

Wie man Immobilienprojekte finanziell führt

Aufgrund der langen Dauer und der hohen Anfangskosten sind Immobilienprojekte risikobehaftet. Eine stringente finanzielle Führung hilft mit, diese Risiken zu minimieren.

—VON STEPHAN BERGAMIN UND DANIEL ZAUGG

In Kürze Vor allem bei grossen Immobilienprojekten ist es entscheidend, wie die Projektabwicklung strukturiert wird. Die Organisation hat nicht nur einen Einfluss auf den Verlauf des Projektes, sondern auch auf dessen Bilanzierung. Mit der Einführung der internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS ist die finanzielle Führung von Immobilienprojekten matchentscheidend geworden. Der Artikel zeigt auf, wo die grössten Herausforderungen im Bereich des Value Reportings bei Immobilienprojekten liegen.



DR. OEC. HSG STEPHAN BERGAMIN ist CFO der Steiner-Gruppe (Karl Steiner AG). Er hat in St. Gallen ein Betriebswirtschaftsstudium abgeschlossen und verfügt zudem über ein Diplom als IFRS/IAS Accountant. stephan.bergamin@steiner.ch



DANIEL ZAUGG ist Partner bei Ernst & Young AG in Zürich. Er ist Mitglied des Ernst & Young IFRS Desk Schweiz sowie der globalen IFRS Gruppe «Real Estate & Construction». Zudem leitet er als Industry Leader den Bereich Real Estate & Construction in der Schweiz. daniel.zaugg@ch.ey.com

Sowohl für die Bau- als auch für die Immobiliendienstleister und Investoren wird es immer wichtiger, sich bereits in einer frühen Phase der Wertschöpfungskette eines Immobilien-Entwicklungsprozesses zu engagieren. Zum einen ist das Optimierungspotenzial der Immobilie in der Entwicklungsphase am höchsten – somit resultieren in der Nutzungsphase tiefere Betriebskosten. Zum anderen lassen sich mit einem frühen Engagement marginträchtigere Dienstleistungen erschliessen, während in der Nutzungsphase stabile Bewirtschaftungsumsätze generiert werden. Der Investor wiederum erschliesst sich mit Entwicklungsprojekten Neobjekte sowie die Möglichkeit auf lukrative Entwicklungsgewinne.

Eine hohe Wertschöpfung wird aber nur möglich, wenn der Immobilienentwickler von der Entwicklungsphase bis zur Baufertigstellung und Vollvermietung Bauträger bleibt und das optimale Verkaufstiming findet. Der Grund liegt vor allem darin, dass es in der Regel zwischen zwei und fünf Jahren dauert, bis ein Immobilienprojekt fertiggestellt ist. Zudem zeichnen sich Immobilienprojekte durch eine hohe Kapitalintensität aus. So sind bereits in einer frühen Phase grosse Investitionen notwendig, ohne dass die Marktfähigkeit des Immobilienprojektes gesichert ist. Aufgrund dieser Unsicherheiten ist ein professionelles Risiko- und Chancenmanagement wichtig. Diesen Besonderheiten ist auch bei einer Investition

in ein Immobilienprojekt Rechnung zu tragen.

Aus Risikoüberlegungen schätzt der Kapitalmarkt Geschäftstätigkeiten mit stabilen, wiederkehrenden Umsätzen und Cashflows sowie kontinuierlicher Gewinnrealisierung. Ein wichtiges Element dazu stellt die Fähigkeit zur Erhöhung des Shareholder Values (Value Creation) dar. Die Kapitalstruktur soll sich idealerweise durch eine vernünftige Eigenkapitalisierung und einen angemessenen Leverage auszeichnen. Aufgrund des spezifischen Geschäftsmodells des Immobilienentwicklers ist eine aggressive Fremdfinanzierung zu vermeiden, da insbesondere die Entwicklungsphase sehr risikobehaftet ist.

Vorhersehbarkeit und Glaubwürdigkeit sind weitere wichtige Prädikate für die Beurteilung von Immobilienprojekten aus Kapitalmarktsicht. Volatilitäten bezüglich Umsätzen und Gewinnen erschweren die Planbarkeit der Geschäftsentwicklung und führen zu Unsicherheiten. Genaue Prognosen durch das Management sind daher ein Muss. Insbesondere negative Abweichungen führen zu Verunsicherungen und bedingen einen hohen Kommunikationsaufwand. Wichtig sind ebenfalls Transparenz und Governance. Verlangt werden Unabhängigkeit – und keine Interessenskonflikte. Dabei wirkt es vertrauensbildend, wenn transparente und anerkannte Rechnungslegungsstandards angewendet werden.



Bild: istockphoto.com/DmitryShironosov

Für die Finanzierung von Immobilien gilt es, die optimale Mischung aus Eigen- und Fremdkapital zu finden.

Für kotierte Gesellschaften ist die externe Finanzberichterstattung ein wichtiges Instrument für die Kommunikation mit Investoren und Analysten. Von grosser Bedeutung in Europa sind dabei die International Financial Reporting Standards (IFRS). Deren oberstes Ziel ist es, ein tatsächliches Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu vermitteln. Wie die finanzielle Lage bei einem Immobilienentwickler konkret aussieht, ist gerade unter IFRS mit den heutigen Normen umstritten. Vereinzelt wird die Meinung vertreten, dass bis zum Übergang von Nutzen und Gefahr respektive Fertigstellung eines Immobilienprojektes kein Gewinn verbucht werden sollte. Dies führt dazu, dass während der mehrjährigen Entwicklungs- und Realisierungsphase kein operatives Ergebnis erfasst wird. Damit die Finanzzahlen von den Investoren richtig interpretiert werden, ist eine ausführliche Kommunikation der historischen und der künftigen finanziel-

len Performance für das Unternehmen daher absolut zentral.

Mangelnde Vergleichbarkeit der Performance

Für die Finanzberichterstattung nach IFRS ist zudem die Vergleichbarkeit der wirtschaftlichen Performance zwischen Unternehmen ein wichtiger Punkt. Die Einführung in Europa hat gezeigt, dass für IFRS unterschiedliche Interpretationen bestehen. Europäische Immobilienentwickler wenden deshalb unterschiedliche Bilanzierungsrichtlinien an: So werden in England Entwicklungsprojekte zum Fair Value bilanziert, während in Kontinentaleuropa die Herstellkosten dominieren. Die mangelnde Vergleichbarkeit ist eine grosse Herausforderung für das Management und ist in der Finanzpublizität zu berücksichtigen.

Ferner ist für die externe Berichterstattung Transparenz entscheidend.

Gerade unter IFRS braucht es umfangreiche Offenlegungen im Anhang. Die Herausforderung für den Finanzchef liegt darin, die Zahlen im Anhang klar und verständlich zu erläutern. Zwecks Transparenz müssen zusätzliche (nicht IFRS-pflichtige) Offenlegungen erfolgen. Der Finanzbericht nach IFRS sollte daher nur der Ausgangspunkt eines umfassenden Value Reportings sein.

Neben dem Value Reporting kommt dem Management Reporting eine wichtige Rolle zu. Adressat ist die operative Leitung und die Projektleitung. Das Management Reporting liefert jene Führungskennzahlen, welche für die Projektleitung erforderlich sind, um die Projekte professionell führen zu können. Voraussetzung ist, dass die Kennzahlen die wirtschaftliche Abbildung der Projekte sicherstellen – frei von Verzerrungen durch buchhalterische und rechnungslegungstechnische Vorgaben. In der Immobilienentwicklung sind dies Kennzahlen bezüglich Projekt-

profitabilität, Liquidität, Risk Management und Value Creation.

Der Immobilienentwickler führt das Projekt mit den Erfolgskennzahlen Leistungsumsatz, Fremd- und Eigenleistungen, einer Risikoeinschätzung sowie der resultierenden Bruttomarge. Betreffend Kapitalbindung muss er über Landinvestitionen, angefangene Arbeiten sowie die Entwicklungskosten im Bild sein. Die Ertragssituation im Verhältnis zum investierten Kapital ergibt den Return on Invested Capital (ROIC), eine wichtige Rentabilitätskennzahl.

Ein Praxisbeispiel soll die genannten Punkte genauer erläutern.

Fallbeispiel

Eine industrielle Gruppierung sah sich aufgrund des immer grösseren Wettbewerbsdrucks veranlasst, ihre Produktion ins Ausland zu verlagern. In Anbetracht des finanziellen Drucks musste das nun brachliegende Industrieareal devestiert werden. Erste Veräusserungsversuche zeigten, dass infolge des tristen Anblicks des Grundstückes, aber auch aufgrund hoher Altlasten kaum eine vernünftige Landbewertung resultierte. Deshalb wurden im Rahmen eines Immobilienentwicklungs-Auftrags die Nutzungsmöglichkeiten analysiert. Es entstand die Projektidee, einen Gebäudekomplex mit Gewerbe- und Wohnnutzung zu konzipieren. Immobilienexperten beurteilten diesen Vorschlag hinsichtlich Akzeptanz und zu erwartender Ertragspotenziale. Diese wiederum bildeten die Basis, um mit Abzug der Erstellungskosten den erzielbaren Landwert zu berechnen.

Aufgrund des Potenzials entschied sich der Immobilienentwickler dafür, das Industrieareal zu kaufen. Der Kauf wurde anhand eines «Share deals» abgewickelt, das heisst, das Industrieland gehört einer Aktiengesellschaft, deren Aktien der Entwickler kauft. Der Gebäu-

dekomplex wurde in vierjähriger Bauzeit erstellt.

Wie bereits erwähnt, zeichnet sich der Geldfluss bei einem Immobilienentwicklungsprojekt dadurch aus, dass die Investitionen ins Land, die Entwicklung und die Realisierung meist sehr hoch sind und der Rückfluss erst Jahre später mit dem Verkauf des fertiggestellten Gebäudes erfolgt (siehe Abbildung auf der rechten Seite). Der Immobilienentwickler hat nun verschiedene Optionen, um die Realisierung dieses Bauprojektes zu strukturieren. In Anlehnung an die Principal/Agency-Theorie kann er drei verschiedene «Principal»-Rollen übernehmen (siehe Tabelle auf Seite 22):

- A) Beim Bau auf eigene Rechnung bleibt der Immobilienentwickler Eigentümer des Landes und des Projektes. Die Gesellschaft, über die das Bauprojekt abgewickelt wird, wird zu 100 Prozent durch den Projektentwickler kontrolliert.
- B) Der Projektentwickler sucht externe Investoren, die sich direkt an der Projektgesellschaft beteiligen. In der Praxis werden solche Joint Ventures oft mit drei bis vier Investoren abgewickelt. Der Anteil am Joint Venture beträgt in diesem Fall nur 25 oder 33 Prozent.
- C) Der Projektentwickler verkauft das Land und das Projekt und unterzeichnet mit dem Käufer einen Generalunternehmer- oder Totalunternehmervertrag. Mit dieser Variante überträgt er das Vermietungsrisiko dem Investor. Beim Projektentwickler verbleiben das Realisierungsrisiko (Kosten, Termin und Qualität).

Auch für die Rechnungslegung ist entscheidend, wie das Entwicklungsprojekt zu Beginn strukturiert wird. Denn je nach Variante sind die Auswirkungen auf die Jahresrechnung nach IFRS völlig

anders. Im Falle der Entwicklung und Realisierung als Bauträger (Bau auf eigene Rechnung) ist aus Rechnungslegungssicht eine Vollkonsolidierung der entsprechenden Gesellschaft erforderlich.

Bei der Entwicklung und Realisierung zusammen mit einem externen Investor (Joint Venture) kontrolliert der Entwickler die Projektgesellschaft nicht, sondern hat nur massgeblichen Einfluss. Nach IFRS sind in diesem Falle zwei Varianten möglich: Equity- oder Quotenkonsolidierung. In Europa wird häufiger die Quotenkonsolidierung angewendet.

Daneben stellt sich die Frage, ob eine Zweckgesellschaft bzw. eine «Special Purpose Entity (SPE)» vorliegt. Eine SPE ist eine vom Initiator/Sponsor wirtschaftlich kontrollierte (oft stark fremdfinanzierte) Zweckgesellschaft, die durch deren Nichtkonsolidierung die Eigenkapitalquote vom Initiator/Sponsor verbessert bzw. nicht belastet. Falls ein Projektentwickler die wesentlichen Chancen und Risiken trägt, muss die SPE konsolidiert werden. Bei der Realisierung als Generalunternehmer (Bau für Dritte) liegt ein langfristiger Fertigungsvertrag gemäss IAS 11 vor.

Bei den Varianten A und B wird das Entwicklungsprojekt während der ganzen Bauphase zu Herstellkosten bilanziert. Der gesamte Gewinn wird erst am Schluss realisiert (Completed Contract Method, CCM). Mit dieser Bilanzierungsart ist es aber schwer, Kontinuität bezüglich der «Earnings» zu erreichen. Je nach Anzahl der Entwicklungsprojekte, die in einem Geschäftsjahr fertiggestellt werden, kann der Gewinn massiv höher oder tiefer ausfallen. In einem Jahr, in dem sich alle Entwicklungsprojekte in der Realisierung befinden, erzielt der Projektentwickler tendenziell einen Verlust (nicht aktivierbare Verwaltungs- und Verkaufskosten).

Bei der Variante C kann der Projektentwickler durch den Verkauf des Landes

Tab.: Die Auswirkungen der Principal-Varianten auf Bilanz und Erfolgsrechnung

Modelltyp	A: Entwicklung und Realisierung als Bauträger (Bau auf eigene Rechnung)	B: Entwicklung und Realisierung zusammen mit externem Investor (Joint Venture, JV)	C: Realisierung als Generalunternehmer (Bau für Dritte)
Fremdkapitalanteil/Leverage	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Die Projektgesellschaft muss konsolidiert werden. ▶ Die Schulden der Projektgesellschaft werden zu 100 Prozent im Konzernabschluss bilanziert. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Das JV muss nicht konsolidiert werden. Die Beteiligung wird zum anteiligen Eigenkapital (Equity-Konsolidierung) bewertet. ▶ Die Schulden werden in der Konzernrechnung nicht bilanziert («off balance sheet»-Finanzierung). 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Durch den Verkauf des Landes können die für das Projekt aufgenommenen Schulden frühzeitig amortisiert werden. ▶ Die GU-Tätigkeit sollte durch den mit dem Bauherrn vereinbarten Zahlungsplan finanziert sein, womit keine weitere Fremdfinanzierung notwendig ist.
Net Working Capital (NWC)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Aufgrund der hohen Anfangsinvestitionen sowie der langen Entwicklungsdauer sind substanzielle Vorinvestitionen notwendig. ▶ Das NWC wächst deshalb während der Projektdauer laufend an. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Das NWC des Immobilienentwicklers wird bei dieser Variante nicht beeinflusst, da das gesamte NWC direkt im JV ist. ▶ Beim Immobilienentwickler wird lediglich eine Beteiligung (üblicherweise) im Anlagevermögen ausgewiesen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Das NWC eines Generalunternehmers ist aufgrund der Anzahlungen des Bauherrn tief resp. oft sogar negativ. ▶ Erfolgen die Anzahlungen des Bauherrn frühzeitig, wird der Immobilienentwickler vorfinanziert. ▶ Diese Überschussliquidität gibt dem GU die notwendigen Cash-Reserven, aber auch Opportunitäten für kurzfristige Finanzanlagen (zusätzliche Finanzerträge).
Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Eine Gewinnaufnahme ist erst beim Verkauf resp. nach Fertigstellung des Gebäudes (Übergang von Nutzen und Gefahr) möglich. ▶ Die Gewinnaufnahme bei Immobilienentwicklern ist jedoch in der Praxis nicht einheitlich, da unterschiedliche Interpretationen von IFRS bestehen. ▶ In England werden z.B. Entwicklungsliegenschaften bereits während der Bauphase zum Fair Value bilanziert. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Eine Gewinnaufnahme ist analog der Variante A erst beim Verkauf resp. nach Fertigstellung des Gebäudekomplexes möglich. ▶ Der Immobilienentwickler erfasst aufgrund seiner Beteiligung am JV nur das anteilige Ergebnis. In der Praxis wird dieses Ergebnis teils vor und teils nach dem EBIT ausgewiesen. ▶ Bei einem Ausweis vor dem EBIT ist problematisch, dass das JV-Ergebnis eine Nettogrösse (nach Zinsen und Steuern) ist und somit der EBIT keine reine Grösse vor Zinsen und Steuern ist. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Der Gewinn aus dem Verkauf des Landes kann sofort realisiert werden. ▶ Der erwartete GU-Gewinn wird aufgrund des Projektfortschrittes anteilig (POCM) erfasst.
Earnings per Share (EPS)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Das Jahresergebnis wird durch laufende Projekte negativ beeinflusst, da der gesamte Projektgewinn erst am Schluss realisiert wird, aber laufend Verwaltungs- und Verkaufskosten anfallen. ▶ Je nach Anzahl der Projekte, die in einem Jahr abgeschlossen werden, besteht eine hohe Volatilität beim Jahresergebnis. ▶ Die Zinsen können während der Entwicklungs- und Realisierungsphase aktiviert werden. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Volatilität des Jahresergebnisses und Zeitpunkt der Gewinnrealisierung ist analog der Variante A. ▶ Zusätzlich kann jedoch der Projektentwickler bereits während der Entwicklungs- und Realisierungsphase anteilig (im Umfang der Drittbeteiligung am JV) die Honorare, die er dem JV verrechnet, in seiner Konzernrechnung gewinnwirksam erfassen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Die Volatilität des Jahresgewinnes ist wesentlich kleiner als bei Variante A und B.

IFRS die Basis für die Performancebeurteilung nach innen und nach aussen. Das Management muss sich dieser Vorzugsstellung von IFRS bewusst sein und diese in der Geschäftsführung entsprechend berücksichtigen. Aufgrund dieser spezifischen Situation ist der Finanzverantwortliche im Real Estate Development in besonderem Masse gefordert, die IFRS-Anforderungen mit den unterschiedlichen Ansprüchen gemäss Management Accounting und Kapitalmarkt unter einen Hut zu bringen.

Im Real Estate Development hat die Art der jeweiligen Geschäfte aufgrund der Kapitalintensität und der langen Dauer massgeblichen Einfluss auf Gewinnstabilität und -qualität. Die finanzielle Führung verlangt, dass die Projekt- und Portfoliostrukturen aktiv gesteuert werden, sodass das finanzielle Reporting den geforderten Ansprüchen genügt. Ein wichtiger operativer Hebel stellt dabei ein grosses Projektportfolio mit Projekten unterschiedlicher Grösse und Nutzung dar. Mit Volumina, verteilt auf viele mittlere Projekte, lassen sich grosse Schwankungen in Grenzen halten. Ein schneller Umschlag der Projekte fördert zudem die Glättung der Ergebnisentwicklung. Schliesslich können mit einem effizienten Kapitaleinsatz grosse Ausschläge vermieden werden.

Bezüglich der unterschiedlichen Grundsätze zur Gewinnrealisierung aus Sicht des Management Accounting und IFRS gilt es, diesen Sachverhalt in die operativen Entscheide einfließen zu lassen. Die finanzielle Berichterstattung eines Projektes zwingt unter Umständen dazu, Projektstrukturen so zu konzipieren, dass die negativen Auswirkungen minimiert werden. Wenn spezifische Gesellschaftsstrukturen zu einem Finanzausweis gemäss IFRS führen, der vom Management Accounting abweicht, müssen diese proaktiv erkannt und in der Finanzplanung berücksichtigt werden. Im Management Accounting sind

spezifische Auswertungen zu erstellen, welche die finanzielle Projektführung unterstützen. Im Falle eines Immobilienentwicklungsprojektes, das im Rahmen einer Equity-Beteiligung realisiert wird, kann eine konsolidierte Projektbetrachtung gemäss Quotenkonsolidierung hilfreich sein.

Zu guter Letzt müssen Offenlegungen gemäss IFRS mit dem Management besprochen werden, zumal das Eingehen von offenkundigen Ereignissen, beispielsweise Eventualverbindlichkeiten, die finanzielle Berichterstattung massgeblich beeinflussen kann.

Operative Führung von IFRS überzeugen

Oft klagen die operativ verantwortlichen Leute, IFRS sei für den Nichtspe-

zialisten methodisch ein Buch mit sieben Siegeln. Auch wird immer wieder die Kritik laut, dass IFRS einem steten Wandel unterworfen sei und immer wieder Änderungen aufträten. Es ist deshalb die Aufgabe des Finanzverantwortlichen, die operative Führung als finanzieller Lotse und Kommunikator von der finanziellen Berichterstattung gemäss IFRS zu überzeugen. Die vorausschauende Auseinandersetzung mit der Ergebnisentwicklung hilft, ungewollten Volatilitäten zuvorzukommen. Markante Ausschläge, die Grossprojekte gezwungenermassen nach sich ziehen, sind demgegenüber transparent und verständlich darzustellen. Dort, wo die IFRS-Normen ein Geschäft unzweckmässig oder falsch abbilden, ist es Aufgabe der Branche, Einfluss auf die Standardsetzung zu nehmen.

www.verlagskv.ch

Die besten Seiten
des Lernens.



IFRS – Der Überblick

Alan Dangerfield und
Bernhard Lampert

Verlag SKV
Postfach 1853
CH-8027 Zürich
Telefon (+41) 044 283 45 21
Fax (+41) 044 283 45 65
www.verlagskv.ch

4. Auflage 2006
230 Seiten, brosch., CHF 48.–
ISBN 978-3-286-51144-6

VERLAG : SKV