiv bewerten, deutet bereits auf Zusammenhänge zwischen den Finanzierungen der beiden Ebenen hin.[54] Die optimale Finanzierungsform des Endinvestments auf der zweiten Ebene hängt offenbar von der Finanzierung auf der ersten Ebene ab.

---

52 Eigene Darstellung, in Anlehnung an Sotelo (2008a), S. 75.

53 Vgl. Sotelo (2008a), S. 75.

54 Vgl. Schollen (2008), S. 9.

Bei einer Finanzierung auf der zweiten Ebene entspricht der Prinzipal dem Anleger und der Agent dem Geschäftsbesorger des Eigentümers der Hotelimmobilie. Der Handlungsspielraum bezieht sich auf die Verwendungsmöglichkeiten des zur Verfügung gestellten Kapitals und die Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva wird analog zur ersten Ebene durch die Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen bestimmt. Gemäß Abbildung 6 sind Objekte mit einem geringen erforderlichen Handlungsspielraum mit Anlagekapital mit Fremdkapitalcharakter, wie z.B. offenen oder geschlossenen Immobilenfonds, zu finanzieren, Objekte, die einen hohen Handlungsspielraum erfordern, hingegen mit Private Equity oder Venture Capital. Je höher der erforderliche Handlungsspielraum im Rahmen der Finanzierung der Nutzung, was sich in der Verwendung von hybriden Betreiberverträgen bzw. Managementverträgen ausdrückt, desto höher der erforderliche Handlungsspielraum des Eigentümers auf der zweiten Ebene, da finanzielle Mittel für den Objektbetrieb aufgebracht werden müssen. Auf der ersten Ebene idealer Weise fremdkapitalfinanzierte Objekte erfordern, wie z.B. im Falle eines Triple-Net-Pachtvertrags, keinen bzw. kaum Handlungsspielraum des Eigentümers und können somit problemlos hoch fremdfinanziert werden. Vor diesem Hintergrund erschließt sich auch, dass offene Immobilienfonds als eine mezzanine Finanzierungsform mit hohem Fremdkapitalcharakter regelmäßig nur in Hotelimmobilien investieren, die über einen Pachtvertrag verfügen. Auf der ersten Ebene idealer Weise eigenkapitalfinanzierte Objekte setzen einen hohen Handlungsspielraum des Eigentümers voraus, woraus sich auch Finanzierungen mit Eigenkapitalcharakter auf der zweiten Ebene ergeben. Hybride Verträge führen zu unterschiedlichen Finanzierungsformen, so dass sie für insbesondere für REITs interessant sind.

Bezogen auf die Finanzierung der Projektentwicklung ist die optimale Finanzierung in der Realisierungsphase abhängig vom Handlungsspielraum des Agenten und der Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva. Hierbei entspricht der Projektentwickler dem Agenten, das konzipierte und realisierungsreife Projekt dem zu finanzierenden Aktivum. Die Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva bezieht sich weiterhin auf die Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen für das Projekt an dem jeweiligen Standort und kann gleichzeitig als Indikator für die Liquidität des Marktes für Endinvestoren gesehen werden.

Der erforderliche Handlungsspielraum des Projektentwicklers ist grundsätzlich höher als jener des späteren Bestandshalters. Bei Budgethotels wird der erforderliche Handlungsspielraum des Projektentwicklers aufgrund der Standardisierungen geringer sein als bei der Entwicklung eines 5-Sterne-Hauses.

Bei einer Finanzierung auf der zweiten Ebene entspricht der Prinzipal dem Anleger und der Agent dem Geschäftsbesorger des Eigentümers der Hotelimmobilie. Der Handlungsspielraum bezieht sich auf die Verwendungsmöglichkeiten des zur Verfügung gestellten Kapitals und die Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva wird analog zur ersten Ebene durch die Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen bestimmt. Gemäß Abbildung 6 sind Objekte mit einem geringen erforderlichen Handlungsspielraum mit Anlagekapital mit Fremdkapitalcharakter, wie z.B. offenen oder geschlossenen Immobilenfonds, zu finanzieren, Objekte, die einen hohen Handlungsspielraum erfordern, hingegen mit Private Equity oder Venture Capital. Je höher der erforderliche Handlungsspielraum im Rahmen der Finanzierung der Nutzung, was sich in der Verwendung von hybriden Betreiberverträgen bzw. Managementverträgen ausdrückt, desto höher der erforderliche Handlungsspielraum des Eigentümers auf der zweiten Ebene, da finanzielle Mittel für den Objektbetrieb aufgebracht werden müssen. Auf der ersten Ebene idealer Weise fremdkapitalfinanzierte Objekte erfordern, wie z.B. im Falle eines Triple-Net-Pachtvertrags, keinen bzw. kaum Handlungsspielraum des Eigentümers und können somit problemlos hoch fremdfinanziert werden. Vor diesem Hintergrund erschließt sich auch, dass offene Immobilienfonds als eine mezzanine Finanzierungsform mit hohem Fremdkapitalcharakter regelmäßig nur in Hotelimmobilien investieren, die über einen Pachtvertrag verfügen. Auf der ersten Ebene idealer Weise eigenkapitalfinanzierte Objekte setzen einen hohen Handlungsspielraum des Eigentümers voraus, woraus sich auch Finanzierungen mit Eigenkapitalcharakter auf der zweiten Ebene ergeben. Hybride Verträge führen zu unterschiedlichen Finanzierungsformen, so dass sie für insbesondere für REITs interessant sind.

Bezogen auf die Finanzierung der Projektentwicklung ist die optimale Finanzierung in der Realisierungsphase abhängig vom Handlungsspielraum des Agenten und der Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva. Hierbei entspricht der Projektentwickler dem Agenten, das konzipierte und realisierungsreife Projekt dem zu finanzierenden Aktivum. Die Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva bezieht sich weiterhin auf die Liquidität des Marktes für Betreiberleistungen für das Projekt an dem jeweiligen Standort und kann gleichzeitig als Indikator für die Liquidität des Marktes für Endinvestoren gesehen werden.

Der erforderliche Handlungsspielraum des Projektentwicklers ist grundsätzlich höher als jener des späteren Bestandshalters. Bei Budgethotels wird der erforderliche Handlungsspielraum des Projektentwicklers aufgrund der Standardisierungen geringer sein als bei der Entwicklung eines 5-Sterne-Hauses.

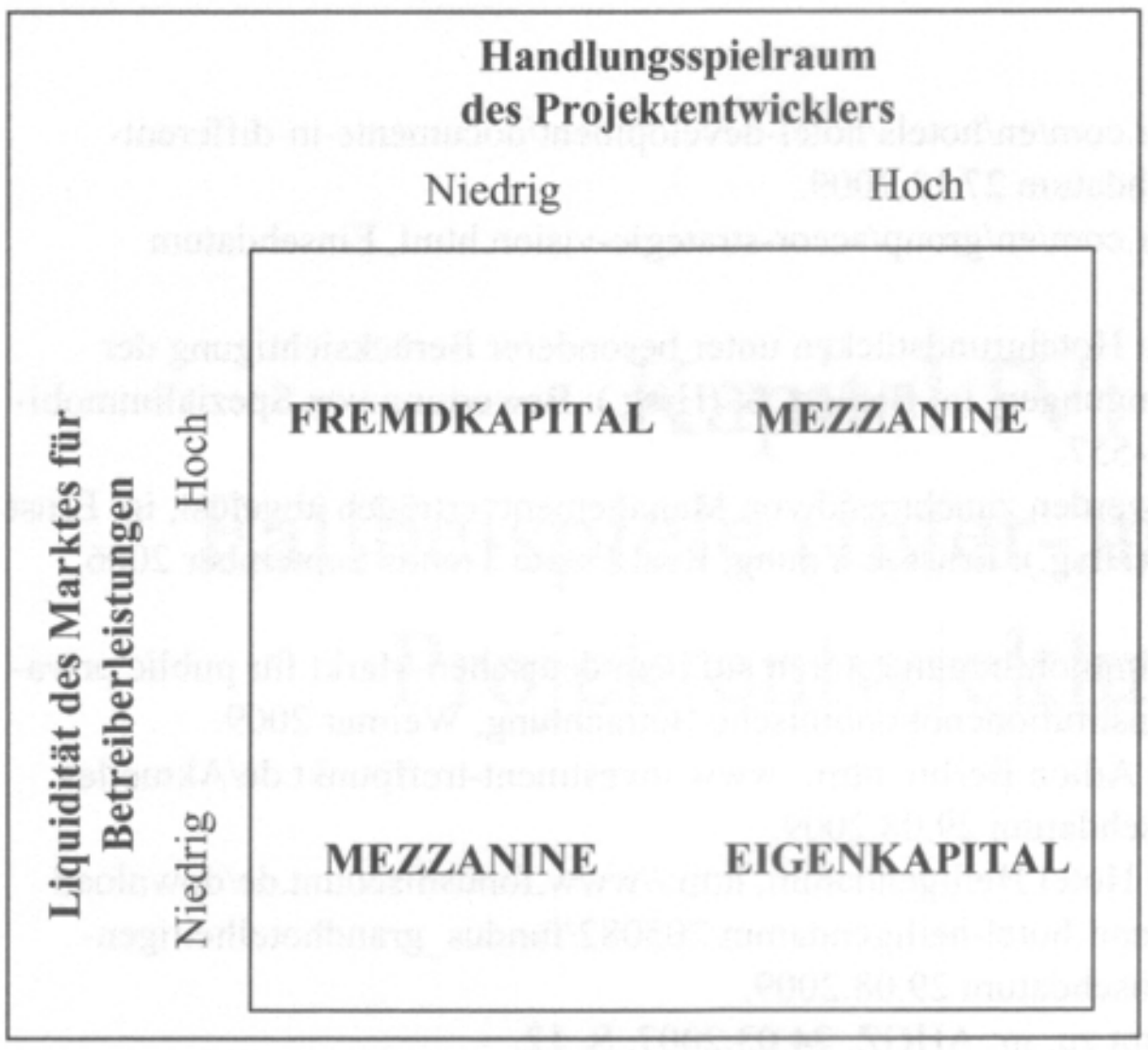

Abbildung 6: Optimale Finanzierungsstruktur einer Projektfinanzierung für Hotelimmobilien[55]

Im Rahmen des Pachtvertrags werden die Spezifikationen des künftigen Objektes individuell geregelt und der erforderliche Handlungsspielraum des Projektentwicklers dadurch geringer. Objekte mit einer geringeren Drittverwendungsfähigkeit führen im Umkehrschluss dazu, dass der Projektentwickler längere Zeit für die Vermarktung seines Objektes beanspruchen muss und damit auch einen höheren Handlungsspielraum in Bezug auf die Erfüllung der Investoren und Kundenwünsche aufbringen muss. Das zeigt, dass die Finanzierung auf der ersten Ebene Auswirkungen nicht nur auf die Struktur der Objektfinanzierung, sondern auch auf die der Projektfinanzierung hat. Auf der ersten Ebene idealer Weise fremdfinanzierte Objekte sind auch im Rahmen einer Projektfinanzierung auf der zweiten Ebene idealer Weise stärker fremdfinanziert.

5 Fazit

Im Rahmen dieses Beitrags konnte gezeigt werden, dass Pacht- und Managementverträge als unterschiedliche Finanzierungsformen aufgefasst werden können und sich unter Rückgriff auf moderne Finanzierungstheorie schematische Regeln für eine ideale betreibervertragliche Gestaltung ableiten lassen. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen konnten Zusammenhänge zwischen dem jeweils optimalen Betreibervertrag und der Bestands- sowie Projektfinanzierung hergestellt werden.

55 Eigene Darstellung.

Quellenverzeichnis

ACCOR (2009): http://www.accor.com/en/hotels/hotel-development/documents-in-different-languages.html#c4327, Einsehdatum 27.12.2009.

ACCOR (2010): http://www.accor.com/en/group/accor-strategic-vision.html, Einsehdatum 28.03.2010.

Bienert, S. (2005): Bewertung von Hotelgrundstücken unter besonderer Berücksichtigung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, in: Bienert, S. (Hrsg.): Bewertung von Spezialimmobilien, Wiesbaden 2005, S. 407-557.

Bürkel, C. (2006): Pachtverträge werden zunehmend von Managementverträgen abgelöst, in: Ernst & Young Real Estate GmbH (Hrsg.): Ernst & Young, Real Estate Trends September 2006, Stuttgart 2006, S. 6-7.

Cordes, S. (2009): Die Rolle von Immobilieninvestoren auf dem deutschen Markt für public private partnerships (PPPs). Eine institutionenökonomische Betrachtung, Weimar 2009.

Die Fundus Gruppe (2002): Hotel Adlon Berlin, http://www.investment-treffpunkt.de/Aktuelles /Adlon_Kurzexpose.pdf, Einsehdatum 29.08.2009.

Die Fundus Gruppe(2007): Grand Hotel Heiligendamm, http://www.fondsdiscount.de/download /geschlossene-fonds/fonds/grand-hotel-heiligendamm/205082/fundus_grandhotelheiligendamm _prospekt2007.pdf, Einsehdatum 29.08.2009.

Küsel, C. (2007): Flexibilität nimmt zu, in: AHGZ, 24.03.2007, S. 12.

Mücke, H. (2007): Pacht- und Managementverträge bei Hotels, http://www.muecke-hotelberatung.de/download/Artikel%20IZ.pdf, Einsehdatum 24.03.2009.

Picot, A./Dietl, H./Franck, E. (2008): Organisation. Eine ökonomische Perspektive, Stuttgart 2008.

Reiß, W. (2007): Mikroökonomische Theorie. Historisch fundierte Einführung, München 2007.

Sailer, E. (2007), in: Sandner, S./Weber, U. (Hrsg.): Lexikon der Immobilienwertermittlung. 2. Auflage, Köln 2007.

Schollen, C. (2008): Hotelentwickler gehen neue Wege, in: AHGZ, Ausgabe 39, Stuttgart 2008.

Sotelo, R. (2009): Die Finanzkrise als Krise neoklassicher Finanzierungstheorie – Wieso die Zukunft den Immobilienanlageprodukten gehört. In: Schoeller, F. (Hrsg.): Jahrbuch Geschlossene Fonds 2008/2009. Berlin 2009, S. 150-159.

Sotelo, R. (2008a): Märkte für Immobilienanlagen und Immobiliennutzungen. In: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie. München 2008, S. 68-88.

Sotelo, R. (2008b): The Economics of REITs, in: McGreal, S./Sotelo, R. (Hrsg.): The introduction of REITs in Europe, Wien 2008, S. 12-25.

Sotelo, R. (2001): Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik, Köln 2001.

Sotelo, R./Hähndel, K. (2009): Niedrige Eigentumsquote als Wohlstandsindikator – Theorie und empirische Evidenz, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, Jg. 62, 10/09, Berlin 2009, S. 567-574.

Welt-Online (2009): http://www.welt.de/reise/article3607529/Grand-Hotel-Heiligendamm-mit-neuem-Direktor.html, Einsehdatum 29.08.2009.

Williamson, O. (1991): Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives, in: Administrative Science Quarterly, Jg. 36, 2 1991, Münster 1991, S. 269-296.

Williamson, O. (1993): Transaktionskostenökonomik, Münster 1993.

Williamson, O. (1988): Corporate Finance and Corporate Governance, in: The Journal of Finance, Jg. 43, 3 1988, Münster 1988, S. 567-591.