
IMMOBILIEN ZEITUNG

FACHZEITUNG FÜR DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT

Ein Beitrag aus der Immobilien Zeitung Nr. 39-40 vom 2.10.2008

HYBRIDE VERTRAGSFORMEN

Die Garantiesumme ist für Investoren heilig

Die internationale Sonderstellung Deutschlands als „Pachtvertragsland“ im Hotelmarkt schwäche sich ab hin zu hybriden Vertragsformen, so eine weit verbreitete Meinung. Tatsächlich kommt bei der Vertragsgestaltung häufiger Kreativität ins Spiel, meint IZ-Gastautorin Martina Fidschuster. Trotzdem, so die Hotour-Chefin, spiele der Pachtvertrag hierzulande weiter die zentrale Rolle, da Investoren und Banken an ihren tradierten Verhaltensweisen festhielten.

Selbst wenn die Transaktionsgeschwindigkeit und -häufigkeit, mit der Hotelimmobilien ihren Eigentümer wechseln, in den letzten Monaten etwas an Fahrt verloren haben, so gilt immer noch: Hotels bleiben ein begehrtes Investitionsgut. Das gilt zumindest für Marken- beziehungsweise Qualitäts Häuser. Nicht selten geht mit dem Wechsel des Eigentümers auch eine Vertragsanpassung einher. Immer häufiger fällt in diesem Zusammenhang der Begriff Hybridvertrag.

Doch inwieweit ist das Vertragsmodell tatsächlich marktfähig und durchsetzbar? Welchen Einfluss hat die gewählte Vertragsvariante auf die Finanzierung? Was wird von Banken, was wird von Investoren und was von den Betreibern akzeptiert und gewünscht? Fest steht: Es gibt zwar eine große Vielfalt von Vertragsmodellen – auch der Hybridvertrag hat viele Ausprägungen. Doch der vielfach geäußerte Wunsch nach Flexibilität spiegelt sich nur selten in dem tatsächlich gewählten Vertragstyp wider. Betreiber, Investoren und auch Banken bleiben ihren bekannten Verhaltensweisen treu.

Das Transaktionsvolumen im deutschen Hotelmarkt wird in diesem Jahr zwar nicht annähernd die Rekordmarke von 2007 erreichen. Gleichwohl bleibt die Anlage für institutionelle Investoren attraktiv. „Der Investitionsdruck im Markt ist anhaltend groß, das Image eines Hotels im Vergleich zur Büroimmobilie überaus positiv, und die Aussichten auf steigende Renditen sind ungetrübt“, gab die überwiegende Mehrzahl der befragten Banken und Investoren bei einer aktuellen Befragung der Hotour zur Bedeutung von Hotelinvestments zur Antwort. Auch die Trennung von Immobilie und Betrieb spreche aus Sicht branchenunkundiger Investoren und Finanziers für ein Hotelinvestment. Während einige Investoren Hotelimmobilien wie bisher lediglich als Ersatzinvestment betrachten, sehen andere darin inzwischen eine eigene Asset-Klasse.

Pachtverträge bleiben zentral

Auffällig ist, dass vor allem Private-Equity-orientierte Investoren versuchen, mit dem Eigentümerwechsel häufig auch einen Vertragswechsel bzw. eine Anpassung des Vertragswerks herbeizuführen. Das erklärte Ziel ist, einen höheren Cashflow zu generieren. Aufgrund der Marktverwerfungen ist es in jüngster Zeit jedoch sehr still um diese Marktteilnehmer geworden. Nichtsdestotrotz verfolgen Hotelgesellschaften die Marktentwicklung sehr aufmerksam, da die wachsende Nachfrage nach Investmentmöglichkeiten die Realisierung ihrer Expansionspläne schneller vorantreibt.

Doch selbst wenn der Wunsch nach mehr Flexibilität immer lauter wird, so spielen Pachtverträge, allen anderslautenden Aussagen zum Trotz, innerhalb des deutschen Markts weiterhin eine zentrale Rolle. Auf dem internationalen Parkett ist der Managementvertrag die bekannteste und gebräuchlichste Vertragsform. Zwar geben sowohl Kapitalgeber als auch Betreiber an, dass sie verstärkt an der Teilung von Chancen und Risiken interessiert sind. Die Auswertung der Hotour-Umfrage ergab allerdings, dass diese Aussagen in der Vertragswelt noch nicht 100%ig gelebt werden. Vielmehr sind die bekannten Denkstrukturen immer noch vorherrschend: Danach bevorzugen Betreiber den aus ihrer Sicht risikoarmen Managementvertrag, der die unternehmerischen Chancen und Risiken beim Investor belässt. Investoren hingegen hängen nach wie vor am vermeintlich „risikolosen“ Pachtvertrag.

Da der inhaltlichen Ausgestaltung der jeweiligen Vertragsform jedoch keine Grenzen gesetzt sind, kommt häufiger Kreativität ins Spiel. Investoren und Hotelgesellschaften verständigen sich immer noch auf den hierzulande üblichen Pachtvertrag, versuchen sich jedoch verstärkt auf fixe Zahlungen oder Garantiesummen in Verbindung mit flexiblen Vergütungen zu einigen. Anstatt einer Festpacht vereinbaren die Vertragspartner beispielsweise eine Umsatzpacht in Verbindung mit einer Basisgarantie.

Allerdings achten vor allem Betreiber immer noch sehr darauf, etwaige Risiken zu begrenzen. Hybride Vertragsformen, mit Bestandteilen aus Pacht- und Managementverträgen, gewinnen an Bedeutung, sofern sie den Vertragspartnern die gewünschte Flexibilität und dem Investor ausreichende Sicherheit, insbesondere hinsichtlich der Bedienung seines Fremdkapitals, verschaffen. Dabei ist festzustellen, dass es den typischen Hybridvertrag nicht gibt. Der Vertrag hat viele Gesichter, wobei seine tatsächliche Ausrichtung erheblich von der

Verhandlungsposition der Vertragspartner und hotelspezifischen Gegebenheiten abhängt.

Flexibilität ein Lippenbekenntnis?

Große und internationale Hotelgesellschaften setzen beim Betrieb vornehmlich auf Managementverhältnisse, so dass sie die hybriden Vertragsformen eher an den Besonderheiten des Managementvertrags ausrichten. Risiken aus Verpflichtungen für Personal und die bilanzielle Erfassung von Garantieverbindlichkeiten sollen nach Möglichkeit vermieden werden. Anders formuliert: Der Betreiber hat immer noch ein vorrangiges Interesse daran, sein Risiko zu begrenzen. Die Immobilie spielt für ihn nur eine Nebenrolle.

Dem Eigentümer der Immobilie ist neben der prognostizierten Rendite auch Prestige wichtig: eine repräsentative Marke an einem guten Standort. Es verwundert daher nicht, dass die Vertragswünsche der Verhandlungspartner vor allem an Primärstandorten erheblich auseinanderdriften (siehe Grafik): Da aus der Sicht des Investors der Standort die zu erwartende Rendite beeinflusst, gibt er eindeutig der Fixpacht den Vorzug. Alternativ wäre für seine Interessenlage noch die variable Pacht mit Mindestgarantie denkbar. Gänzlich undenkbar ist eine variable Pacht ohne das Garantieverprechen. Diese Vertragsvariante zählt mit dem Managementvertrag aus der Sicht des Betreibers jedoch zu seinen präferierten Vertragsformen.

Daraus ist zweierlei ersichtlich: Es wird zwar über neue Vertragsmodelle viel diskutiert und spekuliert. Auch ist ein Trend zum „Risk & Profit Sharing“ erkennbar. Fest steht aber auch, dass Betreiber, Banken und Investoren weiter versuchen, an ihren tradierten Verhaltensweisen festzuhalten. Flexibilität bei der Vertragsgestaltung ist bislang nur in den seltensten Fällen erkennbar. Spätestens beim Stichwort Garantiesumme ist zumindest für Investoren die Diskussion beendet.

Zweifelsohne schränken jedoch auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen in Deutschland die Kreativität bei der Vertragsgestaltung ein. Da die wichtigsten institutionellen Hotelinvestoren hierzulande wie etwa Versicherungen oder offene Immobilienfonds aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorschriften der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) keine gewerblichen Risiken eingehen dürfen, wie es bei Managementverträgen oder Pachtverträgen mit großen variablen Anteilen der Fall wäre, orientieren sich einige Fondsini-

tiatoren neu. Sie gehen den Weg über das benachbarte europäische Ausland. So wird bereits in Luxemburg an der Entwicklung von Fondsprodukten gearbeitet, mit denen die gesetzliche Bindung an Pachtverträge bei Investitionen umgangen werden kann.

Chancen abseits der Top-Standorte

Es darf allerdings nicht vergessen werden, dass sich trotz dieser gesetzlichen Bestimmungen auch Chancen bieten. Vor allem nationale, im kleineren Radius agierende Hotelgesellschaften bieten häufig an (Sekundär-)Standorten und für bestimmte (Nischen-)Produkte Pachtverträge an. Investoren, die abseits teilweise gesättigter Primärstandorte auf der Suche nach lukrativen Markteintrittsmöglichkeiten sind, werden somit neue Perspektiven geboten.

Unabhängig von der skizzierten Entwicklung bei der Vertragsgestaltung wird branchenspezifisches Know-how für Investoren und Finanziere immer wichtiger, um mit potenziellen Betreibern über die geeignete Vertragsform und deren Ausgestaltung zu verhandeln. Besonderheiten und einzelne Klauseln müssen hinsichtlich ihrer Wirkung bekannt sein. Im Mittelpunkt der Vertragsgestaltung sollte dabei grundsätzlich der Erfolg der Hotelimmobilie stehen. Denn es ist davon auszugehen, dass nicht zuletzt aufgrund der Subprimekrise die Finanzierung von Hotelimmobilien durch Banken künftig noch genauer geprüft wird und zudem die Abkehr vom Festpachtvertrag dazu führt, dass die Entwicklung des betrieblichen Cashflows als Basis für die Kapitaldienstfähigkeit noch stärker im Fokus steht.

Letztlich ist, und das wurde zumindest hierzulande in der Vergangenheit auf der Basis des vermeintlich sicheren Festpachtvertrags oft sträflich vernachlässigt, der Erfolg des Gewerbebetriebs Basis für den Erfolg der Immobilie. Nur so lassen sich die Chancen und Risiken der Hotelimmobilie fair auf die Partner verteilen. „Geht es dem Betreiber gut, geht es auch dem Investor gut“, muss die Devise bei der Vertragsgestaltung heißen. (pm)

Die Autorin: Martina Fidschuster ist geschäftsführende Gesellschafterin der Hotour Unternehmensberatung für Hotellerie und Touristik, Frankfurt am Main.

