

Alternativen zur Bankfinanzierung für touristische Unternehmen – Vertiefungsarbeiten im Rahmen der Auslegeordnung Investitionsförderung

Prof. Dr. Philipp Lütolf
Dr. Manuel Bauer
Dr. Simon Amrein
Dr. Nicole Stuber-Berries

Rotkreuz, 11. April 2021

Kontakt:
philipp.luetolf@hslu.ch
041 757 67 81
Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ
Campus Zug-Rotkreuz
Suurstoffi 1, CH-6343 Rotkreuz

Management Summary

Rendite/Risiko-Profil touristischer Unternehmen

Die Geschäftsfelder touristischer Unternehmen gelten im Allgemeinen als kapitalintensiv und fixkostenlastig. Hinzu kommen ein zyklischer Ertrag sowie ein im internationalen Vergleich hohes Kostenniveau. Diese Konstellation führt dazu, dass die Ertragskraft in vielen Unternehmen eher schwach ist. Der Eigenkapitalgeber erreicht so keine risikoadäquate Rendite. Unternehmen, welche die genannten Probleme in den Griff bekommen und eine stabile hohe (Jahres-)Auslastung erreichen und/oder über ein kosten- und kapitaleffizientes Betriebskonzept verfügen, erreichen jedoch eine starke Rentabilität. Der Anteil dieser «Renditeunternehmen» an der Gesamtbranche (Unternehmen des Ferientourismus) liegt aber maximal bei 10 Prozent. Mehr als die Hälfte der Unternehmen (sog. «Zuschussunternehmen») hat Mühe, die notwendigen Ersatzinvestitionen zu verdienen und ist auf konstante Aussenfinanzierungsmassnahmen angewiesen. Dazwischen liegt die Kategorie der «Selbsterhaltungsunternehmen». Diese können die anstehenden Investitionen zu einem grossen Teil selber tragen. Im Gegensatz zum Zuschussunternehmen ist der Kapitalerhalt bei Selbsterhaltungsunternehmen aus Investorensicht nicht akut gefährdet.

Verbreitete Finanzierungsformen

Die bedeutendsten Finanzierungsformen sind Innenfinanzierung, Bankkredite und Aktienkapital. Im Bergbahnbereich kommt zudem den NRP-Darlehen und auch den Darlehen von «Family & Friends» eine wichtige Bedeutung zu. In der Hotellerie sind die SGH-Darlehen wichtig. Die Verfügbarkeit von Aktienkapital ist in der Bergbahnbranche besser als in der Hotellerie und Gastronomie, was an der sogenannten Systemrelevanz liegt. Aufgrund ökonomischer Abhängigkeiten lassen sich die lokale Bevölkerung und die Gemeinde deshalb viel besser für Aktienkapitalerhöhungen mobilisieren, um die «berühmte» Eigenkapitallücke zu schliessen. In der Hotellerie sind Förderstiftungen wie etwa die Schweizer Berghilfe oder kantonale Fördertöpfe Möglichkeiten zur Schliessung der Finanzierungslücke und damit zur Sicherung von Investitionen.

Wenig verbreitete Finanzierungsformen mit Ausbaupotenzial

Als Ergänzungsfinanzierung kann die Bedeutung von Crowdfunding zukünftig steigen. Der Tourismus ist dafür sehr gut geeignet. Es handelt sich dabei nicht nur um eine reine Finanzierungsart. Marketing und Kundenbindung spielen ebenfalls eine zentrale Rolle und sollten stärker beachtet werden.

Für öffentlich platzierte Anleihen ist der Kapitalbedarf vieler touristischen Unternehmen zu gering. Besser geeignet sind privatplatzierte Anleihen oder Darlehen. Für Renditeunternehmen und die bessere Hälfte der Selbsterhaltungsunternehmen könnte diese Art der Finanzierung an Bedeutung gewinnen. Es resultiert eine Diversifikation der Kapitalgeber und im Vergleich zu Bankkrediten sind flexiblere Finanzierungslösungen möglich. Kombinationen von nachrangigen und vorrangigen Finanzierungen sind denkbar.

Investoren touristischer Unternehmen

Die Verbreitung von reinen Finanzinvestoren, welche ausschliesslich auf Ausschüttungen und Wertsteigerungen fokussiert sind, ist im Tourismus gering. Häufig vertreten sind so genannte

Liebhaberinvestoren, welche entweder einen Discount bei der Rendite akzeptieren, auf eine Rendite verzichten oder sogar einen Kapitalverlust bewusst in Kauf nehmen. Bei Liebhaberinvestoren kann es sich um Kleinaktionäre oder um Mehrheitsaktionäre im Stile von Mäzenen handeln. Eine weitere Kategorie bilden die strategischen Investoren, welche das Ziel einer Wertsteigerung durch horizontale oder vertikale Unternehmensverbindungen verfolgen. Finanzielle Motive spielen dabei ebenfalls eine bedeutende Rolle. Ein weiteres strategisches Anlagemotiv ist die Erhaltung des touristischen Gesamtsystems. Der Investor verspricht sich von seiner Unterstützung eines touristischen Unternehmens einen persönlichen finanziellen Vorteil bzw. eine so genannte Umwegrendite.

Einschätzung der aktuellen Finanzierungssituation

Für Renditeunternehmen ist die Situation unproblematisch. Auch die besseren Selbsterhaltungsunternehmen dürften günstige Finanzierungen in ausreichendem Masse erhalten. Dank der starken Innenfinanzierung ist der Kapitalbedarf (relativ zum Cashflow) oft tief. Die schlechteren Selbsterhaltungsunternehmen profitieren von der Verfügbarkeit von Fördermitteln wie NRP oder SGH als Ergänzung zu den Bankkrediten. In der Bergbahnbranche haben auch viele Zuschussunternehmen Zugang zu den NRP-Finanzierungen. In der Hotellerie und Gastronomie ist die Finanzierungssituation im Bereich der ertragsschwachen Unternehmen angespannter. Die Schliessung der Eigenkapitallücke gestaltet sich schwieriger und scheitert öfter. Der Bedarf nach mehr Finanzierungsvolumen besteht vor allem bei den Zuschussunternehmen. Der Bedarf nach günstigeren Finanzierungen besteht hingegen bei der gesamten Branche.

Stossrichtungen zur Verbesserung der Finanzierungssituation

Wir haben den Fokus auf die fünf folgenden Stossrichtungen gelegt:

- **Stärkung der Innenfinanzierungskraft durch Unternehmensverbindungen und Kooperationen:** Die Innenfinanzierung bzw. der Cashflow sind absolut zentral für die Existenz von Unternehmen. Die Verfügbarkeit von FK und EK hängt vom Cashflow ab. Neben innerbetrieblichen Massnahmen können Unternehmensverbindungen und Kooperationen Potenzial zur Verbesserung der Innenfinanzierung aufweisen.
- **Stärkung des Eigenkapitals:** Eigenkapital stärkt das Vertrauen der Gläubiger. Eine Stärkung des Eigenkapitals verbessert die Finanzierungssituation. Es handelt sich um langfristiges, unkündbares und nicht fix verzinsliches Kapital. Ein vermehrter Einsatz von nachrangigem Fremdkapital könnte unter Umständen auch zielführend sein.
- **Einbezug von institutionellen Anlegern:** Bei der Bestimmung der Finanzierungskosten gehen die Banken im derzeitigen Zinsumfeld in der Regel von 0% als Basis aus und schlagen eine Marge bzw. einen Risikozuschlag drauf. Ein Hauptgrund liegt darin, dass viele Retailbanken sich immer noch stark über Spareinlagen von Privatpersonen finanzieren, wo nur bei sehr grossen Beträgen Negativzinsen angewandt werden. Der Kapitalmarkt bzw. institutionelle Anleger berücksichtigen hauptsächlich das reale Zinsumfeld, da sehr viele dieser Anleger aufgrund der Höhe des Anlagevolumens mittlerweile auch Negativzinsen auf deren Anlagen bezahlen müssen. Daher wird der Risikozuschlag zu einem negativen

Basiszinssatz addiert. Dies ist ein Grund, warum im aktuellen Zinsumfeld ein verstärkter Einbezug institutioneller Anleger in die Finanzierung touristischer Unternehmen attraktiv sein kann.

- **Steigerung des Bankfinanzierungsvolumens:** Die Verfügbarkeit von Bankkrediten kann unter Berücksichtigung derer Rahmenbedingungen allgemein als gut eingeschätzt werden. Mehr bzw. günstigere Kredite erhält ein Unternehmen, wenn es höhere Cashflows oder bessere Sicherheiten aufbringen kann, was mitunter auch mit der erwähnten Stärkung der Innenfinanzierungskraft einhergeht.
- **Unterstützung durch die öffentliche Hand:** Einige Lösungen zur Verbesserung der Finanzierungssituation funktionieren ohne staatliche Unterstützung nicht oder nur in beschränktem Ausmass. Es stellt sich daher die Frage nach staatlicher Hilfe.

Unterstützung durch die öffentliche Hand

Die Gemeinden kennen lokale Gegebenheiten am besten. Zudem ist das Potenzial für Umwegrenditen auf Stufe Gemeinde am grössten. Die Ebene der Gemeinde in die Finanzierung einzubeziehen ist daher sinnvoll. Sowohl Garantien, zinslose Investitionsdarlehen, à-fonds-perdu-Zuschüsse und Betriebskostenbeiträge haben ihre Vor- und Nachteile. Es ist zu prüfen, inwieweit der aktuelle Unterstützungsmix im Hinblick auf die Wirkung der gewählten Instrumente zu optimieren ist. Die Förderung von (meist kleinen) Einzelbetrieben ist aufwändig und kann zu Marktverzerrungen führen. Eine Förderung der Gesamtbranche sollte deshalb bedacht werden. Dies im Wissen, dass dann auch Unternehmen gefördert werden, welche es nicht nötig haben. Die öffentliche Hand sollte (wenn möglich) eine Gegenleistung für ihre finanzielle Unterstützung einfordern. Diese kann unterschiedliche Formen annehmen: (symbolische) Entschädigung für eine Staatsgarantie, erfolgsabhängige Amortisationen, Einleitung von Strukturverbesserungen, Beteiligung und Einbezug von lokalen Eigenkapitalinvestoren, etc.

Touristische Unternehmen, insbesondere Bergbahnunternehmen, beklagen sich regelmässig über den hohen Aufwand, welcher als Folge von diversen Regulierungen entsteht. Falls die Sicherheit der Infrastruktur und damit auch der Gäste sowie die wichtigsten Umweltaspekte durch allfällige Lockerungen nicht gefährdet würden (Externalitäten), hätte ein Regulierungsabbau grosse Vorteile. Zum einen würden alle Unternehmen davon profitieren. Zum anderen kosten die Massnahmen den Steuerzahler nichts. Eine einfach umsetzbare Massnahme mit allerdings grosser Wirkung könnte die Einführung eines Mehrwertsteuer-Sondersatzes auf Bergbahntickets sein.

Stärkung der Innenfinanzierungskraft durch Unternehmensverbindungen und Kooperationen

Viele touristische Unternehmen sind zu kleinstrukturiert. Es fehlt eine kritische Grösse. Hinzu kommt, dass auch an sich rentierende Kleinprojekte für Kapitalgeber aufgrund ihrer zu geringen Grösse unattraktiv sein können. Ein weiteres Problem kann eine ungenügende Koordination der einzelnen Leistungsträger in der Destination sein. Es werden zu unterschiedliche Ziele verfolgt. Strategien und Investitionen erfolgen zu wenig aufeinander abgestimmt. Es stellt sich die Frage, wie diese Probleme behoben werden können.

Innerhalb einer Destination sind folgende Ansätze prüfenswert: Betriebsgesellschaften, Supportgesellschaften, Infrastrukturgesellschaften, Fusionen und Übernahmen, Finanzierungsgesellschaften, Investitionskordinationsstellen. Mögliche Vorteile sind eine Bündelung der Kräfte, eine einheitliche

Abstimmung von (Investitions-)Strategien, eine gemeinsame Führung, Synergien auf der Kosten- und Ertragsseite und damit verbundene eine Steigerung des Cashflows oder eine verbesserte Stellung gegenüber den Kapitalgebern. Die Hürden zur Realisierung der genannten Modelle sind unterschiedlich hoch. Realisierungsaufwand und Nutzen stehen jedoch grundsätzlich in einem positiven Zusammenhang. Je nach Modell ist mehr oder weniger Unterstützung durch die öffentliche Hand sinnvoll und notwendig. Der grosse Vorteil eines Einbezugs der öffentlichen Hand sind reduzierte Finanzierungskosten. Entscheiden sich zum Beispiel Kanton und Gemeinde für eine Unterstützung von touristischen Unternehmen, kann sich die finanzielle Förderung einfacher gestalten. Es ist beispielsweise denkbar, dass dann nur noch Unternehmen gefördert werden, welche sich über die gemeinsame Finanzierungsgesellschaft finanzieren, oder nur Unternehmen, welche sich ihre Investitionen durch die Investitionskordinationsstelle absegnen lassen. Gemeinde und Kantone können dann im Gegenzug für finanzielle Unterstützung auf die Ausgestaltung von Förderkriterien einwirken. Nicht zu vernachlässigen sind die Hürden, welche einer Realisierung der erwähnten Modelle im Weg stehen. Es handelt sich dabei beispielsweise um psychologische Faktoren, Verlust von Eigentum und Kontrolle, steuerliche Aspekte, Bewertungsfragen beim Einbringen von Infrastruktur in gemeinsame Gesellschaften oder um Fragen der Besetzung von neu gegründeten Entscheidungsgremien. Generell ist davon auszugehen, dass lokale Unternehmensverbindungen grössere Synergien freisetzen können als überregionale Verbindungen. Die erwähnten Modelle sind allerdings auch auf überregionaler Basis möglich.

Stärkung des Eigenkapitals

Wenn die Ertragskraft und das Rendite/Risikoprofil stimmen, können kollektive Anlagegefässe auf grösseres Investoreninteresse stossen. Der Investor profitiert dann von einem Diversifikationsvorteil. Für Fremdkapitalinvestoren schafft das Eigenkapital Vertrauen. Zusagen für Fremdkapitalfinanzierungen sind zurecht oft an Eigenkapitalbeteiligungen geknüpft. Nicht immer gelingt es den Projektinitianten die sogenannte Eigenkapitalücke zu schliessen. Die Problematik von fehlendem Eigenkapital dürfte für Betriebe der Hotellerie/Gastronomie schwerwiegender sein als für Bergbahnen. Besonders betroffen von der Problematik sind oft kleine Betriebe mit fehlendem Track-Record (Bilanz- und Erfolgsrechnung über mehrere Jahre hinweg). Trotz vielversprechender, innovativer Geschäftsmodelle ist der Zugang zu Bankfinanzierungen oft erschwert. Hilfe bieten dann à-fonds-perdu-Zuschüsse, welche die Form von Investitions- oder Betriebskostenbeiträge erfolgen können. Wichtig aus Sicht der touristischen Unternehmen ist es, die staatlichen oder privaten Möglichkeiten überhaupt zu kennen. In diesem Bereich besteht jedoch Handlungsbedarf. Eine Möglichkeit könnte sein, dass sich Kantonbanken (und auch Regionalbanken) an einer Stiftung beteiligen, die innovative touristische Projekte fördert, welche für die traditionellen Finanzierungskanäle nicht in Frage kommen. Ergänzend finanziert sich die Stiftung über Spenden und Beiträge anderer Stiftungen.

Um Eigenkapitalgeber zu gewinnen braucht es die sogenannte Investment Story, welche das Potenzial für Ausschüttungen und Gewinnwachstum schmackhaft machen soll. Für Liebhaberinvestoren braucht es ebenfalls eine passende Story. Die Investoren, welche sich grundsätzlich im Umfeld des Unternehmens befinden, müssen begeistert werden. Liebhaberinvestoren haben teilweise auch das Bedürfnis «ihr»

Unternehmen bzw. die gesamte Destination vorwärtszubringen. Auch daran kann sich die Story orientieren. Hilfreich für die Kapitalbeschaffung sind einfache, einprägsame Slogans wie etwa «Nonstop to the Top». Unter diesem Motto stand die Crowdfunding-Kampagne zur Finanzierung der neuen Schlossalmbahn der Bad Gasteiner Bergbahnen, welche dem Gast einen Umsteigevorgang erspart. Kapitalerhöhungen oder Crowdfunding-Kampagnen sind nicht nur reine Finanztransaktionen. Sie müssen zwingend auch aus einer Marketing- und Kommunikationsperspektive betrachtet werden. Unter Berücksichtigung von Marketingeffekten kann die Finanzierung über vermeintlich «teures» (mit viel Aufwand verbundenem) Kapital durch Crowdfunding sehr attraktiv sein. Sowohl für eine erfolgreiche Aktienplatzierung als auch für eine gelungene Crowdfunding-Kampagne braucht es ein Publikum bzw. eine Crowd. Jedes touristische Unternehmen muss sich seine eigene Crowd schaffen. Im Normalfall handelt es sich dabei um die Kundengruppe, häufig bestehend aus Personen aus der Region und Stammgästen. Diese Kundenkontakte müssen nicht erst mit dem Kapitalbedarf gepflegt werden. Es handelt sich vielmehr um eine Daueraufgabe. Internetbasierte Plattformen wie «wemakeit» oder «lokalhelden» können den Unternehmen den Aufwand für die Mobilisierung von Geldgebern nicht abnehmen. Netzwerkpflege und «Klinkenputzen» ist Sache des Unternehmens. Der Vermittler bzw. die Plattformen können unterstützend wirken und ihr Know-how zur Verfügung stellen. Die in der Schweiz verfügbaren Plattformen sind diesbezüglich gut aufgestellt. Weil jedes Unternehmen bzw. zumindest jede Region eine eigene Crowd aufweist, ist es fraglich, ob eine auf touristische Projekte spezialisierte Plattform einen grossen zusätzlichen Nutzen stiften kann.

Die Erfahrungen vieler erfolgreicher Publikumsaktienemissionen zeigen, dass sich ein Mindestinvestitionsbetrag bzw. ein Ausgabepreis von beispielsweise mindestens CHF 2000 oder mehr lohnt. Mit einer tieferen Stückelung von CHF 200 oder noch weniger werden sicherlich etwas mehr Kapitalgeber angesprochen. Viele werden jedoch den Mindestbetrag wählen, so dass das Kapitalbeschaffungsvolumen trotz grösserem Teilnehmerkreis deutlich geringer ausfällt. Naturalleistungen wie Gutscheine oder Gratisfahrten stellen für den Liebhaberinvestor attraktive geldwerte Leistungen dar. Sie können daher sowohl bei Aktienkapitalerhöhungen als auch bei Crowdfunding-Komponenten einen wichtigen Erfolgsfaktor darstellen. Unternehmen müssen sich jedoch bewusst sein, dass bezogene Naturalleistungen in Zukunft zu einem Umsatzrückgang führen werden. Es handelt sich teilweise um eine Vorfinanzierung. Indem zukünftige Einnahmen vorgezogen und zur Investitionsfinanzierung eingesetzt werden, können diese zukünftig nicht mehr anderswertig eingesetzt werden. Angesichts der Dringlichkeit und der Bedeutung einzelner Investitionen ist eine Vorfinanzierung sicherlich gerechtfertigt. Besonders lohnenswert ist eine derartige Finanzierung für Projekte, welche glaubhaft eine Steigerung des Betriebsertrags erwarten lassen.

Einbezug institutioneller Investoren (FK) – Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen

Aus Diversifikationsgesichtspunkten könnten kollektive Finanzierungsgefässe attraktiv sein. Möglich wären beispielsweise eine Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen. Wichtig ist, dass eine Finanzierungslösung erreicht wird, von welcher auch Rendite- und Selbsterhaltungsunternehmen profitieren können. Ansonsten wird das für das Funktionieren notwendige Finanzierungsvolumen nicht erreicht. Zudem hilft der Einbezug der guten Unternehmen das Risiko tief zu halten. Für Zuschussunternehmen, oder zumindest für den schlechteren Teil davon, dürfte ein Zugang zur Finanzierungslösung ausgeschlossen sein. Ohne

Staatsgarantie würde eine kollektive Finanzierungslösung sehr wahrscheinlich kein für Investoren attraktives Investment Grade-Rating erreichen. Bei einer Emissionszentrale wäre es daher am einfachsten, wenn der Bund die Anleihen garantiert. Im Innenverhältnis könnte er von Gemeinden und Kantonen Garantien verlangen. Für das Funktionieren ist es erstens wichtig, dass auf eine Solidarhaftung verzichtet wird. Zweitens ist entscheidend, dass im Innenverhältnis unterschiedliche Finanzierungsbedingungen durchgesetzt werden können. Ansonsten würden die «guten» Unternehmen kaum mitmachen. Falls die Erfolgsvoraussetzungen erfüllt sind, stehen die Chancen für eine erfolgreiche Emissionszentrale gut. Nach Berücksichtigung von Rückstellungen und Administrationsaufwand könnte ein attraktiver Zinskostenvorteil bestehen bleiben. Wenn Bergbahnunternehmen, Unternehmen aus dem Beherbergungssektor und auch touristische Infrastruktur von Berggemeinden über eine Emissionszentrale finanziert werden, kann die kritische Grösse erreicht werden.

Prüfungswert ist die Option die Anleihen als «Green» oder zumindest «Transition» Bonds zu positionieren. Finanziert werden könnten dann allerdings nur Investitionen, welche zur Reduktion des Energieaufwands von beispielsweise Transportanlagen, zu einer wasserschonender Beschneidung oder zur Erhöhung der Energieeffizienz von Gebäuden beitragen. Dadurch liessen sich weitere Investoren ansprechen. Dass der Verwendungszweck der Anleihen ausschliesslich für grüne Zwecke investiert wird, könnte ein zusätzlicher Rechtfertigungsgrund für eine Staatsgarantie sein. Die Staatsgarantie würde dann nicht nur der Sicherung des Tourismus in den Bergregionen dienen, sondern auch Umweltaspekten. Zudem könnte ein höheres Interesse der Investoren resultieren. Der Vermarktung einer Anleihe kann der grüne Aspekt durchaus förderlich sein. Bei einer hundertprozentig durch den Bund garantierten Anleihe wäre dies wohl nicht von Bedeutung. Für eine Anleihe mit einem Rating im Bereich A bis AA wäre es allerdings von Vorteil, dass mit dem grünen Anlagemotiv für zusätzliches Interesse gesorgt wird. Wichtig ist, dass der Aufwand für die Administration tief gehalten werden kann. Es wäre etwa vorstellbar, dass die an der Emissionszentrale teilnehmenden Unternehmen ein Factsheet einreichen, welches die ökologischen Auswirkungen der Investition beschreiben. Im Anschluss ist über die Zielerreichung Rechenschaft abzulegen. Die Emissionszentrale publiziert jährlich einen kurzen Bericht zum Stand der Dinge. Nicht nur öffentliche platzierte Anleihen, sondern auch Privatplatzierungen könnten als «grün» oder zumindest als «Transition» vermarktet werden.

Einbezug institutioneller Investoren (FK) – Finanzierungspools mit Privatplatzierungen

Es stellt sich die Frage, ob alternativ zu einer Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen, ein Modell einer an die im angelsächsischen Raum verbreiteten «Securitisation»-Strukturen denkbar wäre. In diesem Modell ist ein Finanzierungspool als sogenanntes «SPV - Special Purpose Vehicle» zu gründen. Als Rechtsform könnte eine Aktiengesellschaft dienen. Im Finanzierungspool werden Ausleihungen an touristische Unternehmen «gepoolt». Finanziert wird das SPV einerseits über Eigenkapital und andererseits über Fremdkapitaltranchen mit unterschiedlicher Subordinationsstufe. Das Fremdkapital kann in Form privatplatzierter Anleihen oder Darlehen aufgenommen werden. Als Investoren kommen ausschliesslich institutionelle Anleger sowie sophistische Privatanleger in Betracht. Die Ausgestaltung der Aktivseite ist

der Emissionszentrale ähnlich. Bei der Auswahl der am Finanzierungspool teilnahmeberechtigten Unternehmen stellen sich daher die gleichen Problemstellungen.

Zahlungsausfälle werden zunächst über das Eigenkapital gedeckt. Die ersten beispielsweise 25% der Verluste tragen die Eigenkapitalgeber. Die nächsten beispielsweise 15% gehen zu Lasten der Mezzaninen Finanzierungstranche. Dafür erhalten die Mezzaninen Kapitalgeber eine höhere Verzinsung als Entschädigung als die übrigen Fremdkapitalgeber. Die Junior- und Senior-Debt-Tranchen weisen daher einen 40%-Puffer auf. Erst wenn 40% der Finanzierungen ausfallen, sind diese von Verlusten betroffen. Entscheidend für das Pricing der Fremdkapitaltranchen sind neben dem Eigenkapitalanteil des Finanzierungskonstrukts die Ausfallwahrscheinlichkeiten bzw. die erwarteten Verluste. Investoren zufolge wären bei einem Eigenkapitalanteil von ca. 25% bis 30% attraktive Fremdkapitalkonditionen möglich. Die Senior Debt-Tranche könnte ein sehr gutes Rating, evt. annähernd AAA, bekommen. Für die Aufbringung des Eigenkapitals kommen Finanzinvestoren kaum in Frage. Zu unattraktiv ist das Rendite/Risiko-Potenzial. Als Eigenkapitalgeber müssten daher Bund und Kantone gewonnen werden. Dann stellt sich die Frage, wie Bund und Kantone für die Zurverfügungstellung des Eigenkapitals entschädigt werden. Im für die touristischen Unternehmen besten Fall könnte auf eine Entschädigung verzichtet werden. Es wäre aber auch denkbar, dass der Eigenkapitalgeber in Form einer «symbolischen» Rendite entschädigt wird. Als Anhaltspunkt könnten die Zinssätze auf nachrangigen Darlehen der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit dienen.

Einbezug institutioneller Investoren – Darlehensaufnahmen über Gemeinden

Im Hinblick auf Finanzierungen bei institutionellen Investoren könnte es am einfachsten sein, wenn die Gemeinde den Kredit selber aufnimmt und die aufgenommenen Mittel an das touristische Unternehmen weiterleitet. Gemeinde mit mindestens einem A-Rating dürften von Versicherungen oder Pensionskassen sehr günstige, langfristige Kredite bekommen, welche oft keine Amortisation vorsehen.

Mit der Kreditaufnahme erhöht sich die Gemeindeverschuldung, was zu einer Verschlechterung des Ratings führt. Entscheidend ist, ob die Gemeinde bzw. womöglich das Stimmvolk zum Schluss kommen, dass eine Finanzierung von beispielsweise dem Bergbahnunternehmen erstens politisch wünschbar und zweitens auch tragbar ist. Angenommen, eine Gemeinde kann ein Darlehen über 10 Jahre zu einem Zinssatz von 0.25% aufnehmen. Das Bergbahnunternehmen kann sich bei der Bank zu einem Zinssatz von beispielsweise 1.25% finanzieren. Es müsste den Kredit über sieben Jahre amortisieren. Die Finanzierung über die Gemeinde hat den Vorteil, dass sie 100 Basispunkte günstiger ist als der Bankkredit. Hinzu kommt der Vorteil einer längeren Laufzeit und dass über die Laufzeit keine Amortisationen geleistet werden müssen.

Für das touristische Unternehmen ist es am besten, wenn es der Gemeinde den Zinssatz von 0.25% und keine jährliche Amortisation leistet. Die Gemeinde könnte sich das Risiko zumindest teilweise entschädigen lassen, indem der Kredit zu einem Zinssatz von beispielsweise 0.75% an das Bergbahnunternehmen weitergegeben wird. Die Finanzierung wäre für das Bergbahnunternehmen immer noch 50 Basispunkte günstiger als der Bankkredit. Es wäre auch denkbar, dass die Gemeinde vom Kreditnehmer eine jährliche Amortisation

verlangt. Als Kompromiss könnte die Hälfte des Kreditbetrags amortisiert werden. In diesem Fall hätte die Gemeinde nach der Hälfte der Laufzeit ein Viertel des Kreditvolumens zurück.

Sowohl Verzinsung als auch Amortisation könnten variabel ausgestaltet sein. Damit könnte der hohen Abhängigkeit von Wetter und Schnee Rechnung getragen werden. Eine derartige Ausgestaltung der Finanzierung könnte eine Win-Win-Situation für beide Parteien darstellen. Das Bergbahnunternehmen profitiert von einer geringeren Zinsbelastung, einer langfristigen Finanzierung und einem von den Einnahmen abhängigen Schuldendienst, was die Flexibilität erhöht. Im Rahmen eines Bankkredits wäre eine derartige Flexibilität kaum denkbar. Die Gemeinde kann mit dem Kredit zur Weiterentwicklung der touristischen Infrastruktur beitragen. Falls die Entwicklung positiv verläuft, kann die Gemeinde sogar Geld verdienen auf der Finanzierung.

Einbezug institutioneller Investoren (EK) – Immobilienanlagegefäss

Ein interessanter Ansatz könnte die Schaffung eines Immobilienfonds bzw. eines Immobilienanlagegefässes sein. Dieser Fonds könnte in der Form von Eigenkapital in Hotelliegenschaften investieren. An der Finanzierung könnte sich einerseits der Bund beteiligen, indem er beispielsweise bis zu CHF 200 Millionen zur Verfügung stellt. In gleichem Umfang könnten institutionelle Investoren mitfinanzieren. Der Bund würde auf einen Teil «seiner» Rendite zugunsten der übrigen Investoren verzichten. Dadurch würde der Anreiz zur Teilnahme institutioneller Investoren steigen. Der Fonds könnte im Rahmen von Neu- oder grösseren Umbauten investieren. Zu klären wäre die konkrete Anlagestrategie des Fonds bzw. welchen Kriterien die Hotelobjekte genügen müssen. Auf jeden Fall würde der Fonds an der Trennung von operativem Betrieb und Eigentum ansetzen, und dadurch einen Mehrwert zu realisieren versuchen. Administrativ würde der Fonds über die SGH laufen. Die SGH würde dann unter anderem in die Bewertung der Immobilien und in die Beurteilung der Betreiberqualität eingebunden. Die aktuell tiefen Zinsen können auch für ein derartiges Finanzierungsmodell von Vorteil sein. Bei der Investorensuche kommt den Netzwerken der Banken eine wichtige Bedeutung zu. Es ist nicht auszuschliessen, dass auch aus lokalpatriotischen Motiven investiert würde. Neben der Möglichkeit eines nationalen Immobilienanlagegefässes wären auch kantonale Lösungen mit Unterstützung der Kantone denkbar. Wichtig ist, dass eine ausreichende Diversifikation erreicht wird.

Förderung von Bankfinanzierungen -Garantielösung

Sowohl ein Ansatz über öffentliche Anleihen einer Emissionszentrale als auch ein Ansatz über eine Securisation-Struktur könnten attraktiv sein. Dies aber unter den folgenden beiden Voraussetzungen: Zwecks Risikoreduktion ist die Lösung mit einer (zumindest teilweisen) Staatsgarantie ausgestattet. Die Administration der dafür erforderlichen Finanzierungsvehikel fällt so schlank wie möglich aus. Es stellt sich nun die Frage, ob eine vergleichbare Wirkung auch mit einer «Bankenlösung» erreicht werden kann. Damit ein «fairer» Vergleich stattfinden kann, muss der präsentierte Lösungsansatz ebenfalls mit einer Staatsgarantie ausgestattet sein.

Wichtig ist, dass die Bank in einer derartigen Lösung ein ausreichend hohes Risiko trägt, welches eine fundierte Kreditanalyse rechtfertigt. Ist dies der Fall, ist eine Überwälzung der Kreditentscheidung und des damit verbundenen Aufwands an die Bank möglich. Gemeinden und allenfalls Kantone sollten in die Haftung

miteinbezogen werden. So ist ein lokales Commitment zum Investitionsprojekt gegeben. Weiter ist zu empfehlen, dass die staatliche Garantie an das Vorhandensein von Eigenkapital geknüpft ist. Wenn ein Projekt beispielsweise zu mindestens 30% mit Eigenkapital finanziert wird, könnte der Kredit für eine Staatsgarantie qualifizieren. Der Bankkredit wird zur Hälfte vom Staat garantiert. Dabei teilen sich Bund und Gemeinde/Kanton die Garantie jeweils hälftig. Die restliche Hälfte des Kredits ist nicht durch die öffentliche Hand garantiert.

Mit der präsentierten Lösung könnten die Finanzierungskosten der touristischen Unternehmen gesenkt werden. Im Vergleich zum Ansatz über die Emissionszentrale wird die Reduktion wohl etwas geringer ausfallen. Dafür ist unter sonst gleichen Bedingungen auch das Risiko der öffentlichen Hand tiefer. Ein weiterer Vorteil der Bankenlösung sind deutlich geringere Abwicklungskosten.

Im Vergleich zu den schweizerischen Bürgschaftsgenossenschaften wäre die vorliegende Lösung nicht auf ein Volumen von CHF 1'000'000 beschränkt. Der durch den Bund garantierte Anteil an den Verlusten würde mit der vorliegenden Lösung kleiner ausfallen. Dafür könnte auf eine Risikoprämie verzichtet werden.

Résumé de Gestion

Profil de rendement/risque des entreprises touristiques

Les secteurs d'activité des entreprises de tourisme sont généralement considérés comme des secteurs à forte intensité de capital et à coûts fixes élevés. En outre, les bénéfices sont cycliques et les coûts sont élevés si l'on effectue une comparaison à l'internationale. Cette constellation conduit au fait que la rentabilité de nombreuses entreprises est plutôt faible. Par conséquent, le fournisseur de capitaux propres n'obtient pas un rendement adapté au risque. Toutefois, les entreprises qui parviennent à maîtriser les problèmes mentionnés et à atteindre un taux élevé et stable d'utilisation des capacités (annuelles) et/ou qui ont un concept d'exploitation efficace en termes de coûts et de capital parviennent à une forte rentabilité. Toutefois, la part de ces « entreprises de rendement » dans l'ensemble de l'industrie est de 10 % au maximum. Plus de la moitié des entreprises (dites « entreprises subventionnées ») peinent à réaliser les investissements de remplacement nécessaires et dépendent constamment de mesures de financement externes. Entre les deux se trouve la catégorie des « entreprises autonomes ». Celles-ci sont en mesure de financer elles-mêmes une grande partie des investissements à venir. Contrairement aux sociétés subventionnées, dans le cas des sociétés autonomes, la préservation du capital n'est pas gravement menacée du point de vue de l'investisseur.

Formes communes de financement

Les formes de financement les plus importantes sont le financement interne, les prêts bancaires et le capital social. Dans le secteur des chemins de fer de montagne, les prêts NPR et les prêts de « Family & Friends » sont également importants. Dans l'industrie hôtelière, les prêts SCH sont importants. La disponibilité du capital social est meilleure dans le secteur des chemins de fer de montagne que dans celui de l'hôtellerie et de la restauration, ce qui s'explique par la pertinence dite du système. En raison des dépendances économiques, la population locale et la collectivité peuvent donc être beaucoup mieux mobilisées pour les augmentations de capital afin de combler le « fameux » déficit de capitaux propres. Dans l'hôtellerie, les fondations de financement telles que l'Aide suisse à la montagne ou les pots de financement cantonaux sont des possibilités pour combler le manque de financement et ainsi garantir les investissements.

Des formes de financement moins répandues avec un potentiel d'expansion

Le crowdfunding pourrait devenir plus important à l'avenir en tant que forme supplémentaire de financement. Le tourisme s'y prête très bien. Il ne s'agit pas seulement d'une forme pure de financement. Le marketing et la fidélisation de la clientèle jouent également un rôle central et devraient bénéficier d'une plus grande attention.

Pour les obligations placées publiquement, les exigences en matière de capital de nombreuses entreprises touristiques sont trop faibles. Les obligations ou les prêts privés sont mieux adaptés. Pour les entreprises de rendement et la meilleure moitié des entreprises autonomes, ce type de financement pourrait gagner en importance. Il en résulte une diversification des fournisseurs de capitaux et des solutions de financement plus souples sont possibles vis-à-vis des banques. Des combinaisons de financements subordonnés et supérieurs sont envisageables.

Investisseurs dans des entreprises de tourisme

La prévalence des investisseurs financiers purs, qui se concentrent exclusivement sur les distributions et l'appréciation de la valeur, est faible dans le tourisme. Les investisseurs dits passionnés sont souvent représentés. Ils acceptent une réduction du rendement, renoncent à un rendement ou acceptent même consciemment une perte de capital. Ces investisseurs passionnés peuvent être de petits actionnaires ou des actionnaires majoritaires dans le style des mécènes. Une autre catégorie est constituée d'investisseurs stratégiques, qui poursuivent l'objectif d'accroître la valeur par le biais de connexions d'entreprise horizontales ou verticales. Les motivations financières jouent également un rôle important. Un autre motif d'investissement stratégique est la préservation du système touristique global. L'investisseur attend un avantage financier personnel ou un rendement dit indirect de son soutien à une entreprise touristique.

Évaluation de la situation financière actuelle

Pour les entreprises de rendement, la situation n'est pas problématique. Même les entreprises autonomes les meilleures devraient être en mesure d'obtenir un financement favorable dans une mesure suffisante. Grâce à un financement interne important, les besoins en capitaux (par rapport aux flux de trésorerie) sont souvent faibles. Les entreprises autonomes moins bonnes bénéficient de la disponibilité de subventions telles que NPR ou SCH en complément des prêts bancaires. Dans le secteur des chemins de fer de montagne, de nombreuses entreprises subventionnées ont également accès au financement NPR. Dans le secteur de l'hôtellerie et de la restauration, la situation du financement est plus tendue dans le domaine des entreprises à faibles revenus. Comblé le manque en capitaux propres est plus difficile et échoue plus souvent. Le besoin d'un plus grand volume de financement existe principalement parmi les sociétés subventionnées. Le besoin d'un financement plus favorable, d'autre part, existe dans tout le secteur.

Priorités pour améliorer la situation financière

Nous nous sommes concentrés sur les cinq domaines clés suivants :

- **Renforcer le pouvoir de financement interne par des liens et des collaborations avec les entreprises** : Le financement interne ou flux de trésorerie est absolument essentiel à l'existence des entreprises. La disponibilité de capitaux externes et de capital propre dépend de la trésorerie. Outre les mesures intra-entreprise, les liens et les collaborations entre entreprises peuvent potentiellement améliorer le financement interne.
- **Renforcer le capital propre** : Le capital propre renforce la confiance des créanciers. Le renforcement du capital propre améliore la situation financière. Il s'agit d'un capital à long terme, non résiliable et à intérêt non fixe. L'augmentation de l'utilisation de capital externe de second rang pourrait également être efficace dans certaines circonstances.
- **Participation d'investisseurs institutionnels** : Lorsqu'elles déterminent le coût du financement dans le contexte actuel des taux d'intérêt, les banques prennent généralement pour base 0 % et y ajoutent une marge ou une prime de risque. L'une des principales raisons est que de nombreuses banques de détail dépendent encore largement des dépôts d'épargne des particuliers, pour lesquels les taux d'intérêt négatifs ne sont appliqués qu'à de très gros montants. Le marché des capitaux ou les investisseurs institutionnels

tiennent principalement compte de l'environnement des taux d'intérêt réels, car un très grand nombre de ces investisseurs doivent désormais également payer des intérêts négatifs sur leurs investissements en raison de l'importance du volume d'investissement. Par conséquent, la prime de risque s'ajoute à un taux de base négatif. C'est l'une des raisons pour lesquelles, dans le contexte actuel des taux d'intérêt, une participation accrue des investisseurs institutionnels au financement des entreprises touristiques peut être intéressante.

- **Augmenter le volume de financement bancaire** : La disponibilité de crédits bancaires peut généralement être considérée comme bonne, compte tenu de leurs conditions générales. Une entreprise peut obtenir des prêts plus nombreux ou plus avantageux si elle peut réunir des flux de trésorerie plus importants ou de meilleures garanties, ce qui va parfois de pair avec le renforcement du pouvoir de financement interne mentionné plus haut.
- **Soutien du secteur public** : Certaines solutions pour améliorer la situation financière ne fonctionnent pas sans le soutien du gouvernement, ou seulement dans une mesure limitée. La question du soutien gouvernemental se pose donc.

Soutien du secteur public

Ce sont les municipalités qui connaissent le mieux les conditions locales. En outre, c'est au niveau municipal que le potentiel de rendement indirect est le plus important. Il est donc logique d'impliquer le niveau municipal dans le financement. Les garanties, les prêts d'investissement sans intérêt, les subventions à fonds perdus et les contributions aux frais de fonctionnement ont tous leurs avantages et leurs inconvénients. Il convient d'examiner dans quelle mesure le dosage actuel des aides peut être optimisé en termes d'impact des instruments choisis. Le soutien aux entreprises individuelles (généralement de petite taille) est coûteux et peut entraîner des distorsions du marché. Il convient donc d'envisager un soutien à l'ensemble du secteur. Ceci en sachant que les entreprises qui n'en ont pas besoin seront alors également promues. Le secteur public devrait (si possible) exiger quelque chose en échange de son soutien financier. Cela peut prendre différentes formes : (symbolique) la compensation d'une garantie de l'État, l'amortissement lié à la performance, l'initiation d'améliorations structurelles, la participation et l'implication d'investisseurs en capital locaux, etc.

Les entreprises touristiques, notamment les compagnies de chemin de fer de montagne, se plaignent régulièrement des coûts élevés résultant de diverses réglementations. Si la sécurité de l'infrastructure et donc aussi des hôtes ainsi que les aspects environnementaux les plus importants n'étaient pas mis en danger par d'éventuels assouplissements (externalités), une réduction des réglementations aurait de grands avantages. D'une part, toutes les entreprises en bénéficieraient. Deuxièmement, ces mesures ne coûteraient rien au contribuable. Une mesure facile à mettre en œuvre mais qui aurait un impact important pourrait être l'introduction d'un taux de TVA spécial sur les billets de train de montagne.

Renforcer le pouvoir de financement interne par des relations et des collaborations avec les entreprises

De nombreuses entreprises touristiques ont une structure trop petite. Il leur manque une taille critique. En outre, les petits projets qui sont rentables en eux-mêmes peuvent ne pas être attrayants pour les investisseurs parce qu'ils sont trop petits. Un autre problème peut être la coordination insuffisante des différents prestataires

de services dans la destination. Trop d'objectifs différents sont poursuivis. Les stratégies et les investissements ne sont pas suffisamment coordonnés. La question se pose de savoir comment remédier à ces problèmes.

Au sein d'une destination, les approches suivantes sont à envisager : sociétés d'exploitation, sociétés de soutien, sociétés d'infrastructure, fusions et acquisitions, sociétés de financement, organismes de coordination des investissements. Les avantages possibles sont un regroupement des forces, une coordination uniforme des stratégies (d'investissement), une gestion commune, des synergies du côté des coûts et des revenus et l'augmentation du cash-flow qui en découle ou une meilleure position vis-à-vis des fournisseurs de capitaux. Les obstacles à la réalisation des modèles mentionnés sont différemment élevés. Cependant, le coût de la mise en œuvre et les avantages sont généralement corrélés positivement. Selon le modèle, un soutien plus ou moins important du secteur public est utile et nécessaire. Le grand avantage de l'implication du secteur public est la réduction des coûts de financement. Si, par exemple, le canton et la municipalité décident de soutenir les entreprises touristiques, le soutien financier peut être plus simple. Il est concevable, par exemple, que seules les entreprises qui se financent par l'intermédiaire de la société de financement mixte ou que seules les entreprises dont les investissements sont approuvés par le bureau de coordination des investissements soient alors soutenues. En échange d'un soutien financier, les communes et les cantons pourraient alors influencer la formulation des critères de promotion. Il ne faut pas négliger les obstacles qui s'opposent à la mise en œuvre des modèles mentionnés. Il s'agit, par exemple, de facteurs psychologiques, de la perte de propriété et de contrôle, d'aspects fiscaux, de questions d'évaluation lorsque des infrastructures sont apportées à des sociétés communes, ou de questions relatives à la composition des organes décisionnels nouvellement créés. En général, on peut supposer que les liens locaux entre entreprises peuvent dégager des synergies plus importantes que les liens suprarégionaux. Cependant, les modèles mentionnés sont également possibles sur une base suprarégionale.

Renforcer le capital propre

Si la rentabilité et le profil risque/rendement sont bons, les véhicules de placement collectif peuvent susciter un intérêt accru de la part des investisseurs. L'investisseur bénéficie alors d'un avantage de diversification. Pour les investisseurs en dette, les capitaux propres créent la confiance. Les engagements de financement de capitaux externes sont souvent liés à une participation au capital, et ce à juste titre. Les initiateurs de projets ne parviennent pas toujours à combler le manque de capital propre. Le problème du manque de capital propre est probablement plus grave pour les entreprises du secteur de l'hôtellerie et de la restauration que pour les chemins de fer de montagne. Les petites entreprises qui manquent d'antécédents (bilan et compte de résultat sur plusieurs années) sont souvent particulièrement touchées par le problème. Malgré des modèles d'entreprise prometteurs et innovants, l'accès au financement bancaire est souvent difficile. L'aide est alors apportée par des subventions à fonds perdus, qui peuvent prendre la forme de contributions aux investissements ou aux coûts de fonctionnement. Du point de vue des entreprises touristiques, il est important de connaître les possibilités publiques ou du secteur privé en premier lieu. Cependant, il est nécessaire d'agir dans ce domaine. Une possibilité serait que les banques cantonales (et aussi les banques régionales) participent à une fondation qui promeut des projets touristiques innovants qui ne sont pas éligibles aux canaux

de financement traditionnels. En outre, la fondation serait financée par des dons et des contributions d'autres fondations.

Pour attirer les fournisseurs de capitaux propres, il faut une histoire d'investissement, qui doit rendre acceptable le potentiel de distribution et de croissance des bénéficiaires. Une histoire appropriée est également nécessaire pour les investisseurs passionnés. Les investisseurs, qui sont fondamentalement dans l'environnement de l'entreprise, doivent être enthousiastes. Les investisseurs passionnés ont parfois aussi besoin de promouvoir « leur » entreprise ou la destination entière. L'histoire peut également être orientée dans ce sens. Des slogans simples et accrocheurs tels que « Nonstop to the Top » sont utiles pour lever des capitaux. Telle était la devise de la campagne de crowdfunding destinée à financer le nouvel ascenseur Schlossalm de Bad Gastein Bergbahnen, qui permet aux clients d'éviter un transfert. Les augmentations de capital ou les campagnes de crowdfunding ne sont pas que de pures transactions financières. Il est impératif de les considérer également sous l'angle du marketing et de la communication. Si l'on tient compte des effets marketing, le crowdfunding via des capitaux supposés « coûteux » (impliquant beaucoup d'efforts) peut être très attractif. Pour qu'un placement d'actions et une campagne de crowdfunding soient couronnés de succès, il faut qu'il y ait un public ou une foule. Chaque entreprise touristique doit créer sa propre foule. Normalement, il s'agit du groupe de clients, souvent composé de personnes de la région et d'invités réguliers. Il n'est pas nécessaire de cultiver d'abord ces contacts avec la clientèle en ayant besoin de capitaux. Il s'agit plutôt d'une tâche permanente. Les plateformes Internet telles que « wemakeit » ou « lokalhelden » ne peuvent pas soulager les entreprises de l'effort nécessaire pour mobiliser les bailleurs de fonds. C'est à l'entreprise d'entretenir son réseau et de nouer des contacts. L'intermédiaire ou les plateformes peuvent apporter leur soutien et mettre à disposition leur savoir-faire. Les plateformes disponibles en Suisse sont bien positionnées à cet égard. Comme chaque entreprise ou du moins chaque région a sa propre foule, on peut se demander si une plateforme spécialisée dans les projets touristiques peut apporter beaucoup d'avantages supplémentaires.

L'expérience de nombreuses émissions publiques d'actions réussies montre qu'un montant d'investissement minimum ou un prix d'émission d'au moins 2000 CHF, par exemple, est utile. Une valeur plus faible, de 200 CHF ou même moins, attirera certainement un peu plus d'investisseurs. Cependant, beaucoup choisiront le montant minimum, de sorte que le volume des capitaux levés est nettement inférieur malgré le groupe plus important de participants. Les avantages en nature, tels que les bons d'achat ou les trajets gratuits, représentent des avantages monétaires intéressants pour l'investisseur enthousiaste. Ils peuvent donc constituer un facteur de réussite important tant pour les augmentations de capital que pour les composantes du crowdfunding. Toutefois, les entreprises doivent être conscientes que les avantages en nature reçus entraîneront une diminution des recettes à l'avenir. Il s'agit, en partie, d'un préfinancement. En reportant les recettes futures et en les utilisant pour financer les investissements, elles ne pourront plus être utilisées d'une autre manière à l'avenir. Compte tenu de l'urgence et de l'importance des investissements individuels, le préfinancement est certainement justifié. Ce type de financement est particulièrement intéressant pour les projets dont on peut raisonnablement attendre une augmentation du revenu d'exploitation.

Participation d'investisseurs institutionnels (capital externe) – Centrale d'émission avec obligations publiques

Du point de vue de la diversification, les véhicules de financement collectif pourraient être intéressants. Par exemple, il serait possible de créer un office central d'émission d'obligations publiques. Il est important de trouver une solution de financement dont les entreprises de rendement et les entreprises autonomes peuvent également bénéficier. Sinon, le volume de financement nécessaire au fonctionnement du système ne sera pas atteint. En outre, l'inclusion de bonnes entreprises permet de maintenir le risque à un niveau faible. Pour les sociétés de subvention, ou du moins pour la plus grande partie d'entre elles, l'accès à la solution de financement devrait être exclu. Sans la garantie de l'État, une solution de financement collectif n'obtiendrait très probablement pas une notation de niveau investissement attrayante pour les investisseurs. Dans le cas d'un organisme émetteur central, la solution la plus simple serait donc que le gouvernement fédéral garantisse les obligations. Sur le plan interne, elle pourrait exiger des garanties de la part des communes et des cantons. Pour que cela fonctionne, il est tout d'abord important que la responsabilité de solidarité soit supprimée. Deuxièmement, il est essentiel que des conditions de financement différentes puissent être appliquées dans la relation interne. Sinon, les « bonnes » entreprises ne participeraient guère. Si les conditions de réussite sont réunies, les chances de succès d'un institut de délivrance sont bonnes. Après prise en compte des provisions et des frais administratifs, un avantage attractif en termes de coût d'intérêt pourrait subsister. Si les compagnies de chemin de fer de montagne, les entreprises du secteur de l'hébergement et également les infrastructures touristiques des communautés de montagne sont financées par l'intermédiaire d'un centre d'émission, la taille critique peut être atteinte.

L'option consistant à positionner les obligations comme des obligations « vertes » ou au moins « de transition » mérite d'être examinée. Dans ce cas, cependant, seuls les investissements qui contribuent à réduire la consommation d'énergie, par exemple, des installations de transport, à l'enneigement économe en eau ou à l'augmentation de l'efficacité énergétique des bâtiments pourraient être financés. Cela permettrait d'attirer d'autres investisseurs. Le fait que les obligations soient investies exclusivement à des fins écologiques pourrait constituer une justification supplémentaire pour une garantie de l'État. La garantie de l'État servirait alors à assurer non seulement le tourisme dans les régions de montagne, mais aussi les aspects environnementaux. En outre, un niveau d'intérêt plus élevé de la part des investisseurs pourrait en résulter. La commercialisation d'une obligation pourrait bien bénéficier de l'aspect écologique. Dans le cas d'une obligation garantie à cent pour cent par le gouvernement fédéral, cela n'aurait probablement pas d'importance. Toutefois, pour une obligation dont la notation se situe entre A et AA, il serait avantageux que le thème de l'investissement vert suscite un intérêt supplémentaire. Il est important que les coûts administratifs puissent être maintenus à un faible niveau. Il serait concevable, par exemple, que les entreprises participant au centre d'émission soumettent une fiche descriptive de l'impact écologique de l'investissement. Par la suite, ils devront rendre compte de la réalisation de leurs objectifs. La centrale d'émission publie un bref rapport annuel sur l'état de la situation. Non seulement les obligations placées publiquement, mais aussi les placements privés pourraient être commercialisés comme "verts" ou au moins comme « de transition ».

Inclusion d'investisseurs institutionnels (capital externe) – Pools de financement avec placements privés

La question se pose de savoir si, comme alternative à un office central d'émission d'obligations publiques, un modèle de structure de « titrisation » similaire à celui répandu dans le monde anglo-saxon serait envisageable. Dans ce modèle, un pool de financement devrait être établi en tant que « SPV - Special Purpose Vehicle ». Une société par actions pourrait servir de forme juridique. Dans le pool de financement, les prêts aux entreprises touristiques sont « regroupés ». Le SPV est financé d'une part par des capitaux propres et d'autre part par des tranches de capitaux empruntés avec différents niveaux de subordination. Les capitaux d'emprunt peuvent être levés sous la forme d'obligations ou de prêts privés. Seuls les investisseurs institutionnels et les investisseurs privés avertis peuvent être considérés comme des investisseurs. La structure de l'actif est similaire à celle de l'office central d'émission. Les mêmes problèmes se posent donc lors de la sélection des entreprises susceptibles de participer au pool de financement.

Les défauts de paiement sont initialement couverts par les fonds propres. Les premiers, disons 25 % des pertes, sont supportés par les investisseurs en capital. Les 15% suivants, par exemple, sont supportés par la tranche de financement mezzanine. En contrepartie, les fournisseurs de capital mezzanine reçoivent un taux d'intérêt plus élevé que les autres fournisseurs de dette. Les tranches de dette junior et senior ont donc un tampon de 40%. Ce n'est que lorsque 40 % du financement fait défaut qu'ils sont affectés par des pertes. Les probabilités de défaillance ou les pertes attendues sont déterminantes pour la fixation du prix des tranches de la dette, en plus de la partie capitaux propres de la construction financière. Selon les investisseurs, des conditions d'emprunt attrayantes seraient possibles avec une part de capital d'environ 25 à 30 %. La tranche de la dette senior pourrait se voir attribuer une très bonne note, éventuellement proche de AAA. Les investisseurs financiers ne sont guère une option pour lever des fonds propres. Le rapport risque/rendement potentiel est trop peu attrayant. Il faudrait donc convaincre la Confédération et les cantons d'entrer dans le capital. La question se pose alors de savoir comment la Confédération et les cantons seront indemnisés pour l'apport de fonds propres. Dans le meilleur des cas pour les entreprises de tourisme, la compensation pourrait être supprimée. Toutefois, il serait également concevable que le fournisseur de capitaux propres soit rémunéré sous la forme d'un rendement « symbolique ». Les taux d'intérêt des prêts subordonnés de la société suisse de crédit hôtelier pourraient servir de point de référence.

Participation d'investisseurs institutionnels – Emprunts par l'intermédiaire des municipalités

En ce qui concerne le financement par des investisseurs institutionnels, le plus simple est peut-être que la municipalité contracte elle-même le prêt et transfère les fonds collectés à l'entreprise touristique. Les municipalités ayant au moins la note A sont susceptibles d'obtenir des prêts à long terme très favorables auprès des compagnies d'assurance ou des fonds de pension, qui ne prévoient souvent pas d'amortissement.

L'emprunt augmente la dette de la municipalité, ce qui entraîne une détérioration de la notation. Le facteur décisif est de savoir si la municipalité, ou éventuellement l'électorat, arrive à la conclusion que le financement de la compagnie des chemins de fer de montagne, par exemple, est d'abord politiquement souhaitable et ensuite aussi durable. Supposons qu'une municipalité puisse contracter un prêt sur 10 ans à un taux d'intérêt de 0,25 %. La compagnie de chemin de fer de montagne peut obtenir un financement de la banque à un taux

d'intérêt de 1,25 %, par exemple. Elle devrait amortir le prêt sur sept ans. Le financement par la municipalité a l'avantage d'être 100 points de base moins cher que le prêt bancaire. En outre, il y a l'avantage d'une durée plus longue et qu'aucun amortissement ne doit être effectué sur la durée.

Pour l'entreprise de tourisme, il est préférable de payer à la municipalité un taux d'intérêt de 0,25 % et aucun amortissement annuel. La municipalité pourrait être au moins partiellement compensée pour le risque en transférant le prêt à la compagnie de chemin de fer de montagne à un taux d'intérêt de 0,75%, par exemple. Le financement serait toujours 50 points de base moins cher pour la compagnie ferroviaire de montagne que le prêt bancaire. Il serait également concevable que la municipalité exige un amortissement annuel de la part de l'emprunteur. En guise de compromis, la moitié du montant du prêt pourrait être amortie. Dans ce cas, la municipalité se verrait restituer un quart du volume du prêt après la moitié de la durée.

Tant le taux d'intérêt que l'amortissement peuvent être variables. Cela permettrait de tenir compte de la forte dépendance aux conditions météorologiques et à la neige. Un tel arrangement financier pourrait être une situation gagnant-gagnant pour les deux parties. L'entreprise ferroviaire de montagne bénéficie d'une charge d'intérêt plus faible, d'un financement à long terme et d'un service de la dette dépendant des recettes, ce qui augmente la flexibilité. Une telle flexibilité serait presque inconcevable dans le cadre d'un prêt bancaire. La municipalité peut utiliser le prêt pour contribuer au développement de l'infrastructure touristique. Si l'évolution est positive, la municipalité peut même gagner de l'argent sur le financement.

Participation d'investisseurs institutionnels (capital externe) – Véhicule d'investissement immobilier

Une approche intéressante pourrait être la création d'un fonds immobilier ou d'un véhicule d'investissement immobilier. Ce fonds pourrait investir dans des propriétés hôtelières sous forme d'actions. D'une part, le gouvernement fédéral pourrait participer au financement, par exemple en fournissant jusqu'à 200 millions de francs. Les investisseurs institutionnels pourraient cofinancer dans la même mesure. La Confédération renoncerait à une partie de « son » rendement en faveur des autres investisseurs. Cela inciterait davantage les investisseurs institutionnels à participer. Le fonds pourrait investir dans le cadre de nouveaux bâtiments ou de transformations majeures. La stratégie d'investissement spécifique du fonds devra être clarifiée, ainsi que les critères auxquels les propriétés hôtelières devront répondre. Dans tous les cas, le fonds se concentrera sur la séparation de l'activité opérationnelle et de la propriété, et tentera ainsi de réaliser une valeur ajoutée. Sur le plan administratif, le fonds serait géré par la SCH. SGH serait alors impliqué, entre autres, dans l'évaluation des propriétés et dans l'appréciation de la qualité des opérateurs. Les faibles taux d'intérêt actuels pourraient également constituer un avantage pour un tel modèle de financement. Les réseaux des banques jouent un rôle important dans la recherche d'investisseurs. Il n'est pas exclu que des investissements soient également réalisés pour des motifs patriotiques locaux. Outre la possibilité d'un véhicule de placement immobilier national, des solutions cantonales avec le soutien des cantons seraient également envisageables. Il est important d'atteindre une diversification suffisante.

Promotion du financement bancaire – Solution de garantie

Tant une approche par le biais d'obligations publiques émises par un organisme central d'émission qu'une approche par le biais d'une structure de titrisation pourraient être intéressantes. Toutefois, cela est soumis aux deux conditions suivantes : Afin de réduire les risques, la solution est assortie d'une garantie publique (au moins partielle). L'administration des véhicules de financement nécessaires est aussi légère que possible. La question se pose maintenant de savoir si un effet comparable peut également être obtenu avec une « solution bancaire ». Pour qu'une comparaison « équitable » puisse avoir lieu, la solution présentée doit également être dotée d'une garantie de l'État.

Il est important que la banque dans une telle solution supporte un risque suffisamment élevé pour justifier une analyse de crédit solide. Si tel est le cas, il est possible de répercuter la décision de crédit et les frais associés sur la banque. Les municipalités et, si nécessaire, les cantons doivent être inclus dans la responsabilité. Cela garantit un engagement local en faveur du projet d'investissement. Il est également recommandé que la garantie de l'État soit liée à l'existence de fonds propres. Par exemple, si un projet est financé avec au moins 30 % de fonds propres, le prêt peut bénéficier d'une garantie souveraine. La moitié du prêt bancaire est garantie par l'État. Le gouvernement fédéral et la municipalité/canton partagent chacun la moitié de la garantie. La moitié restante du prêt n'est pas garantie par l'État.

Avec la solution présentée, les coûts de financement des entreprises touristiques pourraient être réduits. Par rapport à l'approche via le bureau de délivrance, la réduction sera probablement un peu plus faible. En revanche, dans des conditions par ailleurs identiques, le risque du secteur public est plus faible. Un autre avantage de la solution bancaire est la réduction significative des coûts de manutention.

Par rapport aux coopératives de garantie suisses, la présente solution ne serait pas limitée à un volume de 1 000 000 CHF. La part des pertes garanties par la Confédération serait plus faible avec la solution actuelle. En contrepartie, une prime de risque pourrait être supprimée.

Riepilogo della gestione

Profilo di rendimento/rischio delle imprese turistiche

I segmenti di attività delle aziende turistiche sono generalmente considerati ad alta intensità di capitale e a costo fisso. Inoltre, i guadagni sono ciclici e i costi sono alti per gli standard internazionali. Questa costellazione porta al fatto che il potere di guadagno in molte aziende è piuttosto debole. In questo modo, l'investitore azionario non ottiene un rendimento adeguato al rischio. Tuttavia, le aziende che gestiscono i problemi di cui sopra e raggiungono un alto utilizzo stabile della capacità (annuale) e/o hanno un concetto operativo efficiente in termini di costi e capitale, ottengono una forte redditività. Tuttavia, la quota di queste "aziende di rendimento" nel totale dell'industria è al massimo del 10%. Più della metà delle imprese (le cosiddette "imprese sovvenzionate") fanno fatica a guadagnare i necessari investimenti di sostituzione e dipendono da costanti misure di finanziamento esterno. In mezzo c'è la categoria delle "imprese autosufficienti". Saranno in grado di sostenere da soli gran parte dei prossimi investimenti. Contrariamente all'impresa sovvenzionata, la conservazione del capitale non è fortemente minacciata nel caso delle imprese autoconservatrici dal punto di vista dell'investitore.

Forme comuni di finanziamento

Le forme di finanziamento più importanti sono il finanziamento interno, i prestiti bancari e il capitale sociale. Nel settore delle ferrovie di montagna, i prestiti NRP e anche i prestiti "Family & Friends" sono importanti. I prestiti SCA sono importanti nel settore alberghiero. La disponibilità di capitale proprio è migliore nel settore delle ferrovie di montagna che nel settore alberghiero e della ristorazione, il che è dovuto alla cosiddetta rilevanza del sistema. A causa delle dipendenze economiche, è quindi molto più facile mobilitare la popolazione locale e la comunità per gli aumenti di capitale sociale al fine di colmare il "famigerato" deficit di capitale. Nel settore alberghiero, le fondazioni di finanziamento come l'Aiuto Svizzero alla Montagna o i salvadanai cantonali sono modi per colmare il divario di finanziamento e quindi assicurare gli investimenti.

Forme di finanziamento meno diffuse con potenziale di espansione

Come finanziamento supplementare, l'importanza del crowdfunding potrebbe aumentare in futuro. Il turismo è molto buono per questo. Non è solo un puro tipo di finanziamento. Anche il marketing e la fedeltà dei clienti giocano un ruolo centrale e dovrebbero essere oggetto di maggiore attenzione.

I requisiti di capitale di molte aziende turistiche sono troppo bassi per le obbligazioni collocate pubblicamente. Sono più adatti le obbligazioni o i prestiti collocati privatamente. Questo tipo di finanziamento potrebbe diventare più importante per le imprese a scopo di lucro e la metà migliore delle imprese che si autofinanziano. Il risultato è una diversificazione dei fornitori di capitale e sono possibili soluzioni di finanziamento più flessibili nei confronti delle banche. Sono concepibili combinazioni di finanziamenti subordinati e senior.

Investitori di imprese turistiche

La prevalenza di investitori finanziari puri, che si concentrano esclusivamente sulle distribuzioni e sull'apprezzamento del valore, è bassa nel turismo. Sono spesso rappresentati i cosiddetti investitori entusiasti, che accettano uno sconto nel rendimento, rinunciano a un rendimento o addirittura accettano consapevolmente una perdita di capitale. Gli investitori appassionati possono essere piccoli azionisti o azionisti di maggioranza nello stile dei mecenati. Un'ulteriore categoria è formata dagli investitori strategici, che perseguono l'obiettivo di aumentare il valore attraverso collegamenti aziendali orizzontali o verticali. Anche le motivazioni finanziarie giocano un ruolo significativo. Un altro motivo di investimento strategico è la conservazione del sistema turistico complessivo. L'investitore si aspetta un beneficio finanziario personale o un cosiddetto ritorno indiretto dal suo sostegno a un'impresa turistica.

Valutazione dell'attuale situazione finanziaria

La situazione non è problematica per le aziende di rendimento. Le imprese meglio autosufficienti dovrebbero anche essere in grado di ottenere una quantità sufficiente di finanziamenti favorevoli. Grazie al forte finanziamento interno, i requisiti di capitale (rispetto al flusso di cassa) sono spesso bassi. Le imprese autosufficienti più povere beneficiano della disponibilità di sussidi come NRP o SCA per integrare i prestiti bancari. Nell'industria delle ferrovie di montagna, molte società di sovvenzioni hanno anche accesso ai finanziamenti NRP. Nel settore alberghiero e della ristorazione, la situazione dei finanziamenti è più tesa nel settore delle imprese a basso reddito. Chiudere il gap di capitale proprio è più difficile e fallisce più spesso. La necessità di un maggior volume di finanziamenti esiste soprattutto tra le imprese di sovvenzioni. La necessità di finanziamenti più economici, d'altra parte, esiste in tutta l'industria.

Passi per migliorare la situazione finanziaria

Abbiamo posto l'accento sulle seguenti cinque spinte:

- **Rafforzare il potere di finanziamento interno attraverso i legami e la cooperazione aziendale:** Il finanziamento interno o flusso di cassa è assolutamente centrale per l'esistenza delle imprese. La disponibilità di debito e capitale proprio dipende dal flusso di cassa. Oltre alle misure interne, i legami e le cooperazioni aziendali possono avere il potenziale per migliorare il finanziamento interno.
- **Rafforzamento del capitale proprio:** Il capitale proprio rafforza la fiducia dei creditori. Il rafforzamento del capitale proprio migliora la situazione dei finanziamenti. Si tratta di un capitale a lungo termine, non cancellabile e non a tasso fisso. Un maggiore uso del debito subordinato può anche essere appropriato in certe circostanze.
- **Inclusione degli investitori istituzionali:** Nel determinare i costi di finanziamento nell'attuale ambiente dei tassi d'interesse, le banche di solito prendono lo 0% come base e aggiungono un margine o premio di rischio. Una delle ragioni principali è che molte banche al dettaglio fanno ancora molto affidamento sui depositi di risparmio dei privati, dove i tassi di interesse negativi sono applicati solo a somme molto grandi. Il mercato dei capitali o gli investitori istituzionali tengono conto principalmente dell'ambiente dei tassi d'interesse reali, dato che molti di questi investitori ora devono anche pagare tassi d'interesse negativi sui loro investimenti a causa della dimensione del volume degli investimenti. Pertanto, il premio

di rischio si aggiunge a un tasso di base negativo. Questo è uno dei motivi per cui, nell'attuale ambiente dei tassi d'interesse, può essere interessante un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali nel finanziamento delle imprese turistiche.

- **Aumento del volume dei finanziamenti bancari:** La disponibilità di prestiti bancari può essere generalmente valutata come buona, tenendo conto delle loro condizioni generali. Un'azienda riceve prestiti più o più favorevoli se può raccogliere flussi di cassa più elevati o migliori garanzie, il che a volte va anche di pari passo con il suddetto rafforzamento del potere di finanziamento interno.
- **Sostegno del settore pubblico:** Alcune soluzioni per migliorare la situazione finanziaria non funzionano senza il sostegno del governo, o solo in misura limitata. Si pone quindi la questione degli aiuti di Stato.

Sostegno del settore pubblico

Le comunità conoscono meglio le condizioni locali. Inoltre, il potenziale di rendimenti diversi è maggiore a livello comunale. Pertanto, ha senso includere il livello comunitario nel finanziamento. Entrambe le garanzie, i prestiti d'investimento senza interessi, le sovvenzioni a fondo perduto e i contributi ai costi operativi hanno i loro vantaggi e svantaggi. Si dovrebbe esaminare la misura in cui l'attuale mix di sostegno deve essere ottimizzato in termini di impatto degli strumenti scelti. Sostenere le singole aziende agricole (di solito piccole) è costoso e può portare a distorsioni del mercato. La promozione dell'industria nel suo insieme dovrebbe quindi essere presa in considerazione. Questo nella consapevolezza che poi vengono promosse anche imprese che non ne hanno bisogno. Le autorità pubbliche dovrebbero (ove possibile) esigere un quid pro quo per il loro sostegno finanziario. Questo può assumere diverse forme: (simbolico) la compensazione di una garanzia statale, l'ammortamento basato sulle prestazioni, l'avvio di miglioramenti strutturali, la partecipazione e il coinvolgimento di investitori azionari locali, ecc.

Le imprese turistiche, specialmente quelle di montagna, si lamentano regolarmente degli alti costi che derivano dai vari regolamenti. Se la sicurezza dell'infrastruttura e quindi anche degli ospiti, così come gli aspetti ambientali più importanti non fossero messi in pericolo da eventuali rilassamenti (esternalità), una riduzione della regolamentazione avrebbe grandi vantaggi. Da un lato, tutte le aziende ne beneficerebbero. In secondo luogo, le misure non costano nulla al contribuente. Una misura di facile attuazione ma di grande impatto potrebbe essere l'introduzione di un'aliquota IVA speciale sui biglietti delle ferrovie di montagna.

Rafforzare il potere di finanziamento interno attraverso i legami aziendali e la cooperazione

Molte imprese turistiche hanno una struttura troppo piccola. Manca una dimensione critica. Inoltre, i piccoli progetti che sono redditizi di per sé possono anche essere poco attraenti per gli investitori perché sono troppo piccoli. Un altro problema può essere l'insufficiente coordinamento dei singoli fornitori di servizi nella destinazione. Ci sono troppi obiettivi diversi che vengono perseguiti. Le strategie e gli investimenti non sono sufficientemente coordinati. Si pone la questione di come questi problemi possano essere risolti.

All'interno di una destinazione, vale la pena considerare i seguenti approcci: Società operative, società di supporto, società di infrastrutture, fusioni e acquisizioni, società di finanziamento, agenzie di coordinamento degli investimenti. I possibili vantaggi sono un raggruppamento delle forze, un coordinamento uniforme delle strategie (d'investimento), una gestione comune, sinergie sul lato dei costi e dei guadagni e il relativo

aumento del flusso di cassa o una migliore posizione nei confronti dei fornitori di capitale. Gli ostacoli per la realizzazione dei modelli menzionati sono diversi. Tuttavia, i costi e i benefici dell'implementazione sono generalmente correlati positivamente. A seconda del modello, un sostegno maggiore o minore da parte del settore pubblico è utile e necessario. Il grande vantaggio di coinvolgere il settore pubblico è la riduzione dei costi di finanziamento. Se, ad esempio, il cantone e il comune decidono di sostenere le imprese turistiche, il sostegno finanziario può essere più facile da ottenere. È concepibile, per esempio, che solo le imprese che si finanziano attraverso la società di finanziamento comune o solo le imprese che hanno i loro investimenti approvati dall'ufficio di coordinamento degli investimenti riceveranno poi il sostegno. In cambio del sostegno finanziario, il comune e i cantoni possono quindi influenzare la progettazione dei criteri di ammissibilità. Da non trascurare gli ostacoli che si frappongono alla realizzazione dei modelli menzionati. Questi includono, ad esempio, fattori psicologici, la perdita di proprietà e di controllo, questioni di tassazione, questioni di valutazione quando le infrastrutture vengono portate in società comuni, o questioni relative alla composizione degli organi decisionali di nuova costituzione. In generale, si può supporre che le connessioni commerciali locali possano liberare maggiori sinergie rispetto alle connessioni sovraregionali. Tuttavia, i modelli menzionati sono possibili anche su base sovraregionale.

Rafforzamento del capitale proprio

Se la capacità di guadagno e il profilo di rischio/rendimento sono giusti, i veicoli di investimento collettivo possono attirare un maggiore interesse degli investitori. L'investitore beneficia quindi di un vantaggio di diversificazione. Per gli investitori del debito, il capitale proprio crea fiducia. Gli impegni per il finanziamento del debito sono spesso legati giustamente agli investimenti azionari. I promotori dei progetti non sempre riescono a colmare il cosiddetto gap di capitale proprio. Il problema della mancanza di capitale proprio è probabilmente più grave per le imprese alberghiere e di ristorazione che per le ferrovie di montagna. Le piccole imprese con una mancanza di track record (bilancio e conto economico su diversi anni) sono spesso particolarmente colpite dal problema. Nonostante i modelli di business promettenti e innovativi, l'accesso al finanziamento bancario è spesso difficile. L'assistenza è quindi fornita da sovvenzioni a fondi perduto, che possono assumere la forma di contributi agli investimenti o ai costi operativi. Dal punto di vista delle imprese turistiche è importante conoscere le possibilità statali o private in primo luogo. Tuttavia, c'è bisogno di un'azione in questo settore. Una possibilità potrebbe essere che le banche cantonali (e anche le banche regionali) partecipino a una fondazione che promuove progetti turistici innovativi che non sono ammissibili per i canali di finanziamento tradizionali. Inoltre, la fondazione è finanziata da donazioni e contributi di altre fondazioni.

Per attirare gli investitori azionari, è necessaria la cosiddetta storia dell'investimento, che dovrebbe rendere appetibile il potenziale di distribuzione e di crescita degli utili. Per gli investitori appassionati, ci deve essere anche una storia adatta. Gli investitori, che sono in linea di massima nell'ambiente aziendale, devono essere entusiasti. Gli investitori entusiasti a volte hanno anche il bisogno di far progredire la "loro" azienda o l'intera destinazione. La storia può essere guidata anche da questo. Per raccogliere capitali sono utili slogan semplici e accattivanti come "Nonstop to the Top". Questo era il motto della campagna di crowdfunding per finanziare il nuovo Schlossalmbahn delle ferrovie di montagna di Bad Gastein, che fa risparmiare all'ospite un

trasferimento. Le raccolte di capitale o le campagne di crowdfunding non sono solo operazioni finanziarie pure. È imperativo che siano considerati anche dal punto di vista del marketing e della comunicazione. Tenendo conto degli effetti di marketing, il crowdfunding può essere molto attraente attraverso un capitale presumibilmente “costoso” (che comporta un sacco di sforzo). Sia un collocamento azionario di successo che una campagna di crowdfunding di successo hanno bisogno di un pubblico o di una folla. Ogni azienda turistica deve creare il proprio “crowd”. Normalmente, questo è il gruppo dei clienti, spesso composto da persone della regione e da ospiti regolari. Questi contatti con i clienti non devono essere coltivati prima con la necessità di un capitale. È piuttosto un compito continuo. Le piattaforme basate su Internet come “wemakeit” o “lokalhelden” non possono sollevare le imprese dallo sforzo necessario per mobilitare i donatori. Il networking e il “fare contatti” rientrano nelle responsabilità dell’azienda. L’intermediario o le piattaforme possono fornire supporto e know-how. Le piattaforme disponibili in Svizzera sono ben posizionate in questo senso. Dal momento che ogni azienda, o almeno ogni regione, ha la propria folla, è discutibile se una piattaforma specializzata in progetti turistici possa fornire molti benefici aggiuntivi.

L’esperienza di molte emissioni di azioni pubbliche di successo mostra che un importo minimo di investimento o un prezzo di emissione, per esempio, di almeno 2000 franchi o più è utile. Un taglio più basso di 200 CHF o anche meno attirerà certamente un po’ più investitori. Tuttavia, molti sceglieranno l’importo minimo, in modo che il volume di capitale raccolto sia significativamente inferiore nonostante il maggior numero di partecipanti. I benefici in natura come i buoni o le corse gratuite rappresentano interessanti vantaggi monetari per l’investitore appassionato. Possono quindi essere un importante fattore di successo sia negli aumenti di capitale che nelle componenti di crowdfunding. Le aziende devono essere consapevoli, tuttavia, che i benefici in natura porteranno a un calo delle vendite in futuro. Questo è in parte un prefinanziamento. Anticipando le entrate future e utilizzandole per finanziare gli investimenti, esse non possono essere utilizzate in futuro per altri scopi. Data l’urgenza e l’importanza dei singoli investimenti, il prefinanziamento è certamente giustificato. Questo tipo di finanziamento è particolarmente utile per i progetti che possono credibilmente aumentare il reddito operativo.

Inclusione di investitori istituzionali (debito) – Centro di emissione con obbligazioni pubbliche

Dal punto di vista della diversificazione, i veicoli di finanziamento collettivo potrebbero essere interessanti. Le opzioni possibili sarebbero, ad esempio, un centro di emissione con obbligazioni pubbliche. È importante che si raggiunga una soluzione di finanziamento da cui possano trarre vantaggio anche le aziende di ritorno e di autoconservazione. Altrimenti, il volume di finanziamento necessario per il funzionamento non sarà raggiunto. Inoltre, l’inclusione di buone aziende aiuta a mantenere basso il rischio. Per le imprese sovvenzionate, o almeno per la parte peggiore di esse, l’accesso alla soluzione di finanziamento rischia di essere escluso. Senza una garanzia governativa, una soluzione di finanziamento collettivo molto probabilmente non otterrebbe un rating investment grade che sia attraente per gli investitori. Nel caso di un ufficio centrale di emissione, sarebbe quindi più semplice per il governo federale garantire le obbligazioni. Sul piano interno, potrebbe esigere garanzie dai comuni e dai cantoni. In primo luogo, è importante per il funzionamento del sistema che la responsabilità solidale sia eliminata. In secondo luogo, è fondamentale che le diverse condizioni di finanziamento possano essere applicate nella relazione interna. Altrimenti, le aziende

“buone” difficilmente parteciperebbero. Se le condizioni per il successo sono soddisfatte, le possibilità di un centro di emissione di successo sono buone. Dopo aver preso in considerazione gli accantonamenti e le spese amministrative, potrebbe rimanere un interessante vantaggio in termini di costo degli interessi. Se le compagnie ferroviarie di montagna, le compagnie del settore alloggi e anche le infrastrutture turistiche delle comunità di montagna sono finanziate attraverso un centro di emissione, la dimensione critica può essere raggiunta.

L'opzione di posizionare le obbligazioni come obbligazioni “green” o almeno “di transizione” vale la pena di essere esaminata. Tuttavia, solo gli investimenti che contribuiscono a ridurre il consumo di energia, ad esempio, delle strutture di trasporto, all'innevamento a risparmio idrico o all'aumento dell'efficienza energetica degli edifici potrebbero essere finanziati. Questo aiuterebbe ad attirare altri investitori. Il fatto che le obbligazioni siano investite esclusivamente per scopi verdi potrebbe essere un'ulteriore giustificazione per una garanzia statale. La garanzia statale servirebbe allora non solo a salvaguardare il turismo nelle regioni di montagna, ma anche gli aspetti ambientali. Inoltre, questo potrebbe comportare un maggiore interesse da parte degli investitori. Il marketing di un'obbligazione può certamente beneficiare dell'aspetto verde. Nel caso di un'obbligazione garantita al cento per cento dal governo federale, questo non avrebbe probabilmente alcuna importanza. Per un'obbligazione con un rating da A a AA, tuttavia, sarebbe vantaggioso per il tema dell'investimento verde generare ulteriore interesse. È importante che lo sforzo amministrativo possa essere mantenuto basso. Sarebbe concepibile, ad esempio, che le imprese che partecipano al centro di emissioni presentino una scheda informativa che descriva l'impatto ambientale dell'investimento. Successivamente, si deve rendere conto del raggiungimento degli obiettivi. L'ufficio di emissione pubblica un breve rapporto annuale sullo stato delle cose. Non solo le obbligazioni collocate pubblicamente, ma anche i collocamenti privati potrebbero essere commercializzati come “verdi” o almeno “di transizione”.

Inclusione di investitori istituzionali (debito) – Pool di finanziamento con collocamenti privati

Ci si chiede se, in alternativa a un ufficio centrale di emissione con obbligazioni pubbliche, sia concepibile un modello simile alle strutture di “cartolarizzazione” prevalenti nel mondo anglosassone. In questo modello, un pool di finanziamento deve essere stabilito come una cosiddetto “SPV - Special Purpose Vehicle”. Una società per azioni potrebbe servire come forma giuridica. Nel pool di finanziamento, i prestiti alle imprese turistiche sono “messi in comune”. La SPV è finanziata da un lato dal capitale proprio e dall'altro da tranche di debito con diversi livelli di subordinazione. Il capitale di debito può essere raccolto sotto forma di obbligazioni private o prestiti. Solo gli investitori istituzionali e gli investitori privati sofisticati possono essere considerati come investitori. Il layout del lato asset è simile a quello del centro di emissione. Gli stessi problemi sorgono quindi quando si selezionano le aziende che possono partecipare al pool di finanziamento.

Le inadempienze di pagamento sono inizialmente coperte dal patrimonio netto. Il primo 25% delle perdite, ad esempio, è a carico degli investitori azionari. Il successivo 15%, ad esempio, sarà addebitato alla tranche di finanziamento mezzanino. In cambio, i fornitori di capitale mezzanino ricevono un tasso d'interesse più alto come compensazione rispetto agli altri fornitori di debito. Le tranche di debito junior e senior hanno quindi un buffer del 40%. Solo quando il 40% del finanziamento è inadempiente sono colpiti da perdite. Oltre

alla parte azionaria della struttura di finanziamento, le probabilità di default o le perdite attese sono decisive per il pricing delle tranche di debito. Secondo gli investitori, condizioni di prestito interessanti sarebbero possibili con una quota di capitale di circa il 25% - 30%. La tranche di debito senior potrebbe ottenere un rating molto buono, possibilmente vicino a AAA. Gli investitori finanziari sono difficilmente un'opzione per raccogliere capitale azionario. Il potenziale di rischio/rendimento è troppo poco attraente. Il governo federale e i cantoni dovrebbero quindi essere conquistati come investitori azionari. Si pone allora la questione di come la Confederazione e i cantoni siano compensati per la messa a disposizione del capitale proprio. Nel migliore dei casi, per le imprese turistiche, si potrebbe rinunciare alla compensazione. Tuttavia, sarebbe anche concepibile che l'investitore azionario sia compensato sotto forma di un rendimento "simbolico". I tassi d'interesse sui prestiti subordinati della Società svizzera di credito alberghiero (SCA) potrebbero servire come punto di riferimento.

Coinvolgimento di investitori istituzionali – Prestito tramite i comuni

Per quanto riguarda il finanziamento con investitori istituzionali, potrebbe essere più semplice se il comune stesso prende il prestito e passa i fondi raccolti all'impresa turistica. I comuni con almeno un rating A possono ricevere prestiti a lungo termine molto favorevoli dalle compagnie di assicurazione o dai fondi pensione, che spesso non prevedono l'ammortamento.

L'assunzione di prestiti aumenta il debito municipale, il che porta a un declassamento del rating. Il fattore decisivo è se il comune, o eventualmente l'elettorato, arriva alla conclusione che il finanziamento della compagnia ferroviaria di montagna, per esempio, è in primo luogo politicamente auspicabile e in secondo luogo anche fattibile. Supponiamo che un comune possa prendere un prestito per 10 anni ad un tasso di interesse dello 0,25%. La società delle ferrovie di montagna può ottenere un finanziamento dalla banca a un tasso d'interesse, per esempio, dell'1,25%. Dovrebbe ammortizzare il prestito in sette anni. Il finanziamento attraverso il comune ha il vantaggio di essere 100 punti base più economico del prestito bancario. Inoltre, c'è il vantaggio di una durata più lunga e che non si deve pagare alcun ammortamento nel corso della durata.

È meglio che l'azienda turistica paghi al comune il tasso d'interesse dello 0,25% e nessun ammortamento annuale. Il comune potrebbe essere almeno parzialmente compensato per il rischio trasferendo il prestito alla società delle ferrovie di montagna ad un tasso di interesse, diciamo, dello 0,75%. Il finanziamento sarebbe ancora più economico di 50 punti base per la compagnia ferroviaria di montagna rispetto al prestito bancario. Sarebbe anche concepibile che il comune richiedesse al mutuatario un ammortamento annuale. Come compromesso, metà dell'importo del prestito potrebbe essere ammortizzato. In questo caso, il comune avrebbe indietro un quarto del volume del prestito dopo la metà del termine.

Sia gli interessi che gli ammortamenti potrebbero essere variabili. Questo potrebbe tenere conto dell'alta dipendenza dal tempo e dalla neve. Un tale accordo di finanziamento potrebbe essere una situazione vantaggiosa per entrambe le parti. L'impresa delle ferrovie di montagna beneficia di un minore onere degli interessi, di un finanziamento a lungo termine e di un servizio del debito dipendente dalle entrate, il che aumenta la flessibilità. Una tale flessibilità sarebbe difficilmente concepibile nel contesto di un prestito

bancario. Il comune può utilizzare il prestito per contribuire all'ulteriore sviluppo dell'infrastruttura turistica. Se lo sviluppo va bene, il comune può anche guadagnare sul finanziamento.

Inclusione degli investitori istituzionali (capitale proprio) – Veicolo di investimento immobiliare

Un approccio interessante potrebbe essere la creazione di un fondo immobiliare o di un veicolo di investimento immobiliare. Questo fondo potrebbe investire in proprietà alberghiere sotto forma di azioni. Da un lato, il governo federale potrebbe partecipare al finanziamento, per esempio fornendo fino a 200 milioni di franchi. Gli investitori istituzionali potrebbero cofinanziare nella stessa misura. Il governo federale rinunciarebbe a una parte del "suo" ritorno a favore degli altri investitori. Questo aumenterebbe l'incentivo per gli investitori istituzionali a partecipare. Il fondo potrebbe investire nel contesto di nuove costruzioni o di grandi conversioni. La strategia di investimento specifica del fondo e i criteri che le proprietà alberghiere devono soddisfare dovrebbero essere chiariti. In ogni caso, il fondo partirebbe dalla separazione delle operazioni e della proprietà, cercando così di realizzare un valore aggiunto. Amministrativamente, il fondo sarebbe gestito dalla SCA. La SCA sarebbe poi coinvolta, tra l'altro, nella valutazione delle proprietà e nella valutazione della qualità degli operatori. Gli attuali bassi tassi d'interesse possono anche essere un vantaggio per questo modello di finanziamento. Le reti di banche giocano un ruolo importante nella ricerca di investitori. Non si può escludere che gli investimenti siano fatti anche per motivi patriottici locali. Oltre alla possibilità di un veicolo d'investimento immobiliare nazionale, sarebbero concepibili anche soluzioni cantonali con il sostegno dei cantoni. È importante che si raggiunga una diversificazione sufficiente.

Promozione del finanziamento bancario - Soluzione di garanzia

Sia un approccio tramite obbligazioni pubbliche emesse da un organismo centrale di emissione che un approccio tramite una struttura di cartolarizzazione potrebbe essere interessante. Ma questo è soggetto alle due condizioni seguenti: Per ridurre il rischio, la soluzione è fornita con una garanzia di stato (almeno parziale). L'amministrazione dei veicoli di finanziamento necessari per questo è la più snella possibile. Ci si chiede ora se un effetto comparabile può essere ottenuto anche con una "soluzione bancaria". Affinché un confronto "equo" abbia luogo, la soluzione presentata deve anche essere dotata di una garanzia statale.

È importante che la banca sostenga un rischio sufficientemente alto in tale soluzione per giustificare una solida analisi del credito. Se questo è il caso, è possibile trasferire la decisione di credito e le spese associate alla banca. I comuni e, se necessario, i cantoni dovrebbero essere inclusi nella responsabilità. Questo assicura un impegno locale al progetto d'investimento. Si raccomanda anche che la garanzia dello Stato sia legata all'esistenza di capitale proprio. Per esempio, se un progetto è finanziato con almeno il 30% di capitale, il prestito potrebbe qualificarsi per una garanzia governativa. Metà del prestito bancario è garantito dallo Stato. Il governo federale e il comune/cantone condividono equamente la garanzia. La restante metà del prestito non è garantita dal settore pubblico.

La soluzione presentata potrebbe ridurre i costi di finanziamento delle imprese turistiche. Rispetto all'approccio attraverso il centro di controllo delle emissioni, la riduzione sarà probabilmente un po' più

piccola. D'altra parte, a parità di altre condizioni, il rischio per il settore pubblico è anche inferiore. Un altro vantaggio della soluzione bancaria è la riduzione significativa dei costi di liquidazione.

Rispetto alle cooperative di garanzia svizzere, la presente soluzione non sarebbe limitata a un volume di 1.000.000 di franchi. La quota di perdite garantite dal governo federale sarebbe minore con la soluzione attuale. In cambio, si potrebbe rinunciare a un premio di rischio.

Inhaltsverzeichnis

Management Summary	2
1. Einleitung	33
2. Touristische KMU	35
2.1. Beschrieb der touristischen KMU	35
2.1.1. Geschäftsfelder	35
2.1.2. Eigentümerschaft.....	36
2.2. Finanzierungsbedürfnisse	37
2.2.1. Laufzeiten	37
2.2.2. Kapitalbedarf.....	38
2.3. Rendite- und Risikopotenzial	40
2.3.1. Rechnungslegung	40
2.3.2. Ertragskraft.....	41
2.3.3. Ausschüttungen	44
2.3.4. Wertsteigerungspotenzial	45
2.3.5. Risikoeinschätzung.....	47
2.4. SWOT-Analyse aus Investorensicht	51
3. Finanzierungsvarianten	53
3.1. Im Tourismus verbreitete Finanzierungen	53
3.1.1. Innenfinanzierung.....	53
3.1.1.1. Aktuelle Situation	54
3.1.1.2. Fazit	55
3.1.2. Aktienkapital	55
3.1.2.1. Aktuelle Situation	55
3.1.2.2. Beteiligte Investoren.....	56
3.1.2.2.1. Strategische Investoren – horizontal	57
3.1.2.2.2. Strategische Investoren – vertikal	60
3.1.2.2.3. Strategische Investoren - Gesamtsystem.....	61
3.1.2.2.4. Finanzinvestoren	62
3.1.2.2.5. Liebhaberinvestoren	65
3.1.2.3. Fazit	67
3.1.3. Bankfinanzierungen.....	68
3.1.3.1. Aktuelle Situation	68
3.1.3.2. Beteiligte Investoren.....	71

3.1.3.3.	Bedeutung der Bürgschaftsgenossenschaften.....	72
3.1.3.4.	Fazit	72
3.1.4.	Fördermittel der neuen Regionalpolitik.....	73
3.1.4.1.	Aktuelle Situation	75
3.1.4.2.	Fazit	76
3.1.5.	Darlehen Family & Friends	79
3.1.5.1.	Aktuelle Situation	79
3.1.5.2.	Fazit	82
3.1.6.	Darlehen der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit.....	82
3.1.6.1.	Aktuelle Situation	83
3.1.6.2.	Fazit	83
3.1.7.	Quersubventionierung durch Immobilienverkäufe.....	84
3.1.7.1.	Aktuelle Situation	84
3.1.7.2.	Praxisbeispiele	87
3.1.7.2.1.	Hotel Garni Maetzwiese und Maetz Logde & Dine.....	87
3.1.7.2.2.	Parsenn Resort / Davos Klosters Bergbahnen AG.....	88
3.1.7.2.3.	Priva Alpine Logde / Fortimo AG.....	88
3.1.7.3.	Fazit	89
3.1.8.	Weitere verbreitete Finanzierungen	89
3.2.	Im Tourismus wenig oder nicht verbreitete Finanzierungen	91
3.2.1.	Crowdfunding.....	91
3.2.1.1.	Aktuelle Situation	93
3.2.1.2.	Beteiligte Investoren.....	94
3.2.1.3.	Erfolgsfaktoren von Crowdsupporting-Kampagnen	95
3.2.1.4.	Praxisbeispiele	96
3.2.1.5.	Fazit	99
3.2.2.	Öffentliche Anleihen	100
3.2.2.1.	Aktuelle Situation	100
3.2.2.2.	Beteiligte Investoren.....	101
3.2.2.3.	Praxisbeispiele	102
3.2.2.3.1.	Anleihen Andermatt Swiss Alps.....	102
3.2.2.3.2.	Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau	102
3.2.2.3.3.	Spitalanleihen	104
3.2.2.4.	Erfolgsvoraussetzungen für touristische Unternehmen.....	105
3.2.3.	Privatplatzierungen.....	106
3.2.4.	Fremdkapitalaufnahme «Private Debt»	107
3.2.4.1.	Aktuelle Situation	108
3.2.4.2.	Beteiligte Investoren.....	108
3.2.4.3.	Praxisbeispiele	109

3.2.4.4.	Erfolgsvoraussetzungen für touristische Unternehmen.....	111
3.2.5.	Eigenkapitalaufnahme «Private Equity»	111
3.2.5.1.	Aktuelle Situation	111
3.2.5.2.	Beteiligte Investoren.....	112
3.2.5.3.	Praxisbeispiele	112
3.2.5.4.	Erfolgsvoraussetzungen für touristische Unternehmen.....	113
4.	Handlungsempfehlungen	115
4.1.	Ausgangslage	115
4.2.	Überlegungen zu staatlicher Unterstützung	119
4.2.1.	Ebene der Unterstützung	120
4.2.2.	Darlehensfinanzierungen vs. à-fonds-perdu-Beiträge	121
4.2.3.	Investitionsfinanzierungen vs. Betriebskostenbeiträge	122
4.2.4.	Entschädigung für staatliche Unterstützung	124
4.2.5.	Mehrwertsteuer-Sondersatz für Bergbahnen	125
4.2.6.	Regulierung	127
4.2.7.	Fazit.....	127
4.3.	Stärkung der Innenfinanzierung dank verbesserten Strukturen	127
4.3.1.	Lösungen innerhalb der Destination.....	129
4.3.1.1.	Betriebsgesellschaften.....	129
4.3.1.2.	Supportgesellschaften	130
4.3.1.3.	Infrastrukturgesellschaften	131
4.3.1.4.	Fusionen und Übernahmen.....	131
4.3.1.5.	Finanzierungsgesellschaften	132
4.3.1.6.	Investitionskordinationsstelle.....	133
4.3.2.	Destinationsübergreifende Lösungen.....	133
4.4.	Stärkung des Eigenkapitals	134
4.4.1.	Attraktivität für Finanzinvestoren	134
4.4.2.	Nachrangiges Fremdkapital vs. Eigenkapital	135
4.4.3.	À-fonds-perdu-Beiträge.....	135
4.4.4.	Abstimmung von Investitionsobjekt und Finanzierungsart.....	135
4.4.5.	Aufbau und Pflege von Kundenkontakten	136
4.4.6.	Know-how aufbauen bzw. bereitstellen	137
4.4.7.	Mindeststückelung der Finanzierung	137
4.4.8.	Naturalleistungen.....	137
4.5.	Fremdkapital von institutionellen Investoren	139
4.5.1.	Kollektive Finanzierungslösungen	140

4.5.1.1.	Vorteil der Diversifikation	140
4.5.1.2.	Nachfrage nach Finanzierungen	141
4.5.1.3.	Kreis der Teilnehmer	143
4.5.1.4.	Ausfallwahrscheinlichkeit und Sicherheiten	143
4.5.1.5.	Heterogenität touristischer KMU	145
4.5.1.6.	Modell einer Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen	146
4.5.1.6.1.	Finanzierungskonditionen	148
4.5.1.6.2.	Kosten und Organisation	150
4.5.1.6.3.	Entschädigung Staatsgarantie	151
4.5.1.6.4.	Verhältnis zu bestehenden Förderinstrumenten	151
4.5.1.6.5.	Erfolgsfaktoren und Fazit	152
4.5.1.7.	Finanzierungspool mit Privatplatzierungen	153
4.5.1.7.1.	Finanzierungskosten	153
4.5.1.7.2.	Verhältnis zu bestehenden Förderinstrumenten	155
4.5.1.7.3.	Erfolgsfaktoren und Fazit	155
4.5.2.	Bilaterale Finanzierungslösungen	155
4.5.2.1.	Privatplatzierungen	156
4.5.2.2.	Finanzierungen über die Gemeinden	156
4.5.3.	Fokus auf grüne Kapitalanlagen	157
4.6.	Eigenkapital von institutionellen Investoren	159
4.7.	Förderung von Bankkrediten	159
4.8.	Zusammenfassung	162
4.8.1.	Einschätzung der Lage	162
4.8.2.	Würdigung der Finanzierungsformen	163
4.8.3.	Empfehlungen	164
Interviewverzeichnis	169	

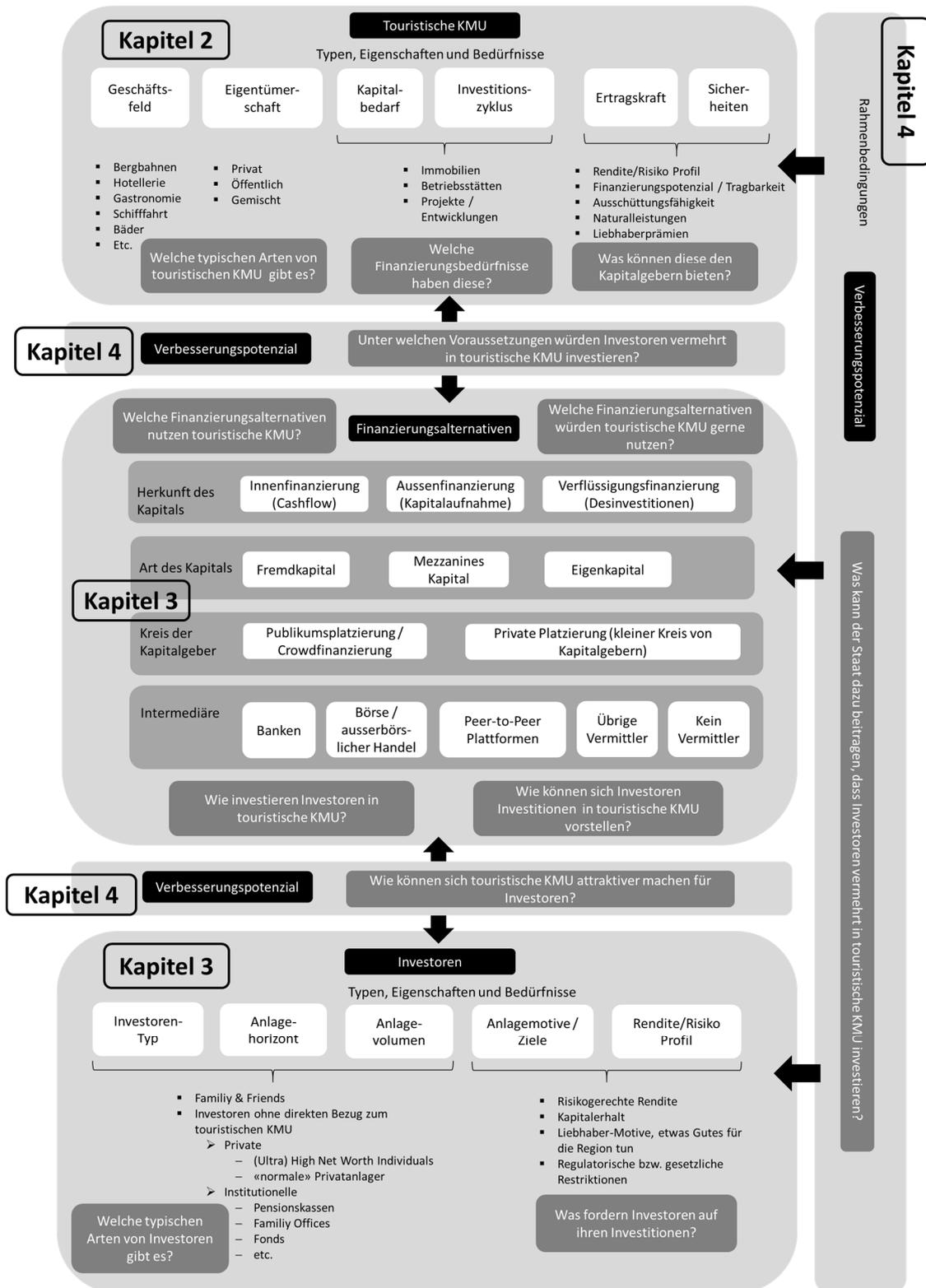
1. Einleitung

Der Schweizer Tourismus hat nicht den besten finanziellen Ruf. Der Umsatz gilt als relativ zyklisch, die Geschäftsmodelle als anlageintensiv und fixkostenlastig. Aus Sicht des Investors kann dies eine gefährliche Mischung darstellen. Der Schweizer Tourismus gilt daher in Investorenkreisen verbreitet als riskante Branche. Dies trifft nicht erst seit Ausbruch der Corona-Krise zu. Der Preis des Risikos ist die Renditeerwartung. Im Allgemeinen gilt der Tourismus nicht nur als überdurchschnittlich risikobehaftet, sondern auch als nicht besonders renditestark, was den Eindruck eines ungenügenden Rendite/Risiko-Profiles hinterlässt. Direkte Folge davon ist, dass bestimmte Investorenkreise und damit bestimmte Finanzierungslösungen unter touristischen Unternehmen nicht bzw. weniger stark verbreitet sind. Dies bedeutet nicht automatisch, dass die Branche ein Finanzierungsproblem hat. Es ist ja durchaus denkbar, dass andere tourismusaffine Investoren den Kapitalbedarf der Branche decken. Die vorliegende Studie nimmt sich dieser Problemstellung an. Die wichtigsten Zielsetzungen sind:

- Wie sind touristische Unternehmen im Hinblick auf deren Rendite/Risiko-Profil zu beurteilen?
- Was sind die Finanzierungsbedürfnisse der touristischen Unternehmen?
- Können diese Finanzierungsbedürfnisse gedeckt werden?
- Welche Finanzierungsformen sind unter touristischen Unternehmen verbreitet?
- Welche Finanzierungsformen sind aus welchen Gründen nicht oder nur wenig verbreitet?
- Welche dieser Finanzierungsformen haben im Tourismus Potenzial?
- Welche Investoren investieren in touristische Unternehmen, welche (wieso) nicht?
- Was können Unternehmen, Investoren und die öffentliche Hand zur Verbesserung der Finanzierungssituation touristischer Unternehmen beitragen?

Abbildung 1 zeigt das Big Picture der vorliegenden Studie. In Kapitel 2 werden die touristischen Unternehmen im Hinblick auf ihre Risiken und ihr Renditepotenzial beschrieben. Zudem werden ihre Finanzierungsbedürfnisse und ihre Eigentümerstrukturen thematisiert. Den Abschluss von Kapitel 2 bildet eine SWOT-Analyse. Diese erfolgt aus einer Investorenperspektive. Um Doppelspurigkeiten zu vermeiden erfolgt der Beschrieb der Finanzierungsformen und der Investoren in einem gemeinsamen Kapitel 3. Es wird dabei in im Schweizer Tourismus verbreitete Finanzierungen und weniger verbreitete Finanzierungen unterschieden. Zu jeder Finanzierungsform werden auch die beteiligten Investoren und ihre Investitionsmotive beschrieben. In Kapitel 4 werden zunächst die Bedürfnisse von Investoren und touristischen Unternehmen einander gegenübergestellt. Dabei zeichnen sich einige Stossrichtungen ab, welche zu einer Verbesserung der Finanzierungssituation beitragen könnten. Es folgen dann Handlungsempfehlungen, welche sich sowohl an die touristischen Unternehmen als auch an die Investoren und an die öffentliche Hand richten.

Abbildung 1: Big Picture



2. Touristische KMU

2.1. Beschrieb der touristischen KMU

2.1.1. Geschäftsfelder

Das Angebot in den alpinen Destinationen wird von verschiedenen Leistungsträgern bereitgestellt. Die wichtigsten Anbieter sind sicherlich die Bergbahnen, die Beherberger und die Gastronomie. Ergänzend kommen Anbieter von Freizeitaktivitäten wie beispielsweise Skischulen oder Bergführer hinzu. Die Gemeinden tragen ebenfalls zum touristischen Angebot bei, indem sie beispielsweise ein Schwimmbad betreiben oder das Wanderwegnetz unterhalten.

Im Gegensatz zu den USA, Neuseeland oder Skandinavien decken touristische Schweizer Unternehmen selten die gesamte touristische Leistungskette aus einer Hand ab. Von 64 Schweizer Bergbahnunternehmen (Winterverkehrsertrag zwischen CHF 600'000 und CHF 53 Mio.) bieten rund zwei Drittel Gastronomie auf eigene Rechnung an.¹ Der Anteil von Bergbahnunternehmen mit Beherbergungsangeboten liegt bei 35%. In den meisten Fällen ist die Anzahl Betten gering. Einige wenige kontrollieren jedoch sogar mehr als 1000 bzw. 2000 Betten. Skischule, Sportshops oder Vermietungsangebote bieten nur 5% der 64 untersuchten Skigebiete an. Der Nutzen einer vertikalen Integration wird in der Tourismusbranche zunehmend erkannt. Die unter Kontrolle von Bergbahnen stehende Anzahl Betten ist in den letzten Jahren angestiegen. In der Regel durch Kapitalbeteiligung bzw. durch die Übernahme der Hotels. Als Alternative bieten sich Kooperation an, welche beispielsweise die Buchung von Skiticket und Übernachtung koppeln.

Im Beherbergungssektor ist hauptsächlich zwischen der Hotellerie und Parahotellerie zu unterscheiden. Die Hotellerie umfasst gemäss Statistik des Schweizerischen Tourismusverbands schweizweit ca. 250'000 Betten.² Die Parahotellerie umfasst 154'000 Betten in Form von kommerziellen Ferienwohnungen, 116'000 Betten in Gruppenunterkünften, 6000 Betten in Jugendherbergen und rund 30'000 Passantenplätze auf Campings.³ Es ist davon auszugehen, dass der Anteil der Bergregionen bei den Ferienwohnungen und Gruppenunterkünften höher ausfällt als bei den Hotelbetten.

Für die Hotellerie dürfte aus finanzieller Perspektive vor allem der Mix zwischen Gastronomie und Beherbergung entscheidend sein. Beherbergungsbetriebe, welche nur Frühstück anbieten und damit weitgehend auf die personal- und warenintensive Gastronomie verzichten, weisen unter sonst gleichen

¹ Vgl. Lütolf/Stettler/Wagenseil (2020), Neue Preismodelle der Schweizer Bergbahnen, Innotour-Studie, SBS Schrift 10, Verlag Seilbahnen Schweiz, Seite 17ff.

² Schweizer Tourismus in Zahlen 2018, Schweizer Tourismus Verband. Daten: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik.

³ Schweizer Tourismus in Zahlen 2018, Schweizer Tourismus Verband. Daten: Bundesamt für Statistik, Parahotelleriestatistik.

Bedingungen eine deutlich höhere EBITDA-Marge aus. In der 3-Sterne Ferienhotellerie liegt der Anteil des Beherbergungsertrags (Median) bei 36.7%, in der 4-Sterne Ferienhotellerie bei 45.6%.⁴

2.1.2. Eigentümerschaft

Viele der Schweizer Bergbahnunternehmen haben die Struktur einer sogenannten «unechten» Publikumsgesellschaft. Dies bedeutet einerseits, dass Aktien handelbar und damit grundsätzlich für jedermann käuflich sind.⁵ Andererseits bestehen jedoch dominante Aktionäre oder Aktionärsgruppen, welche an der Generalversammlung eine Mehrheit oder zumindest einen substantziellen Stimmenanteil erreichen. Die übrigen Aktionäre haben dann trotz formalem Mitspracherecht keine oder nur sehr geringe Möglichkeiten Entscheidungen zu beeinflussen. Tabelle 1 zeigt die grössten Aktionäre von einigen ausgewählte Bergbahnunternehmen. Es handelt sich dabei um Bergbahnunternehmen, welche (freiwillig) Angaben zur Aktionärsstruktur veröffentlichen. In die Kategorie der unechten Publikumsgesellschaften fallen beispielsweise die Bergbahnunternehmen aus der Weissen Arena oder aus Splügen. Im ersten Fall dominiert ein privater Investor das Unternehmen, in letzterem Fall halten die Gemeinden die Mehrheit.

Tabelle 1: Bedeutende Aktionäre von ausgewählten Bergbahnunternehmen⁶

Bergbahn-unternehmen	Aktionär	Anteil	Bergbahn-unternehmen	Aktionär	Anteil
Corvatsch BB	Familie Niarchos	Mehrheit	Jungfraubahn	Berner Kantonalbank	14%
BB Klosters Madrisa	Gemeinde Klosters	ca 20%		Gebäudeversicherung Bern	6%
	Private Investorengruppe	ca. 40%		JSP Sicherheitsdienste	5%
Davos Klosters BB	Familie Schertenleib	ca. 40%		E. Reinhardt	4%
	Verwaltungsräte	n.g.b.		M. Haefner	4%
Weisse Arena Gruppe	Familie Gurtner und VR	Mehrheit	Belalp Bahnen	Gemeinde Naters	Mehrheit
BB Savognin*	Schröcknadel und Schmidli	Mehrheit	Saastal BB	Schröcknadel Gruppe	29%
	Gemeinde Savognin	n.g.b.		Edmond Offermann	23%
Lenzerheide BB	Gemeinde Vaz/Obervaz	35%		Gemeinde Saas Fee	21%
	Priora Holding bzw. Remo Stoffel	26%	BVZ Holding	Balthasar Meier	28%
	Bürgergemeinde	13%		Dieter Meier	15%
BB Splügen Tambo	Gemeinden (diverse)	Mehrheit		Hubertus Hatlapa	5%
BB Piz Mundaun	Bergbahnen Obersaxen	65%		Jens Ehrhardt	5%
BB Disentis	Marcus Weber	Mehrheit	Zermatt BB AG	Einwohnergemeinde	18%
Andermatt Sedrun Sport	Andermatt Swiss Alps, daran beteiligt Or	49%		Bürgergemeinde	24%
	Andermatt Swiss Alps, daran beteiligt Sa	51%		BVZ	22%
Hoch Ybrig	Familie Keller	Mehrheit	RM Crans Montana	CPI Property Group bzw. Radovan Vitek	83%
BB Engelberg	Relag Holding bzw. Hans Grüter	12%		Gemeinde Crans Montana	10%
Trübsee Titlis	Einwohnergemeinde Engelberg	4%		Bürgergemeinde Lens	3%
Pilatus Bahnen	Relag Holding bzw. Hans Grüter	n.g.b.	Televorbier	Bürgergemeinde Bagnes	26%
SB Melchsee Frutt	Korporation Kerns	100%		Paul und Christian Burrus	29%
BB Meiringen Haslib.	Hanspeter Wenger	Mehrheit		Aktionärsgruppe	8%
				Aktionärsgruppe	5%
BB Destination Gstaad	Stiftung für Tourismus Saanenland	28%			
	Einwohnergemeinde Saanen	24%			
	Privatperson	23%			
	Gemeinde Rougemont	7%			
	Einwohnergemeinde Zweisimmen	7%			

⁴ Vgl. Hotellerie Suisse, Betriebsstatistik 2017/18. Der Wert von 36.7% entspricht dem Durchschnitt der Jahre 2017 und 2018. Ausgewertete Betriebe: 28 (3 Sterne) bzw. 37 (4 Sterne).

⁵ Teilweise sind die Namensaktien sogenannt vinkuliert. Der Eintrag von Namensaktionären ist in diesen Fällen von Bedingungen abhängig, was die Übertragbarkeit der Aktien einschränkt.

⁶ BB = Bergbahnen, SB = Sportbahnen, RM = Remontées Mécaniques. Es sind Beteiligungen aufgeführt, welche über 3% liegen. Für börsenkotierte Gesellschaften sind Beteiligungen von mindestens 3% meldepflichtig und somit bekannt. Gesellschaften ohne börsenkotierte Aktien sind nicht zur Bekanntgabe von Informationen zum Aktionariat verpflichtet. Nur

Zu den reinen Publikumsgesellschaften sind unter anderem die Aktien der Jungfrau- und Titlisbahnen zu zählen. Einzelne Investoren halten zwar Aktienpakete bis zu 14%. Keiner der Investoren hat jedoch eine (annähernde) Mehrheitsbeteiligung. Selten sind Gesellschaften mit einem geschlossenen Aktionärskreis. Ein Beispiel stellen die Sportbahnen Melchsee Frutt dar, welche zu 100% der Kooperation Kerns gehören. Eine Beteiligung an der Gesellschaft durch Dritte ist ausgeschlossen.

Es besteht auch die Möglichkeit, dass Bergbahnunternehmen einzelne Infrastrukturen in separate Tochtergesellschaften auslagern, an welchen sich weitere Investoren beteiligen können. Ein Beispiel dazu ist die Finanzinfra AG. Diese Gesellschaft finanziert und hält die Beschneigungsinfrastruktur im Skigebiet der Weissen Arena. Neben dem Bergbahnunternehmen halten die drei Gemeinden Flims, Laax und Falera die Aktien der Finanzinfra AG. Es handelt sich somit um eine Art Public-Private-Partnership.

Mit Ausnahme der AEVIS Victoria Gruppe (welche aber auch noch Assets im Medizinal-Bereich besitzt), sind die meisten Hotelunternehmen keine Publikumsgesellschaften. Aktien sind oft im Familienbesitz oder im Besitz einer Einzelperson. Beispiele von unechten Hotel-Publikumsgesellschaften im alpinen Raum sind etwa das Cresta Palace in Celerina, das Suvretta-Haus in St. Moritz oder die Hotelkette Sunstar.⁷ Ein weiterer Player im Schweizer Hotelmarkt ist der Credit Suisse Hospitality Fund, welcher sich aber vermehrt aus dem Tourismusbereich zurückzieht und Ende 2019 mehrere Hotels an die AEVIS Victoria Gruppe verkauft hat.⁸

2.2. Finanzierungsbedürfnisse

2.2.1. Laufzeiten

Die touristische Infrastruktur zeichnet sich im Allgemeinen durch einen langen Lebenszyklus aus. Für ein Fünfsterne-Hotel kann von einem durchschnittlichen Erneuerungszyklus von rund 24 bis 25 Jahren ausgegangen werden. Dies bedeutet, dass die Anfangsinvestition über rund 24 bis 25 Jahre wieder reinvestiert werden muss. Für die Vier- und Dreisterne-Hotellerie ist der Zyklus entsprechend länger. Transportanlagen der Bergbahnunternehmen weisen oft einen Anlagezyklus von gegen 30 oder mehr Jahren auf.

Es kann abschliessend festgehalten werden, dass der Anlagezyklus der touristischen Infrastruktur die typischen Laufzeiten von Fremdkapitalfinanzierungen deutlich übersteigt. Die goldene Bilanzregel besagt, dass langfristiges Vermögen langfristig zu finanzieren ist. Aufgrund der sehr langen Anlagezyklen sollte das Eigenkapital für touristische Unternehmen einen hohen Stellenwert haben.

wenige publizieren Angaben auf freiwilliger Basis. Einige davon sind in der Tabelle aufgeführt (nicht abschliessend). In einige Fällen sind die Aktionärsangaben Medienberichten oder anderen öffentlich verfügbaren Dokumenten entnommen. N.g.b. steht für nicht genau bekannt. In diesen Fällen ist jedoch davon auszugehen, dass die Beteiligung über der Grenze von 3% liegt.

⁷ Aktien dieser drei Unternehmen können beispielsweise auf der ausserbörslichen Plattform der Berner Kantonalbank (otc-x.ch) gehandelt werden.

⁸ AEVIS VICTORIA SA hat im November 2019 bekanntgegeben, dass sie mehrere Hotelobjekte von dem Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality (CS REF Hospitality) erwirbt. Mit den Gebäuden Mont Cervin und Petit Cervin in Zermatt, dem InterContinental in Davos und weiteren Hotelobjekten wird das bestehende Portfolio der AEVIS VICTORIA-Tochtergesellschaft Swiss Hotel Properties SA per 1. Januar 2020 auf knapp CHF 500 Millionen anwachsen.

2.2.2. Kapitalbedarf

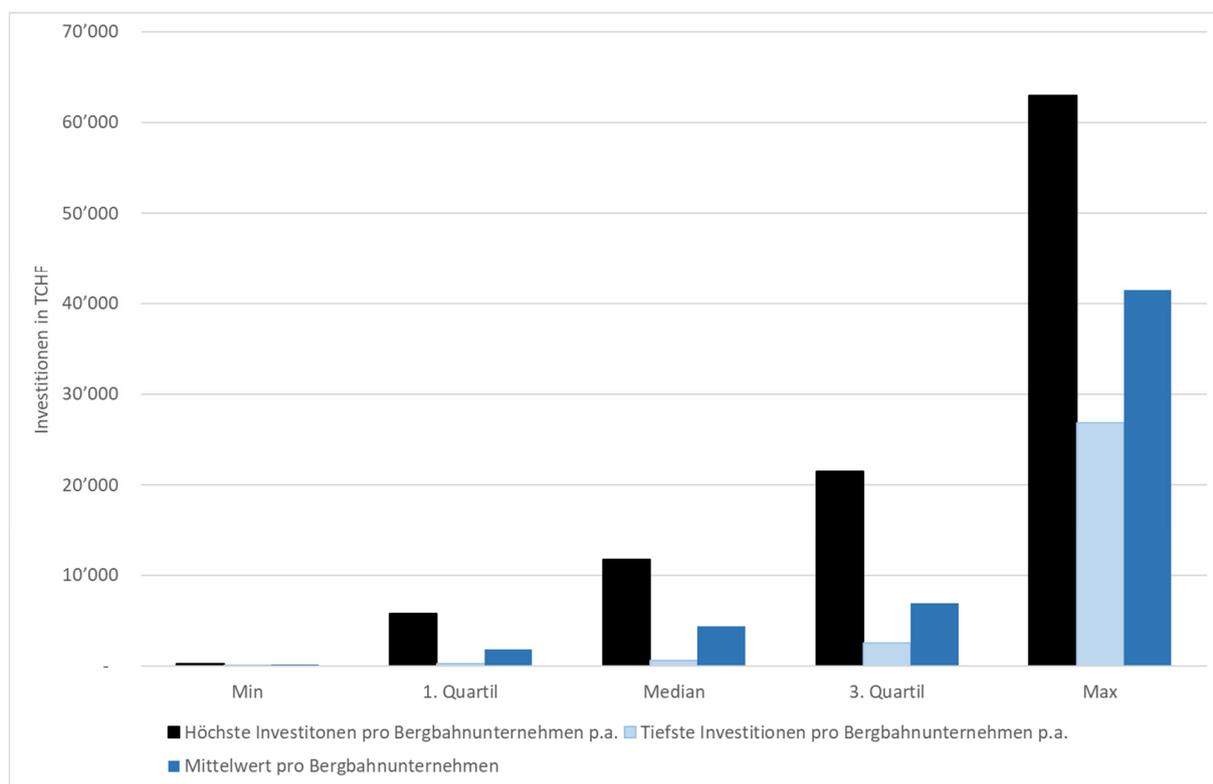
Der jährliche Kapitalbedarf touristischer Unternehmen hängt einerseits von der Unternehmensgrösse und andererseits von den Geschäftsfeldern ab. Gerade bei Unternehmen mit wenigen (Schlüssel-)Anlagen fällt der Investitionsbedarf in der Regel sehr zyklisch aus.

Eine Auswertung von 49 Bergbahnunternehmen bringt hervor, dass diese über die letzten zehn Jahre rund CHF 3.3 Milliarden investiert haben.⁹ Es ist davon auszugehen, dass dieser Betrag rund 90% der Gesamtbranche ausmacht. Die im Durchschnitt pro Jahr getätigten Investitionen pro Bergbahnunternehmen variieren für die letzten zehn Jahre zwischen CHF 120'000 und CHF 41.5 Mio. Abbildung 2 zeigt Minimum, 1. Quartil, Median, 3. Quartil und Maximum für die über die letzten zehn Jahre getätigten jährlichen Investitionen. Die schwarzen Säulen zeigen die höchsten jährlichen Investitionen, welche die beobachteten Unternehmen in den letzten zehn Jahren getätigt haben. Das Minimum liegt bei CHF 267'000, das Maximum bei CHF 63 Mio. Dies bedeutet, ein Unternehmen hat über die letzten zehn Jahre nie mehr als CHF 267'000 investiert. Die höchsten von einem Unternehmen der Stichprobe getätigten jährlichen Investitionen betragen CHF 63 Mio. Das erste Quartil liegt bei rund CHF 5.8 Mio. Dies bedeutet, ein Viertel der Stichprobe hat in keinem Jahr mehr als CHF 5.8 Mio. investiert.

Abbildung 2 zeigt weiter die tiefsten pro Jahr getätigten Investitionen (über die letzten zehn Jahre) je Bergbahnunternehmen (hellblau) sowie die durchschnittlich pro Jahr getätigten Investitionen (dunkelblau). Der Median für die durchschnittlichen jährlichen Investitionen beträgt rund 4 Mio. Dies bedeutet, dass die Hälfte der Stichprobe, bzw. rund 25 Bergbahnunternehmen jährlich im Durchschnitt mehr als 4 Mio. investieren. Bei den Prozentwerten der Quartile und des Medians ist zu berücksichtigen, dass rund 450 Unternehmen nicht in der Stichprobe vertreten sind. Es handelt sich dabei nicht nur, aber vorwiegend um eher kleine bis sehr kleine Unternehmen. Es ist davon auszugehen, dass maximal rund 10 nicht in der Stichprobe enthaltene Bergbahnunternehmen in Frage kommen, welche es auf durchschnittliche jährliche Investitionen von mehr als CHF 4 Mio. schaffen könnten.

⁹ Quelle: Geschäftsberichte. Es handelt sich vor allem um mittelgrosse und grosse Bergbahnunternehmen. Kleinstunternehmen mit einem Umsatz von weniger als CHF 1 Mio. sind nicht enthalten.

Abbildung 2: Investitionen von 49 Schweizer Bergbahnunternehmen über die letzten zehn Jahre¹⁰



Eine Aufteilung der getätigten Investitionen nach Objektarten ist nicht exakt möglich. Der Grossteil der Investitionen dürfte auf Transportanlagen fallen. Eine kuppelbare Sesselbahn kann beispielsweise zwischen CHF 6 bis 15 Millionen kosten. Kabinenumlaufbahnen können je nach Länge, Zwischenstationen und Ausgestaltung der Stationsbauten bis zu CHF 50 oder 60 Mio. teuer sein. Weiter wurden in den letzten Jahren hohe Investitionen in die technische Beschneigung getätigt. Einer Faustregel zu Folge erfordert die Beschneigung eines Pistenkilometers Investitionen von rund CHF 1 Mio.

Die Anzahl jener Unternehmen, welche mehr als CHF 10 Mio. investiert haben, variiert über die letzten zehn Jahre zwischen 9 und 15. Falls eine Finanzierung über mehrere Bergbahnunternehmen gepoolt würde (Abschnitt 4.5.1), und die Hälfte der Unternehmen mit grösseren Investitionen als CHF 10 Mio. p.a.

¹⁰ Quelle: Geschäftsbeichte. Es handelt sich um Bruttoinvestitionen. Das heisst, Desinvestitionen sind nicht berücksichtigt. Grundsätzlich fliessen die Investitionen über die letzten zehn Jahre in die Analyse ein. Aufgrund einer beschränkten Datenverfügbarkeit sind für einige Unternehmen weniger als zehn Jahre berücksichtigt. Die Abbildung liest sich wie folgt: Die höchsten jährlichen Investitionen, welche über die letzte Zehnjahresperiode erfolgten, variieren pro Bergbahnunternehmen zwischen CHF 267'000 und CHF 63 Mio. Das erste Quartil beträgt CHF 5.8 Mio. Dies bedeutet, dass ein Viertel der beobachteten Unternehmen nie mehr als CHF 5.8 Mio. investiert hat. Umgekehrt haben drei Viertel der Unternehmen im Jahr mit den höchsten Investitionen mehr als CHF 5.8 Mio. investiert. Das dritte Quartil beträgt CHF 21.5 Mio. Somit hat ein Viertel der Bergbahnunternehmen im höchsten Investitionsjahr mehr als CHF 21.5 Mio. investiert. Basis für die Berechnungen bilden öffentlich zugängliche Geschäftsberichte von 49 Schweizer Bergbahnunternehmen. Dies entspricht nur gerade 10% der rund 500 Schweizer Seilbahn- und Skiliftunternehmen. Zusammen betreiben die beobachteten Unternehmen rund 650 Transportanlagen. Dies entspricht einem Anteil von einem Viertel der Anlagen aller Schweizer Bergbahnunternehmen. Am Branchenertrag machen die berücksichtigten Unternehmen jedoch einen Anteil von mehr als 90% aus. Dies liegt daran, dass die Stichprobe nicht nur, aber vor allem mittelgrosse und grosse Bergbahnunternehmen umfasst. Ein-Skilift-Betriebe sind beispielsweise keine in der Stichprobe enthalten. Der jährliche Gesamtertrag (aktuellstes verfügbares Jahr) der Bergbahnunternehmen liegt zwischen CHF 1 und 212 Mio.

Die Daten sind per Anfang 2020 erhoben. Berücksichtigt ist der aktuellste verfügbare Geschäftsbericht. Für Bergbahnunternehmen mit einem Abschluss per Ende Dezember ist dies die Jahresrechnung 2018, für Unternehmen mit Abschluss im Frühling die Jahresrechnung 2018/19 und für Unternehmen mit Abschluss im Herbst die Jahresrechnung 2017/18.

mitmachen würde, käme ein jährliches Finanzierungsvolumen von rund CHF 60 bis CHF 100 Mio. zustande. Die Anzahl der Unternehmen, welche mehr als CHF 5 Mio. investiert haben, variiert über die letzten zehn Jahre zwischen 16 und 21. Würde davon ebenfalls die Hälfte an einer Poolfinanzierung partizipieren, stiege das jährliche Finanzierungsvolumen auf ein Volumen von rund CHF 100 bis 180 Mio.

In der Hotellerie & Gastronomie dürfte es nur sehr wenige Betriebe geben, welche im Mehrjahresdurchschnitt auf Investitionen von mehr als CHF 10 Mio. kommen. Im 3*** bzw. 4****-Segment ist pro Zimmer im Falle eines Neubaus mit Investitionskosten von ca. CHF 180'000 bis 250'000 bzw. ca. CHF 250'000 bis 400'000 zu rechnen. Angenommen, ein Hotel hat 70 Zimmer. In diesem Fall ist unter Berücksichtigung üblicher Abschreibungsdauern mit jährlichen Ersatzinvestitionen von CHF 380'000 bis 530'000 (3***) bzw. CHF 800'000 bis 1'100'000 zu rechnen. Es ist somit davon auszugehen, dass viele Betriebe im Durchschnitt jährliche Investitionen von weniger als CHF 1 Mio. bzw. nicht viel mehr als CHF 1 Mio. zu tätigen haben. Auch wenn Investitionen in weitere Angebote wie Wellness oder Seminar zusätzlich zu berücksichtigen sind, bleibt das Investitionsvolumen in den meisten Hotelbetrieben deutlich hinter jenem von grösseren und mittelgrossen Bergbahnunternehmen zurück. Da jedoch davon auszugehen ist, dass Investitionen über die Jahre etwas «gebündelt» anfallen, ist für mittelgrosse Hotels durchaus mit mittleren einstelligen Millioneninvestitionen zu rechnen. Deutlich grössere Investitionen fallen bei Neubauten von Hotels oder Gastronomiebetrieben an. Interessant für eine Beteiligung an Poolfinanzierungen wären daher sicherlich Neubauten und grössere Ersatzinvestitionen.

2.3. Rendite- und Risikopotenzial

2.3.1. Rechnungslegung

Da es sich bei der Mehrheit der Bergbahnunternehmen um echte oder unechte Publikumsgesellschaften handelt, sind ihre Jahresrechnungen in vielen Fällen öffentlich zugänglich. Eine branchenweite Einschätzung der verwendeten Rechnungslegungsstandards ist daher möglich. Von den Schweizer Bergbahnunternehmen mit öffentlich zugänglichem Jahresbericht verfügt eines über eine nach den Vorschriften von IFRS erstellte Jahresrechnung. Drei weitere Unternehmen erstellen ihre Jahresrechnungen nach den Grundsätzen von Swiss GAAP FER. Der Grossteil der Branche verfügt somit «nur» über einen OR-Abschluss, welcher den Adressaten keine «True and Fair View» ermöglicht. Vor allem Bergbahnunternehmen mit einer überdurchschnittlichen Ertragskraft nutzen die Spielräume zur Bildung von stillen Reserven. In diesen Fällen sind ausgewiesene Werte für beispielsweise Eigenkapital, EBIT und Jahresgewinn wenig aussagekräftig. Auch wenn ein Unternehmen auf die Bildung stiller Reserven verzichtet, oder wenn das Unternehmen im Rahmen des OR-Abschlusses transparent über die Bildung der stillen Reserven informiert, kann sich das Nichtvorhandensein eines anerkannten Rechnungslegungsstandard mit einer «True and Fair View» nachteilig auf die Einschätzung finanziell orientierter Investoren auswirken.

Für die Hotellerie und weitere touristische Unternehmen kann ebenfalls davon ausgegangen werden, dass eine grosse Mehrheit bei der Erstellung der Jahresrechnung «nur» die obligationenrechtlichen Vorschriften

berücksichtigt. Die zuvor beschriebene Problematik der stillen Reserven betrifft daher auch die Hotellerie. Ein in der Hotellerie weit verbreitetes Vorgehen mit dem Ziel der Steuervermeidung ist die Verbuchung von Kleininvestitionen als Unterhaltsaufwand. Dadurch werden sowohl der operative Cashflow als auch der EBTIDA zu tief ausgewiesen.

2.3.2. Ertragskraft

Eine verbreitete Grösse zur Beurteilung der Ertragskraft von Bergbahnen ist das Verhältnis von Cashflow zu den Anschaffungswerten der Anlagen.¹¹ Es handelt sich dabei um eine Kapitalrendite. Durch die Verwendung von Anschaffungswerten und Cashflow ist die berechnete Grösse nicht durch Überabschreiber und stille Reserven auf den Anlagen verzerrt. Ein Wert von 4% bedeutet beispielsweise, dass das betreffende Unternehmen die Infrastruktur (bewertet zu historischen Anschaffungswerten) innert 25 Jahren (Wiederbeschaffungsdauer) aus eigener Kraft erneuern kann. Es gilt dabei unbedingt zu berücksichtigen, dass die zukünftigen Wiederbeschaffungswerte die historischen Anschaffungswerte in der Regel deutlich übersteigen. Eine auf historischen Werten berechnete Kapitalrendite von 4% ist daher nicht mit einer effektiven Wiederbeschaffungsdauer von 25 Jahren gleichzusetzen. Angenommen, die Anlagen sind bei der nächsten Erneuerung im Durchschnitt 40% teurer, ist die zukünftige Wiederbeschaffungsdauer 35 Jahre.

Betreffend Kapitalrendite können die Bergbahnen wie folgt kategorisiert werden:¹²

- Zuschussunternehmen: < 2.5%
- Selbsterhaltungsunternehmen: 2.5% bis 4%
- Renditeunternehmen (ohne risikogerechte Rendite): 4% bis 5%
- Renditeunternehmen (mit risikogerechter Rendite): >5%

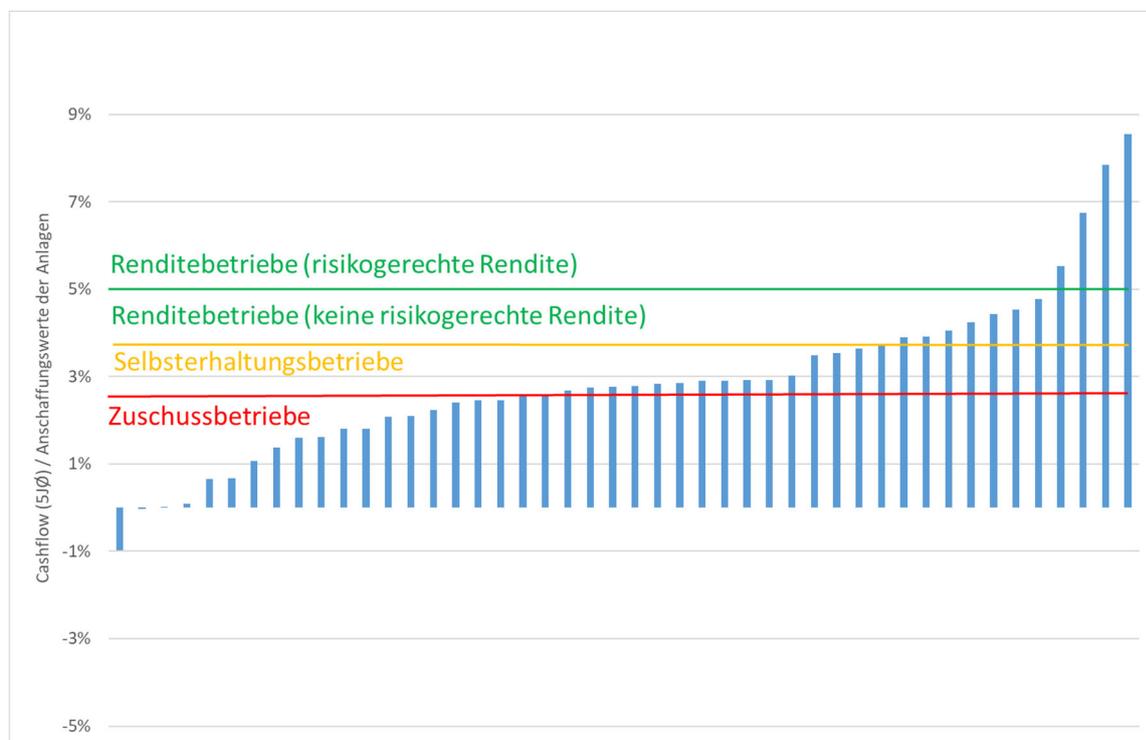
Die Kategorien sind nicht exakt voneinander abzugrenzen. Unternehmen sind für eine Zuordnung zu einer Kategorie detailliert zu prüfen. Ein Bergbahnunternehmen, welches über eine sehr moderne bzw. neue Infrastruktur verfügt und sehr gut über die verschiedenen Gästesegmente diversifiziert ist, kann auch mit einer Kapitalrendite von beispielsweise 4.5% eine aus Investorensicht risikogerechte Rendite erreichen. Dies aus den folgenden zwei Gründen: Erstens erscheint die berechnete Kapitalrendite aufgrund der modernen Infrastruktur bzw. der hohen Investitionen der letzten Jahre tendenziell zu tief. Umgekehrt weisen Unternehmen mit einem Investitionsrückstau eher zu hohe Werte aus. Zweitens führt eine gute Diversifikation der Gästesegmente (z.B. Ausflugsgäste, Wintersportgäste) dazu, dass die Gewinnvolatilität abnimmt und damit auch die risikogerechte Renditeerwartung der Investoren. Bei der Interpretation der Zahlen ist unbedingt zu berücksichtigen, dass diese auf Anschaffungswerten basieren. Auf Buchwerten basierende Renditegrössen wie zum Beispiel «Return on Capital Employed (ROCE)» oder «Return on Invested Capital (ROIC)» würden betragsmässig deutlich höher ausfallen.

¹¹ Aufgrund der Problematik der stillen Reserven ist diese Berechnungsmethodik einer auf Buchwerten basierenden Kapitalrendite vorzuziehen.

¹² Die Begriffe «Zuschussunternehmen, Selbsterhaltungsunternehmen und Renditeunternehmen» sind aus der folgenden Publikation entnommen: Handbuch Bergbahnfinanzierung (2010) Lengwiler & Lütolf, Verlag Seilbahnen Schweiz.

Abbildung 3 zeigt die Kapitalrenditen von 46 Schweizer Bergbahnunternehmen. Basis bildet der Fünfjahresdurchschnitt des Cashflows. Davon sind ca. 20 bzw. 40% der Kategorie «Zuschussunternehmen» zuzuordnen. Es ist davon auszugehen, dass diese Unternehmen zukünftig in hohem Masse auf neues Kapital von Investoren angewiesen sind. Aus Investorensicht ist der Kapitalerhalt stark gefährdet. Investitionen haben zumindest teilweise à-fonds-perdu-Charakter. Rund 15 weitere Bergbahnunternehmen sind als «Selbsterhalter» zu bezeichnen. In dieser Kategorie ist ein Kapitalerhalt aus Investorensicht wahrscheinlich. Das Renditepotenzial ist jedoch sehr gering. Zu den Renditeunternehmen sind 11 Bergbahnunternehmen zu zählen. In diesen Fällen können die Eigentümer mit mehr oder weniger regelmässigen Ausschüttungen rechnen. Für die Mehrheit der Renditebahnen ist nicht davon auszugehen, dass die Rendite die risikogerechte Erwartung der Investoren erreicht.

Abbildung 3: Kapitalrendite von 46 Schweizer Bergbahnunternehmen im 5JahresØ (nach Bergbahnunternehmen, der Grösse nach angeordnet)¹³



Von den untersuchten 46 Bergbahnunternehmen ist knapp ein Viertel zu den Renditebahnen zu zählen. Es ist mit hoher Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass unter den vielen nicht in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen, bei welchen sich es zu einem sehr grossen Teil um Kleinstbetriebe handelt, nur sehr wenige Renditeunternehmen vertreten sind. Weiter ist davon auszugehen, dass der Anteil der Zuschussunternehmen unter den nicht in der Stichprobe vertretenen Unternehmen noch etwas höher ausfällt. Somit ist die Bergbahnbranche in etwa wie folgt aufzuteilen.

- Renditeunternehmen: 10% (maximal)

¹³ Quelle: Geschäftsberichte. Für sieben Bergbahnunternehmen kann aufgrund der in den Geschäftsberichten verfügbaren Daten keine Kapitalrendite ermittelt werden. Daher ist die Stichprobengrösse 46 (statt 53). Die Daten sind per Anfang 2020 erhoben. Berücksichtigt ist der aktuellste verfügbare Geschäftsbericht. Für Bergbahnunternehmen mit einem Abschluss per Ende Dezember ist dies die Jahresrechnung 2018, für Unternehmen mit Abschluss im Frühling die Jahresrechnung 2018/19 und für Unternehmen mit Abschluss im Herbst die Jahresrechnung 2017/18.

- Selbsterhaltungsunternehmen: ca. 30%
- Zuschussunternehmen: ca. 60%

Zwischen der Unternehmensgrösse und der Ertragskraft besteht eine positive Korrelation. Die Renditebahnen weisen im Durchschnitt einen Betriebsertrag von CHF 64 Mio. (Median: CHF 38 Mio.) aus. Nur gerade in zwei Fällen liegt der Ertrag unter der Grenze von CHF 10 Mio. Der Betriebsertrag der Zuschussbetriebe liegt im Durchschnitt bei rund CHF 9 Mio. (Median: CHF 6.4 Mio.) In nur vier Fällen ist er grösser als CHF 10 Mio. Mit Einbezug der nicht in der Stichprobe enthaltenen Firmen, wäre die durchschnittliche Grösse der Zuschussbetriebe deutlich kleiner. Weiter zeichnen sich viele der Renditebahnen durch einen überdurchschnittlich hohen Sommerverkehrsertragsanteil aus. Der hohe Sommeranteil ist in vielen Fällen die Folge von vielen interkontinentalen (insbesondere aus Asien) Gästen. Das Corona Virus hat diese Entwicklung 2020 abrupt gestoppt. Die entsprechenden Unternehmen werden 2020 und sehr wahrscheinlich auch 2021 keine «Renditeunternehmenszahlen» ausweisen können. Dank der sehr erfolgreichen Vorjahre konnten sie jedoch Reserven anlegen. Einige waren per Ende 2019 sogar finanzschuldenfrei. Mit der Wiederbelebung des internationalen Reisegeschäfts werden sich die Unternehmen schrittweise wieder an ihre Vorkrisenertragskraft annähern.

Die vorherigen Auswertungen basieren auf dem Durchschnittscashflow der letzten fünf Jahre. Diese Periode umfasst für viele Unternehmen drei eher schlechte und zwei eher gute Jahre. Würde man anstelle des Fünfjahresdurchschnitts den Cashflow des Geschäftsjahres 2018/19 verwenden, würde es eine deutliche Verschiebung um rund 10 bis 15 Prozentpunkte von Zuschussunternehmen in Richtung Selbsterhaltungsunternehmen geben. Der Verschiebungseffekt von Selbsterhaltern zu Renditeunternehmen wäre hingegen deutlich geringer. Diese Zahlen zeigen die hohe Abhängigkeit von Schnee und Wetter.

Gemäss Betriebsstatistik HotellerieSuisse 2017/18 erreichen die ERFA-Gruppen in den Kategorien Ferien *** und Ferien **** eine GOP-Marge¹⁴ von 13% bzw. 16 % des Betriebsertrags. Einer Faustregel zufolge sollte ein Hotelbetrieb eine GOP-Marge von 20% bis 25% erreichen, so dass die Ersatzinvestitionen getätigt werden können und darüber hinaus eine angemessene Verzinsung des Kapitals sichergestellt ist.¹⁵ Der Medianwert liegt somit deutlich unter dem Schwellenwert eines Renditeunternehmens von 20% bis 25%. Einer in der Hotellerie verbreiteten Faustregel zu Folge entspricht der Ertragswert dem doppelten des Betriebsertrags. Eine Eigenkapitalverzinsungserwartung von beispielsweise 5% bis 8% (auf Basis eines Eigenkapitalanteils von 33%) auf dem investierten Kapital belastet den Betriebsertrag daher mit rund 3% bis 5%.¹⁶ Folglich müsste die Schwelle für ein Selbsterhaltungsunternehmen rund 4 Prozentpunkte tiefer bei ca. 16% bis 21% liegen. Für die ERFA-Gruppen von Hotellerie Suisse lässt sich daraus schliessen, dass im 3*** Bereich deutlich die Hälfte den Zuschussunternehmen zuzuordnen ist. Im 4**** wäre es wohl rund die

¹⁴ GOP = Gross Operating Profit. Der GOP ist mit einem EBITDAR vergleichbar.

¹⁵ Valerie Karlen (2014), Hotelier-Serie: Investitionen im Hotel (letzter Teil) - Wie verhindert man einen Investitionsrückstau?

¹⁶ Angenommen, der Investor erwartet auf dem Ertragswert des Hotels eine Rendite von 6%. Der Ertragswert entspricht einer Faustregel zu Folge dem doppelten des Betriebsertrags. Bei einer 100prozentigen Eigenfinanzierung würde die Renditeerwartung den Betriebsertrag daher mit 12% belasten. Falls der Eigenfinanzierungsgrad jedoch nur bei beispielsweise 33% liegt, macht die Belastung nur 4% aus. Falls der Investor auf eine Renditeerwartung auf dem Eigenkapital verzichtet, kann die GOP Marge daher 4% geringer ausfallen.

Hälfte. Diverse Interviewpartner geben an, dass bis zu 2/3 der Unternehmen Mühe haben zur selbständigen Finanzierung der Ersatzinvestitionen. Es ist nicht auszuschliessen, dass einige ausgewertete Unternehmen kleinere Investitionen als Unterhalt buchen und so einen eigentlich zu hohen Unterhaltsaufwand und damit einen zu tiefen GOP ausweisen. Ist dem so, läge der Anteil der Selbsterhaltungsunternehmen etwas höher.

Für eine nachhaltige Verzinsung des Kapitals und die Fähigkeit zur Finanzierung der Investitionen gilt als weitere Faustregel eine Cashflow Marge von 15% bis 20%.¹⁷ Eine Analyse der ERFA-Zahlen von Hotelleriesuisse führt bei Verwendung der Cashflow Marge zu ähnlichen Konklusionen wie die Analyse der GOP-Marge.

Eine nur auf die Margen gestützte Analyse vernachlässigt die Kapitalintensität. Hotelbetriebe mit eher unterdurchschnittlichen Kapitalbindung weisen ein besseres Verhältnis von Infrastrukturwert und Betriebsertrag auf. Sie können daher vom GOP dank tieferer Abschreibungen mehr als Gewinn behalten. Besser geeignet als die GOP-Marge wäre daher ein Verhältnis von Cashflow und Infrastrukturwert. Aufgrund der verfügbaren Zahlen ist eine derartige Auswertung allerdings nicht möglich. Von den Schweizer Hotels in alpinen Destinationen verfügt lediglich die Sunstar Gruppe über einen öffentlich zugänglichen Geschäftsbericht. Im Jahr 2019/20 erreichte Sunstar eine GOP-Marge von 19%, im Jahr 2018/19 waren es 15.5%. Dies würde auf den Status eines Selbsterhaltungsunternehmens hindeuten. Der Cashflow (vor Veränderung NUV) macht 3.7% der Anschaffungswerte der Infrastruktur aus. Dies entspricht einer Wiederbeschaffungsdauer von 27 Jahren. Auch dieser Wert deutet auf den Status als Selbsterhaltungsunternehmen hin. Das Hotel Beau Rivage Palace in Lausanne erreicht etwa eine vergleichbare Ertragsstärke (2019). Aufgrund der aktuellen Ertragskraft müssen das Grand Resort Bad Ragaz und das Dolder (jeweils 2019) als Zuschussunternehmen bezeichnet werden. Das gleiche trifft für die Hotels der Andermatt Swiss Alps AG zu. Die Hotelleriesparte weist für das Geschäftsjahr 2019 einen Verlust von rund CHF 20 Mio. aus.

Bei den Hotellerie-Zuschussunternehmen ist im Vergleich zur Bergbahnbranche mit einer deutlich höheren Exit-Rate zu rechnen. Da Hotel- und Gastronomiebetriebe in der Regel keine Systemrelevanz aufweisen, ist die Unterstützung durch die öffentliche Hand und Family & Friends in der Regel nicht gegeben. Die schlechtesten Zuschussbetriebe sollten daher regelmässig vom Markt verschwinden.

2.3.3. Ausschüttungen

Von 53 untersuchten Bergbahnunternehmen haben im letzten Jahr 13 eine Bardividende ausgeschüttet.¹⁸ In einem Fall davon wurde die Ausschüttung nach mehreren Jahren ohne Dividende wiederaufgenommen. Vor

¹⁷ Martin Eltschinger, Finanzmanagement Hotellerie, 2004.

¹⁸ Basis für die vorliegende Einschätzung bilden öffentlich zugängliche Geschäftsberichte von 53 Schweizer Bergbahnunternehmen. Dies entspricht nur gerade 10% der rund 500 Schweizer Seilbahn- und Skiliftunternehmen. Zusammen betreiben die beobachteten Unternehmen rund 650 Transportanlagen. Dies entspricht einem Anteil von einem Viertel der Anlagen aller Schweizer Bergbahnunternehmen. Am Branchenertrag machen die berücksichtigten Unternehmen jedoch einen Anteil von mehr als 90% aus. Dies liegt daran, dass die Stichprobe nicht nur, aber vor allem mittelgrosse und grosse Bergbahnunternehmen umfasst. Ein-Skilift-Betriebe sind beispielsweise keine in der Stichprobe enthalten. Der jährliche Gesamtertrag (aktuellstes verfügbares Jahr) der Bergbahnunternehmen liegt zwischen CHF 1 und 212 Mio.

10 Jahren haben noch rund 20 der 53 Unternehmen eine Bardividende an die Aktionäre ausbezahlt. Es ist davon auszugehen, dass von den nicht in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen nur vereinzelt Dividenden ausgerichtet werden. Insbesondere bei den wintersportlastigen Unternehmen werden es wohl nur wenige sein. Bei Ausflugsbergbahnen (z.B. Luftseilbahn Wasserauen Ebenalp) liegt der Anteil mit Sicherheit etwas höher.

In der Hotellerie dürfte der Anteil der bar ausschüttenden Unternehmen nach der Meinung einiger Interviewpartner eher noch tiefer liegen als bei den Bergbahnen. Im Vergleich zur Stadthotellerie waren Ausschüttungen unter den alpinen Hotels in der Vergangenheit weniger verbreitet.

Eine Ausschüttung geht immer zu Lasten der Innenfinanzierungskraft. Die an die Aktionäre transferierten Mittel können nicht reinvestiert werden. Die Ausschüttungsentscheidung ist in Zusammenhang mit der Eigentümerstruktur zu betrachten. Aktionäre, welche Eigenkapital ohne Ausschüttungserwartung zur Verfügung stellen, sind bzw. wären aus Unternehmenssicht ein Glücksfall. In diesem Fall ist einerseits die Kapitalversorgung gewährleistet. Andererseits können die gesamten Gewinne reinvestiert werden. Diverse Interviewpartner haben darauf hingewiesen, dass die österreichischen Seilbahnunternehmen unter sonst gleichen Bedingungen weniger ausschüttungsfreundlich sind als die Schweizer Unternehmen. Dies mag einerseits an kulturellen Unterschieden liegen. Andererseits liegt es aber auch an der Eigentümerstruktur. Eigentümer, welche vor allem das gesamte touristische System der Destination im Auge haben und mit Umwegrenditen kalkulieren, können eher auf Ausschüttungen verzichten. Im Falle von eigentümergeführten Unternehmen, was in Österreich häufiger vorkommt als in der Schweiz, wäre dann noch zu prüfen, inwiefern eine Gewinnausschüttung beispielsweise über Honorare ausbezahlt wird.

Österreichs grösste Hotelkette «JUFA Hotels¹⁹» ist im Besitz einer Stiftung. Zur Unternehmensgruppe gehören mehr als 60 Hotels. Auf den Winter 2020/21 wird in Savognin das erste JUFA-Hotel der Schweiz eröffnet. Eigentümer der Holding sind die JUFA Privatstiftung und die Gemeinnützige Privatstiftung der Jugend & Familiengästehäuser.²⁰ Die JUFA Hotels verzichten auf Gewinnausschüttungen.

2.3.4. Wertsteigerungspotenzial

Die Einteilung der Unternehmen in die verschiedenen «Ertragskraft-Kategorien» (Abschnitt 2.3.2) stellt die IST-Situation dar. Renditeunternehmen und allenfalls die «besten» Selbsterhaltungsbetriebe bieten dem Eigentümer die Chance auf regelmässige Ausschüttungen. Aus Wertsteigerungssicht stellt sich für den Investor die Frage, welche Selbsterhaltungsbetriebe das Potenzial zum Renditeunternehmen haben werden. Unternehmen, welche diesen Sprung in den letzten Jahren geschafft haben, sind beispielsweise die Rigi-Bahnen, die Schilthornbahn und die Brunnibahnen aus Engelberg. Die Ursachen für die Verbesserung der Ertragskraft liegt in allen drei Fällen im Sommergeschäft. Wer es zukünftig im Sommer schafft einerseits eine gute Auslastung zu erreichen und andererseits einen attraktiven Durchschnittspreis zu erzielen, weist

Die Daten sind per Anfang 2020 erhoben. Berücksichtigt ist der aktuellste verfügbare Geschäftsbericht. Für Bergbahnunternehmen mit einem Abschluss per Ende Dezember ist dies die Jahresrechnung 2018, für Unternehmen mit Abschluss im Frühling die Jahresrechnung 2018/19 und für Unternehmen mit Abschluss im Herbst die Jahresrechnung 2017/18.

¹⁹ JU steht für Jugend, FA für Familien.

²⁰ Tai Online (www.tai.at), 12. Juli 2019.

deutliches Wertsteigerungspotenzial auf. Im Wintersportgeschäft dürfte zu den Gewinnern gehören wer trotz schlechten Schneesverhältnissen und warmen Temperaturen eine gute Gästerauslastung erreicht. Zermatt oder Davos wären diesbezüglich als (finanziell) erfolgreiche Beispiele zu erwähnen. Mit St. Mortiz oder Saas Fee gibt es jedoch auch Bergbahnunternehmen in sehr schneesicheren Destinationen, welche finanziell unterdurchschnittlich dastehen. Mit voranschreitender Klimaerwärmung dürfte jedoch die Schneesicherheit an Bedeutung gewinnen und vermehrt zu einem Werttreiber werden.

Das Problem vieler Hotel- und Gastronomiebetriebe besteht darin, dass der Cashflow zur Finanzierung der anstehenden Ersatzinvestitionen nicht ausreicht. Eine Wertsteigerung wird erreicht, wenn der Cashflow so verbessert werden kann, dass dieser die Investitionen abdeckt bzw. im besten Fall sogar übersteigt. Wertsteigerungen auslösen können etwa die folgenden Faktoren: Schärfung der Positionierung, laufende Anpassung an die Kundenbedürfnisse, in Produkte investieren (nicht in Schönheit), verbesserte Kostenkontrolle, Kooperationen, Einbindung in die touristische Wertschöpfungskette. Unter sonst gleichen Bedingungen ist auch die Hotelgrösse von Bedeutung für die Wirtschaftlichkeit. Gegenüber dem benachbarten Ausland weist die Schweizer Hotellerie den Nachteil deutlich höherer Lohnkosten aus. Im Hinblick auf eine Wertsteigerung können daher Massnahmen bzw. Konzepte, welche zu einer Reduktion der Personalintensität führen attraktiv sein. Mit gästebetreuungsintensiven Familienhotels in Österreich oder im Südtirol zu konkurrieren, ist für Schweizer Betriebe recht schwierig. In wenig personalintensiveren Konzepten ist dies unter sonst gleichen Bedingungen einfacher. Diesen Grundsatz verfolgt auch beispielsweise die zur Fortimo Gruppe gehörende REVIER Hospitality Group AG.²¹ Auf Wellnessangebote wird verzichtet, ebenso beispielsweise auf eine (physische) Rezeption. Die Gastronomie ist so zu gestalten, dass möglichst wenig Personal benötigt wird. Allgemein konzentrieren sich die REVIER Hotels auf das Wesentliche. Im Hauptfokus der REVIER Hotels stehen junge Leute zwischen 20 und 30 Jahren. Selbstverständlich ist der «personalarme» Weg nicht für alle Hotels bzw. Zielgruppen ein adäquater Weg. Aus Investorensicht ist dieser Ansatz allerdings attraktiv. Einen ähnlichen wenig personalintensiven Ansatz haben auch die Swiss Peaks Resorts gewählt.²²

In den 2000er Jahren war eine Fusionswelle zu beobachten. Lokale Bergbahngesellschaften fusionierten beispielsweise in Davos Klosters, in Zermatt, im Oberengadin oder in Gstaad. Unternehmenszusammenschlüsse sind sicherlich kein Allheilmittel für finanzschwache Bergbahnunternehmen. Gerade die fusionierten Gesellschaften in Davos oder Zermatt haben sich jedoch sehr positiv entwickelt. Lokale Bergbahnfusionen, aber auch überregionale Kooperationen (oder Fusionen) könnten auch zukünftig für Wertsteigerungspotenziale sorgen. Positive Wirkungen können auch vertikale Integrationen und Kooperationen haben (Abschnitt 4.3).

Es stellt sich die Frage, wie der Investor eine allfällige Wertsteigerung realisieren kann. Von den in alpinen Regionen tätigen Tourismusunternehmen weisen nur vier Bergbahnunternehmen börsenkotierte Aktien auf: BVZ-Holding (Gesamtunternehmen allerdings stark ÖV-lastig), Jungfraubahnen, Titlisbahnen (alle SIX

²¹ Zur REVIER Hospitality Group gehören zwei Hotels in Lenzerheide und in Adelboden. Weitere Projekte sind in Planung, z.B. im Montafon.

²² Ferienresorts in Brigels, Meiringen-Hasliberg, Vercorin, Zinal. Weitere Projekte geplant.

Swiss Exchange) und Téléverbier (Börse in Paris). Viele weitere Bergbahnunternehmen, aber nur sehr wenige Hotelunternehmen haben ausserbörslich gehandelte Aktien. Oft sind die Handelsvolumen äusserst gering. Das Realisieren einer Wertsteigerung ist dadurch stark erschwert. Ein Grund für die geringen Handelsvolumen sind neben dem tiefen Interesse von überregionalen Investoren die Aktionärsstrukturen. Wie bereits in Abschnitt erwähnt, haben viele touristische Unternehmen eine Struktur als unechte Publikumsgesellschaft und daher einen geringen Streubesitzanteil. Im Jahr 2019 wurde auf den Plattformen der Berner und Zürcher Kantonalbank nur von den Aktien der Rigi-Bahnen, der Schilthornbahn und der Weissen Arena Gruppe ein Volumen von mehr als CHF 1 Million erreicht. Damit gehören diese Aktien zu den meistgehandelten Tourismusaktien des ausserbörslichen Marktes.

Neben einem Verkauf über die Börse bzw. über die ausserbörslichen Plattformen besteht die Möglichkeit Aktien als Paket zu veräussern und so eine Wertsteigerung zu realisieren. Aufgrund ihrer Liebhabereigenschaften kann nach mittelgrossen Aktienpaketen durchaus eine Nachfrage bestehen. Dies insbesondere in Unternehmen, welche schon länger keine Aktienkapitalerhöhung mehr durchgeführt haben. Wichtig ist dann, dass der Verwaltungsrat potenzielle Interessierte kennt. In diesem Fall kann er bei der Umplatzierung von Aktienpaketen unterstützend helfen.

Die entscheidende Frage für den Investor ist daher, ob ein funktionierender Markt für Unternehmensbeteiligungen besteht. In einer Branche, in welcher Grössen- und Verbundeffekte eine bedeutende Rolle spielen, müssten unter sonst gleichen Bedingungen mehr strategische motivierte Unternehmensübernahmen stattfinden. Ein erfolgreicher Verkauf einer grösseren Beteiligung wäre dann wahrscheinlicher. Sowohl in der Bergbahnbranche als auch in der Hotellerie dürften Unternehmensverbindungen wertsteigerndes Potenzial aufweisen. Nichtsdestotrotz sind strategisch motivierte Unternehmensübernahmen alpiner touristischer Unternehmen eher selten. Dafür gibt es verschiedene Gründe. Bei den Bergbahnen können lokale Machtansprüche einen Einstieg «auswärtiger» Investoren verhindern. Praktisch nur finanzielle Notlagen bieten Investoren Einstiegsmöglichkeiten. Bisherige Aktionäre können dann allerdings keinen wertsteigernden Verkauf ihrer Beteiligung realisieren. In der alpinen Hotellerie besteht ein Spannungsfeld zwischen Individualität und Wirtschaftlichkeit. Als Vorbild für die Hotellerie werden oft die stark familiengeprägten österreichischen Hotels herangezogen. Mit der Integration in eine Hotelkette, was betriebswirtschaftlich durchaus sinnvoll sein kann, verlieren Hotels unter Umständen an familiärem Charakter.

2.3.5. Risikoeinschätzung

In den letzten rund 10 Jahren sind einige kleine Skigebietsbetreiber Konkurs gegangen und vom Markt verschwunden. Dazu gehören etwa Erner Galen und Hungerberg (beide VS), Lungern-Schönbüel (OW) Winterhorn (UR), Sportbahnen Kiental (BE). Auch einige mittelgrosse und grosse Bergbahnunternehmen sind in finanzielle Schwierigkeiten geraten, konnten jedoch den Konkurs abwenden. Einige Beispiele sind:

- Bergbahnen Meiringen Hasliberg
- Saastal Bergbahnen

- Hohnsaas Bergbahnen
- Torrentbahnen Leukerbad
- Bergbahnen Brigels
- Remontées Mécaniques Crans Montana

Die aufgeführten Bergbahnunternehmen, welchen eine Rettung gelungen ist, unterscheiden sich in Bezug auf einige Merkmale von den in Konkurs gegangenen Unternehmen. Einerseits sind die Unternehmen (deutlich) umsatzstärker. Andererseits hängen mehr Betten, regionale Zulieferer und Arbeitsplätze von den entsprechenden Bergbahnen ab. Die Ursachen der Finanzprobleme sind meistens ähnlich. Eine Kombination von rückläufiger Nachfrage, schwacher Ertragslage, hoher Verschuldung und Investitionsrückstau führt dazu, dass den Unternehmen das Geld ausgeht. Die Sanierung setzt dann einerseits bei operativen Verbesserungen und der Bereinigung der Bilanz an. Wichtig ist, dass der Cashflow stabilisiert bzw. verbessert werden kann. Zudem müssen die Schulden abgebaut werden, so dass mehr vom Cashflow investiert werden kann. Zudem braucht es neue Investoren, welche Mittel zur Finanzierung von Investitionen einlegen. Die neuen Investoren verlangen einerseits, dass die bestehenden Verluste mit dem Aktienkapital verrechnet werden (Kapitalschnitt), so dass sie sich nicht an den Verlusten der Vergangenheit beteiligen müssen. Andererseits fordern sie einen (teilweisen) Forderungsverzicht der Gläubiger, so dass zukünftig weniger Mittel für den Schuldendienst abfliessen.

In den meisten Fällen kommt es bei den Aktionären zu einem massiven Kapitalschnitt bzw. zu einer massiven Reduktion des Aktienkapitals. Im Rahmen der Sanierung der Bergbahnen Brigels und der Bergbahnen Meiringen Hasliberg wurde das Aktienkapital um 90% reduziert. Die Bergbahnen Destination Gstaad bzw. die Saastal Bergbahnen haben einen Kapitalschnitt von 85% bzw. 50% vollzogen. Die Position der Gläubiger ist im Vergleich zu den Aktionären besser. Kommt es zu einer Nachlassstundung, müssen sich die Gläubiger entscheiden, ob Sie mit einem eventuellen Forderungsverzicht zur Rettung beitragen oder einen Konkurs riskieren wollen. In letzterem Fall kann ein noch grösserer Verlust resultieren.

Im Rahmen der Sanierung der Bergbahnen Destination Gstaad im Jahr 2014/15 sind die Banken als Gläubiger schadlos geblieben. Einen Teil der Forderungen hat die Gemeinde Saanen übernommen. Im Rahmen der Sanierung der Torrentbahnen in Leukerbad und der Bergbahnen Meiringen Hasliberg mussten die Banken einen Teil ihrer Ausleihungen abschreiben. Die Walliser Kantonalbank hat im Rahmen der Sanierung einen Teil der Kredite in Aktienkapital der Torrentbahnen umgewandelt.

Bergbahninfrastruktur ist in den meisten Bergregionen als sogenannt systemrelevant zu bezeichnen. Es kann daher mit einer hohen Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass die öffentliche Hand ein hohes Interesse an der Sicherung des Betriebs hat. Für den Investor bedeutet dies allerdings nicht, dass seine Investition gesichert ist. Explizite Garantien gibt es in der Regel keine. Es besteht nur eine Erwartung bzw. eine Hoffnung, dass die öffentliche Hand das Bergbahnunternehmen derart finanziell unterstützt, dass es nicht zahlungsunfähig wird, oder dass die Schulden in einer Nachlassstundung von der öffentlichen Hand abgelöst werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer derartigen Unterstützung kommt, hängt von verschiedenen Faktoren ab.

- Je bedeutender der Bergtourismus für eine Gemeinde bzw. eine Region, umso höher liegt die Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung.
- Je solider die Finanzsituation der Standortgemeinde, umso wahrscheinlicher wird eine Unterstützung des Bergbahnunternehmens.

Je nach Ausprägung dieser beiden Faktoren kann ein Fremdkapitalinvestor mehr oder weniger mit einer impliziten Staatsgarantie rechnen. Gerade bei Bergbahnunternehmen mit nur mittelmässiger oder gar schlechter Bonität sollte auch die Bonität bzw. das Rating der Standortgemeinde berücksichtigt werden. Umgekehrt spielen die Tourismusabhängigkeit und die Bergbahninfrastruktur auch eine Rolle für das Rating der Gemeinde. Die Ratingagentur Fedafin berücksichtigt bei der Beurteilung von Gemeinden unter anderem die folgenden zwei Faktoren:²³ Die Anzahl Logiernächte pro Einwohner ist ein Indikator für die Abhängigkeit vom Tourismus. Die Anzahl Transportanlagen stellt eine finanzielle Bürde dar, falls die Gemeinde zur Rettung der systemrelevanten Bergbahninfrastruktur beitragen muss. Fedafin hält in einem Report fest, dass die Ratingentwicklung von touristischen Gemeinden in den letzten Jahren höchstens schwach mit der Entwicklung der Logiernächte korreliert.

Die Wahrnehmung des Nutzens von impliziten Staatsgarantien variiert von Investor zu Investor. Wenn sich eine Gemeinde am Aktienkapital eines Unternehmens (substanziell) beteiligt, ist dies sicherlich ein positives Zeichen. Wenn die Aktien bei der Gemeinde im Verwaltungsvermögen sind, und nicht im Finanzvermögen, ist das Signal umso positiver.

Werden Kleinstbergbahnunternehmen ausgeklammert sind, zeigt sich über die letzten Jahre, dass im Durchschnitt pro Jahr ca. 1 Bergbahnunternehmen in grössere finanzielle Schwierigkeiten kommt. Unterstellt man, dass die Zukunft in Folge der Anpassung an den Klimawandel anspruchsvoller wird, und 2 bis 3 jährliche Problemfälle zu erwarten sind, würde dies bei rund 80 Bergbahnunternehmen (dieser Grössenordnung) einer jährlichen Ausfallwahrscheinlichkeit von ca. 2.5% bis 4% entsprechen. Bei einer Verlustquote von zum Beispiel 65% ergibt dies einen erwarteten Verlust von 1.6% bis 2.6%.

Von den im Jahr 2015 neu gegründeten Unternehmen der Gastronomie und Beherbergung haben 76.8% das erste Betriebsjahr überstanden, deren 58.9% auch das zweite Betriebsjahr.²⁴ Es handelt sich dabei um die geringste Überlebensrate aller ausgewerteten Branchen. Für den gesamten tertiären Sektor betragen die Überlebensraten 83% (erstes Jahr) bzw. 70.9% (zweites Jahr). Das Schweizer Gastgewerbe hat hinter der Holz- und Möbelindustrie das zweitgrösste Konkursrisiko aller Branchen.²⁵ Die Konkurshäufigkeit ist im Vergleich zum Durchschnitt aller Branchen mehr als doppelt so hoch. Bei der Risikobeurteilung von Gastronomie- und Beherbergungsbetrieben ist die Betriebsimmobilie als Sicherheit zu berücksichtigen. Im Konkursfall des Hotelbetriebs kann die Immobilie wiederverwertet werden. Im Rahmen einer Fairness Opinion zur Bewertung der Aktien der Hotelgruppe Victoria Jungfrau Collection hat der Bewerter zwischen Hotelunternehmen mit Liegenschaften im Eigenbesitz (Asset Heavy) und Hotelunternehmen ohne

²³ Fedafin, Covid 19 - Implications on Credit Ratings and Industries, Update vom 17. Juli 2020.

²⁴ Bundesamt für Statistik.

²⁵ www.statista.com.

Liegenschaften (Asset Light) unterschieden.²⁶ Für eine Peer Group Asset Heavy resultiert ein Beta Unlevered²⁷ von 0.56, für eine Peer Group Asset Light ein Beta Unlevered von 1.06. Bei einem Finanzierungsverhältnis von beispielsweise 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital resultieren dann Betas (Levered) von 0.93 (Asset Heavy) bzw. 1.77 (Asset Light). Die Zahlen bestätigen die Bedeutung der Betriebsimmobilie als risikomindernder Faktor. Für Gastro- und Hotelbetriebe ohne Liegenschaft im Besitz ist mit einem deutlich überdurchschnittlichen Risiko zu rechnen. Mit dem Liegenschaftsbesitz reduziert sich das Risiko in den durchschnittlichen Bereich. Es ist zu berücksichtigen, dass die Peer Group in der angesprochenen Bewertungsstudie vorwiegend aus internationalen grossen Hotelketten besteht. Das Risiko «kleiner» Unternehmen bzw. kleinkapitalisierter Aktien wird üblicherweise mit einer so genannten Small Cap Prämie berücksichtigt. Dass auch in der Hotellerie ein Grösseneffekt spielt, zeigen die folgenden Daten. Die Anzahl der Hotelbetten in den Schweizer Bergregionen ist von 1994 bis 2018 um 6.5% zurückgegangen.²⁸ Im gleichen Zeitraum fiel die Anzahl Hotelbetriebe deutlich stärker um 22.5%. Diese Entwicklung lässt den Schluss zu, dass insbesondere kleine Betriebe vom Markt verschwinden, und/oder, dass neu eröffnete Betriebe von überdurchschnittlicher Grösse sind.

Die Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit hat in den letzten Jahren durchschnittlich weniger als 1% der Ausleihungen verloren.²⁹ Es gilt dabei zu berücksichtigen, dass die letzten Jahre für die Hotellerie gut waren. Es werden mit Sicherheit auch wieder schwieriger Zeiten kommen. Auch in der Vergangenheit lagen die Ausfälle der SGH schon deutlich höher. Die vorhin erwähnte Verlustquote dürfte daher auf längere Frist nicht auf dem bis 2019 tiefen Niveau verbleiben. Zu berücksichtigen gilt es, dass die SGH nachrangige Finanzierungen vergibt und im Vergleich zu den Banken somit schlechter gestellt ist. Weiter muss beachtet werden, dass die SGH grundsätzlich nicht gross im Segment der Zuschussbetriebe als Finanzierer tätig ist, was die Ausfallrisiken deutlich reduziert. Unter Einbezug des Segments der Zuschussbetriebe würde die Ausfallwahrscheinlichkeit daher deutlich höher ausfallen.

Die äusserst schneearmen Wintersaisons 2014/15, 2015/16 und 2016/17 haben den Bergbahnen deutlich stärker zugesetzt als der Hotellerie. Die schneearmen Zeiten waren nämlich durch schönes Wetter geprägt, wovon die Hotellerie ebenfalls profitieren konnte. Umgekehrt kann es auch Phasen geben, in welchen die Bergbahnen weniger betroffen sind als die Hotellerie. Kommt es im Winter 2019/20 zu einer Zunahme von Arbeitslosen oder nur teilzeitbeschäftigten, kann sich dies positiv auf die Frequentierung der Skipisten auswirken. Hotelübernachtungen werden die betroffenen Personen jedoch kaum buchen.

Die erwarteten Verluste in der Hotellerie werden über längere Frist im Vergleich zu den Bergbahnen wohl höher liegen. Dies liegt auch an der fehlenden Systemrelevanz bzw. der damit verbundenen impliziten Staatsgarantie. Für die Hotellerie sprechen bessere Sicherheiten und damit die Chance auf eine geringere Verlustquote.

²⁶ The Corporate Finance Group, Fairness Opinion Victoria Jungfrau Collection AG, 28. November 2013.

²⁷ Das Beta Unlevered berücksichtigt das von der Verschuldung ausgehende Risiko nicht. Es entspricht somit dem Beta einer vollständig mit Eigenkapital finanzierten Unternehmung.

²⁸ HotellerieSuisse, Die Hotellerie in der Schweiz – Fakten und Zahlen, 2019.

²⁹ Geschäftsberichte SGH.

Die Covid-Krise zeigt deutlich, dass der Tourismus aus einer finanziellen Perspektive überdurchschnittlich krisenanfällig ist. Im Gegensatz zu beispielsweise Lebensmitteleinkäufen können touristische Dienstleistungen von den Konsumenten gut aufgeschoben werden. Und nur ein relativ geringer Teil davon dürfte in Zukunft nachgeholt werden.

2.4. SWOT-Analyse aus Investorensicht

Die touristischen Unternehmen bilden eine äusserst heterogene Gruppe. Im Hinblick auf die Ertragskraft, auf die Stabilität der Erträge, auf die Saisonabhängigkeit bestehen sehr grosse Unterschiede, welche aus Investorensicht von zentraler Bedeutung sind. Auch zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern wie Bergbahnen, Hotels, etc. gibt es beträchtliche Unterschiede. Trotz dieser Differenzen zeigt Tabelle 2 eine (allgemeine) SWOT-Analyse touristischer Unternehmen aus einer Investorensicht. Die aufgeführten Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren beschreiben die Eigenschaften der Mehrheit der touristischen Unternehmen. Einige Argumente betreffen, wie in Tabelle 2 auch erwähnt, nur einzelne touristische Unternehmen.

Eine wichtige Stärke touristischer KMU ist, dass diese das Potenzial haben Kunden zu Kapitalgebern zu machen. Dies liegt an der hohen Emotionalität ihrer Dienstleistungen für die Gäste. Es wäre schlicht undenkbar, dass ein Hersteller von Waschmaschinen oder Mineralwasser dem Versand der Warenrechnung einen Zeichnungsschein für neue Aktien beilegt, und dass ein Teil der Kunden Aktien zeichnet. Touristische Unternehmen können diesen Weg gehen und damit bei Stammgästen sogar Erfolg haben. Positiv wirkt sich diesbezüglich auch die hohe Fähigkeit attraktive Naturalausschüttungen vorzunehmen aus. Die Naturalausschüttung kann für Kleininvestoren eine geldwerte Ausschüttung bedeuten. Touristische Unternehmen können eine Liebhaber-Community aufbauen, welche Kapital günstig oder im besten Fall gar renditelos zur Verfügung stellt.

Die Ertragskraft ist leider für viele touristische Unternehmen unterdurchschnittlich hoch und zudem stark schwankend. Mit Wetter und Schnee bestehen wichtige externe Faktoren, welcher nur wenig zu kontrollieren sind. Aufgrund hoher Fixkosten kommt der Auslastung eine äusserst wichtige Bedeutung zu. Ein Merkmal der touristischen Renditeunternehmen ist, dass diese eine stabil hohe Auslastung erreichen. Im Hinblick auf die hohe Anlageintensität und den damit verbunden hohen Abschreibungsbedarf sollte die Auslastung am besten über 10 bis 12 Monate hochgehalten werden können. Im Bergbahnsektor erwiesen sich in den letzten Jahren interkontinentale Gäste(gruppen), vor allem aus Asien, als effektivstes Mittel um die Jahresauslastung markant zu erhöhen. Unternehmen wie die Gornergrat, Pilatus, Titlis oder Jungfraubahnen konnten ihre Kapitaleffizienz und damit auch die Rendite auf dem eingesetzten Kapital massiv erhöhen. Mit dem Ausbruch der Covid-Krise hat diese Entwicklung im Jahr 2020 ein abruptes Ende genommen. Es ist unklar, wie lange die Durststrecke dauern wird. Wenn sich die Lage in zwei oder drei Jahren wieder beruhigt, werden die entsprechenden Unternehmen finanziell wieder stark von diesem Geschäftsfeld profitieren. Dies trifft auch zu, wenn die Besucherzahlen nicht mehr ganz die hohen Werte der Rekordjahre 2018 und 2019 erreichen. Die Covid-Krise hat allgemein einen wunden Punkt der Tourismusbranche aufgezeigt.

Touristische Leistungen können nicht gelagert werden und werden wohl zu einem bedeutenden Teil nicht nachgeholt. Der Sommer 2020 hat aber auch hervorgebracht, dass Schweizer durchaus auch Ferien in der Schweiz verbringen können. Faktoren wie Flugscham, zunehmendes Klimabewusstsein oder eine kritische Einstellung zu Massentourismus könnten sich für viele alpine Schweizer Destination wohl eher positiv als negativ auswirken.

Tabelle 2: SWOT-Analyse touristischer Unternehmen aus Investorensicht

Stärken	Schwächen
Emotionale Produkte bzw. Dienstleistungen	Hohe Anlageintensität
Eignung für Naturalausschüttungen	Hohe Betriebskosten, hohe Fixkosten (Personal, Waren, etc.) als struktureller Nachteil
Systemrelevanz (Bergbahnen, evt. grössere Beherberger)	Hohe Wetter- und Saisonabhängigkeiten und dadurch schwankende Beschäftigung
Trophy-Wert (grössere Bergbahnen, 4/5 Sterne Hotels)	Hohe Fixkosten in Kombination mit schwankenden Erträgen führen zu hohem Operating Leverage Risiko
Bei guter Jahresauslastung sind hohe Renditen möglich	Wertzerfall von Euro und US-Dollar als struktureller Nachteil
Gruppe von Renditeunternehmen mit starker Ertragskraft (Bergbahnen und Hotels), welche viele der erwähnten Schwächen nicht aufweisen	Touristische Dienstleistungen nicht lagerbar und gut verschiebbar
Stabile politische Verhältnisse, Schweiz als sicherer Hafen	Ungünstiges Rendite/Risikopotenzial
	Service-Public-Charakter (Bergbahnen), politische Verstrickungen
	Kleine Betriebsgrössen
	Hoher Investitionsbedarf beschränkt Ausschüttungspotenzial
	Hohe Verschuldung vieler Hotel/Gastro-Betriebe
	Nicht börsenkotierte Aktien, beschränkte Marktgängigkeit
	Viele nicht-ökonomisch agierende Akteure (Mäzene, Gemeinden) reduzieren systematisch das Renditepotenzial
	(zu) negatives Image in Investorenkreisen
Chancen	Gefahren
Viele Destinationen sind im internationalen Vergleich hoch über Meer gelegen und schneesicher	Anhaltender (internationaler) Preisdruck
Sommerferien in den Alpen werden attraktiver	Klimaerwärmung und tendenziell rückläufige Nachfrage nach Wintersport
Von einem rückläufigen Trend von Fernreisen (Klima, Covid, Massentourismus) können viele Destinationen profitieren	Rückläufiger Trend von Fernreisen (Klima, Covid, Massentourismus) kann einige Destinationen belasten
Potenzial von Unternehmensverbindungen und Kooperationen	Zunehmende Häufigkeit von Pandemien mit touristischem Lockdown
Kosteneffiziente und/oder kapitaleffiziente Konzepte haben Wertsteigerungspotenzial	Digitale, neue Geschäftsmodelle bringen Verlierer hervor
Nachholbedarf in der Professionalisierung der Unternehmensführung	
Digitale, neue Geschäftsmodell bringen Gewinner hervor	

In der Schweizer Hotellerie und Gastronomie sind im internationalen Vergleich hohe Bau-, Waren und vor allem Personalkosten zu berücksichtigen. Aus einer finanziellen Perspektive können wenig personal- und raumbedarfsintensive Betriebskonzepte attraktiv sein. Neben einer hohen Auslastung, welche unter anderem die Folge von Angebotsausgestaltung und Positionierung ist, kommt der Kapital- und Kosteneffizienz eine

wichtige Bedeutung zu. Für Finanzinvestoren sind das wichtige Aspekte. Verbesserungen im Hinblick auf die soeben genannten Schlüsselfaktoren bilden Wertsteigerungspotenzial.

Das Geschäftsfeld der Bergbahnen ist im Vergleich zur Hotellerie und Gastronomie deutlich weniger waren- und personalintensiv, was dazu führt, dass die besten Unternehmen bis zu 50% EBITDA Marge erreichen. Wenn die Anlagen dann erstens gut ausgelastet werden können, und wenn zweitens die Infrastruktur einigermaßen schlank gehalten ist, kann vom EBITDA ein substanzieller Teil als EBIT oder Jahresgewinn behalten werden. Das Bergbahngeschäft ist dann finanziell als sehr lukrativ einzuschätzen.

Eine wichtige Bedeutung kommt dem Klimawandel zu. Im Sommer dürften die Chancen für die alpinen Destinationen die Gefahren sicherlich überwiegen. Im Wintersportgeschäft, welches für die Mehrheit der Destinationen und vor allem für die Bergbahnen, deutlich wichtiger als das Sommergeschäft ist, dürften die Gefahren die Chancen tendenziell überwiegen. Positiv zu berücksichtigen ist jedoch, dass viele Schweizer Destinationen, vor allem in Graubünden und Wallis, eine Hohe Lage über Meer aufweisen. Dies etwa im Vergleich zu vielen österreichischen Konkurrenten. Der äusserst warme und niederschlagsarme Winter 2019/20 zeigte deutlich, dass die Mehrheit der Schweizer Bergbahnen auch unter schwierigen Schneebedingungen gut bestehen kann. Bis zum Corona-bedingten Lockdown Mitte März ist die Saison 2019/20 nämlich sehr erfolgreich verlaufen. Zukünftig wird die Fähigkeit mit Nicht-Skifahrern sowohl im Sommer als auch im Winter Geld zu verdienen genauso an Bedeutung gewinnen wie das Potenzial in «schwierigen» Wintern mit Skifahrern Geld zu verdienen. Aus Investorensicht ist diese Fähigkeit kritisch zu beurteilen.

Bei Bergbahnunternehmen bestehen eine sehr hohe regionalwirtschaftliche Bedeutung und damit verbunden ein teilweise starker Service-Public-Charakter. Aus Investorensicht kann sich dies insofern negativ auswirken, als dass Entscheidungen politisiert werden. Dies ist insbesondere der Fall, wenn politische Vertreter in den Verwaltungsräten der Unternehmen Einsitz nehmen. Die positive Seite der regionalwirtschaftlichen Bedeutung ist ein Too-Big-to-Fail-Status. Dies bedeutet zwar nicht, dass die Einlagen der Investoren im Krisenfall geschützt sind. Finanzielle Unterstützung durch die öffentliche Hand kommt jedoch auch den Investoren zugute.

Mit Ausnahme der Renditeunternehmen und einiger Selbsterhaltungsunternehmen mit positivem Potenzial ist das Rendite/Risiko-Verhältnis aus Sicht eines Finanzinvestors als eher ungenügend einzuschätzen. Dies bedeutet, dass eingegangene Risiken zumeist nicht mit einer adäquaten Rendite entschädigt werden können.

3. Finanzierungsvarianten

3.1. Im Tourismus verbreitete Finanzierungen

3.1.1. Innenfinanzierung

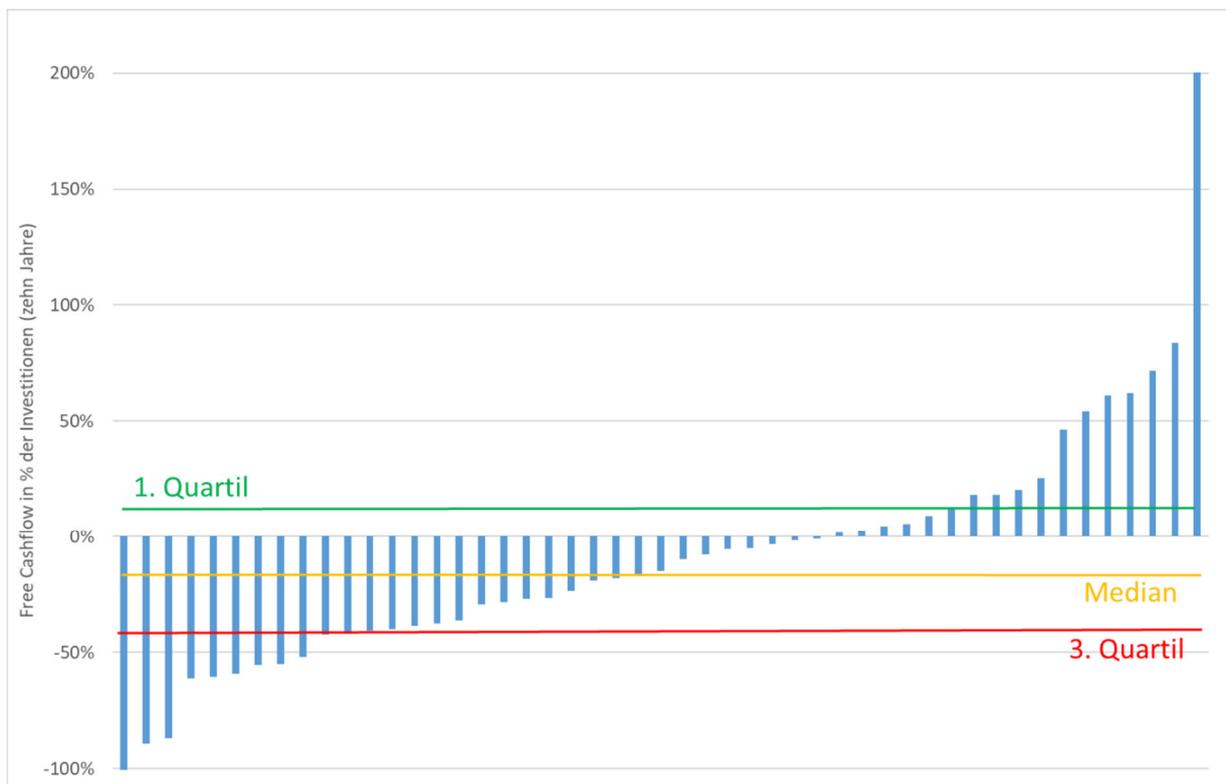
Innenfinanzierung bzw. die Finanzierung über den Cashflow ist sicherlich die attraktivste Finanzierungsform. Es müssen keine neuen Kapitalgeber akquiriert werden. Zudem entstehen weder

zusätzliche Zinsverpflichtungen noch weitere Dividendenansprüche. Weiter ist zu berücksichtigen, dass ein starker Cashflow unter sonst gleichen Bedingungen das Potenzial des Unternehmens zur Aufnahme von neuem Kapital steigert.

3.1.1.1. Aktuelle Situation

Über die letzten zehn Jahre haben 49 ausgewertete Bergbahnunternehmen, welche zusammen für gegen 90% der Branchenumsätze verantwortlich sind, rund CHF 3.3 Mrd. investiert. Diesen Investitionen steht ein Cashflow von rund CHF 3 Mrd. gegenüber. Die Unternehmen konnten somit 89% der Investitionen aus dem Cashflow finanzieren. Zwei Drittel der Bergbahnunternehmen waren allerdings nicht zu einer selbständigen Finanzierung der Investitionen in der Lage. In 32 von 49 Fällen übersteigen die Investitionen der letzten zehn Jahre den in der gleichen Periode erwirtschafteten Cashflow. Die Finanzierungslücken liegen in diesen Fällen in einer Bandbreite von CHF -127 Mio. bis CHF -400'000. Abbildung 4 zeigt die Free Cashflows von 49 Bergbahnunternehmen in Prozent der getätigten Investitionen.³⁰ Neun Unternehmen können weniger als die Hälfte der Investitionen über den Cashflow finanzieren. Nur gerade in sechs Fällen übersteigt der Free Cashflow die Investitionen um mehr als die Hälfte.

Abbildung 4: Free Cashflow von 49 Schweizer Bergbahnunternehmen über die letzten zehn Jahre (in % der Investitionen, nach Bergbahnunternehmen, der Grösse nach angeordnet)³¹



Somit lässt sich folgendes festhalten. Rund ein Drittel der Unternehmen hat über die letzten zehn Jahre mehr Cashflow verdient als investiert. Ebenfalls rund ein Drittel konnte die Investitionen zu einem bedeutenden Teil selber finanzieren, ist jedoch auf massvolle Aussenfinanzierung angewiesen. Der letzte Drittel ist in

³⁰ Quelle: Geschäftsberichte. Der Free Cashflow entspricht vereinfacht der Differenz von Cashflow und Investitionen. Bei den Investitionen sind Bruttowerte verwendet. Das heisst, Desinvestitionerlöse sind nicht berücksichtigt.

³¹ Quelle: Geschäftsberichte.

hohem Masse auf Aussenfinanzierungsmassnahmen angewiesen. Es gilt auch an dieser Stelle die nicht in der Stichprobe enthaltenen vor allem kleinen und sehr kleinen Bergbahnunternehmen zu berücksichtigen. Es ist davon auszugehen, dass eine deutliche Mehrheit dieser Unternehmen im langjährigen Durchschnitt negative Free Cashflows erreicht oder ansonsten einen Investitionsrückstau aufweist.

Einer Auswertung von Hanser Consulting zufolge sind je nach Sternekategorie 33% bis 60% der Hotelbetriebe nicht in der Lage die für die zukünftige Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit notwendigen Investitionen aus eigener Kraft zu verdienen.³² Die Free Cashflow-Kraft der Ferienhotellerie dürfte daher in etwa jener der Bergbahnunternehmen entsprechen.

3.1.1.2. Fazit

Ein «guter» Cashflow sichert die Investitionsfähigkeit eines Unternehmens und erhöht dessen Finanzierungspotenzial. Für Finanzinvestoren hat der Cashflow eine sehr wichtige Bedeutung. Zur Lösung von Ertrags- und/oder Kostenproblemen kann die Finanzierung in der Regel nichts beitragen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob der Investor seine Finanzierung an Bedingungen knüpfen kann und damit Einfluss auf die Ertrags- und Kostenstruktur des Kapitalnehmers ausüben kann. Direkten Einflussnahme auf die operative Tätigkeit kann nur ein Mehrheitseigenkapitalinvestor nehmen, welcher aus strategischen Gründen investiert. Verbesserungspotenzial auf Stufe Cashflow haben beispielsweise horizontale und vertikale Unternehmensverbindungen (Abschnitt 4.3).

3.1.2. Aktienkapital

3.1.2.1. Aktuelle Situation

Aktienkapitalerhöhungen sind unter Bergbahnunternehmen ein verbreitetes Finanzierungsinstrument. Sowohl Renditebahnen wie etwa die Rigi-Bahnen AG oder die Schilthornbahn AG, Selbsterhaltungsunternehmen wie etwa die Arosa Bergbahnen AG oder die Lenk Bergbahnen und Zuschussunternehmen wie beispielsweise die Pizolbahnen AG oder die RM Crans Montana SA haben in den letzten Jahren ihr Aktienkapital erhöht.³³ Unter den Unternehmen mit einer Aktienkapitalerhöhung in den letzten Jahren ist das ganze Grössenspektrum vertreten.

In den meisten Fällen erfolgt die Ausgabe der neuen Aktien gegen eine Bareinlage, in einigen wenigen Fällen werden von den neuen Aktionären Sacheinlagen geleistet. Die Erlöse aus den Aktienkapitalerhöhungen (mit Bareinlage) variieren zwischen CHF 300'000 und CHF 25 Mio.³⁴ Meistens dienen Aktienkapitalerhöhungen der Finanzierung grösserer Infrastrukturprojekte (Beschneigungs- und vor allem Transportanlagen). Die

³² Hanser Consulting, Investitionen im Schweizer Ferientourismus, Work in Progress, Seco-Studie, Präsentation innerhalb Arbeitsgruppe, 25. Mai. 2020.

³³ Die Lenk Bergbahnen haben die Rechtsform einer Genossenschaft. Es handelt sich somit nicht um eine Aktienkapitalerhöhung.

³⁴ Analysiert wurden 36 Fälle von Aktienkapitalerhöhungen.

Aktienkapitalerhöhung ist dann Teil einer Finanzierungslösung, welche auch Innenfinanzierung und Fremdkapitalfinanzierungen umfasst. Der Anteil der Aktienkapitalerhöhung am zu finanzierenden Gesamtprojektvolumen variiert sehr stark. In vielen Fällen liegt der Anteil zwischen 10% und 30%.

Die Erhöhung des Aktienkapitals kann sich auch positiv auf die Verfügbarkeit von Fremdkapitalfinanzierungen auswirken. Ein Vorteil ist, dass das Eigenkapital als Haftungssubstrat ansteigt. Da sich in der Regel dem Unternehmen nahestehende Personen aus der Region an einer Aktienkapitalerhöhung beteiligen, ist eine erfolgreiche Kapitalerhöhung ein wichtiges Signal für Fremdkapitalgeber. Die Beteiligung aus der Region signalisiert Glaubwürdigkeit.

Für die Hotellerie und Gastronomie gilt es zu berücksichtigen, dass viele Unternehmen im Besitz von Einzelpersonen bzw. von Familien sind. Öffentlich zugängliche Daten zu Aktienkapitalerhöhungen sind daher nicht verfügbar. In der Familienaktiengesellschaft beschränkt sich das theoretische Aktienkapitalerhöhungspotenzial auf das Familienvermögen.

3.1.2.2. Beteiligte Investoren

Die Eigenkapitalgeber sind ebenso vielfältig wie Ihre Investitionsmotive. Tabelle 3 gibt eine Übersicht über potenzielle Eigenkapitalgeber. Bund, Kantone und Gemeinden gehören grundsätzlich zur Kategorie der institutionellen Investoren. Aufgrund der für den Tourismus hohen Bedeutung der öffentlichen Hand, werden Bund, Kantone und Gemeinden als separate Kategorien verwendet und nicht unter den «übrigen» institutionellen Investoren geführt.

Tabelle 3: Eigenkapitalgeber und ihre Anlagemotive³⁵

Anlagemotive		Öffentliche Hand			Institutionelle Anleger						Privatanleger	
		Bund	Kantone	Gemeinde	Banken	Versicherungen	Pensionskassen	Family Office	Stiftungen	Unternehmen	HNWI	Kleinanleger
Finanzielle Motive	Strategischer Investor											
	X <i>horizontal</i>									X		
	X <i>vertikal</i>									X		
	X <i>Gesamtsystem</i>	X	X	X	X				X		X	X
	Reiner Finanzinvestor											
	X <i>Mehrheit</i>			X	X			X		X	X	
	X <i>Minderheit</i>			X	X	X	X	X		X	X	X
	Liebhahermotive											
	(X) <i>Mehrheit (Mäzen)</i>							X	X	X	X	
	(X) <i>Minderheit</i>							X	X	X	X	X

Der reine Finanzinvestor verfolgt mit seiner Anlage nur finanzielle Ziele. In seinem Fokus liegt die Rendite. Es ist davon auszugehen, dass auch der strategische Investor stark von finanziellen Motiven geprägt ist. Selbst der Liebhabinvestor dürfte nicht immer frei von finanziellen Motiven investieren. Kauft ein Kleinanleger eine Bergbahnaktie der Aktionärsvergünstigungen wegen, verfolgt er zumindest teilweise ebenfalls finanzielle Ziele. Ob Grossinvestoren, welche in Selbsterhaltungs- oder Zuschussunternehmen investieren

³⁵ (X) bedeutet, dass finanzielle Motive nicht zwingend sind, jedoch oft zu erwarten sind.

wirklich als selbstlose Mäzene agieren oder doch nicht auch Renditeziele verfolgen, ist in den meisten Fällen nicht klar. Es ist denkbar, dass diese ihre ursprünglich definierten ehrgeizigen Renditeerwartungen verfehlen und quasi unfreiwillig zum Mäzen werden. Gerade ausländische Investoren sind oft überrascht von den hohen Lohnkosten in der Schweiz, was ihre Renditepläne unter Umständen stark beeinträchtigt. Zwischen (reinem) Finanzinvestor und dem Liebhaberinvestor besteht eine Zwischenkategorie, welcher Investoren zuzuordnen sind, die einen Liebhaberdiskont auf ihren Anlagen in Kauf nehmen. Diese geben sich mit einer aus Risikoüberlegungen zu tiefen Renditeerwartung zufrieden. In diese Kategorie gehören vor allem mit der Region verbundene Investoren. Es ist gut möglich, dass auch institutionelle Investoren wie etwa ein Family Office oder grössere Unternehmen in diese Kategorie fallen. Diese dürfen selbstverständlich keine Investitionen mit à-fonds-perdu-Risiko eingehen. Aber ein geringer Abschlag auf die eigentlich dem Risiko entsprechende Rendite ist möglich. Für Pensionskassen ist dies zwar nicht ausgeschlossen, aber weniger realistisch. Pensionskassen verwalten treuhänderisch die Anlagen ihrer Versicherten und sind daher vorsichtiger.

3.1.2.2.1. Strategische Investoren – horizontal

Zusammenschlüsse von benachbarten Skigebieten gab es in den letzten Jahren viele. Lokale Bergbahnbetreiber haben sich beispielsweise in der Aletsch Region, in Andermatt/Sedrun im Val d'Anniviers, in Davos, in Gstaad, in St. Moritz, in Zermatt oder im Saastal fusioniert. Es handelt sich dabei um die Fusion von Gebieten, welche per Ski, per Bahn oder zumindest per Skibus miteinander verbunden sind. Die Bergbahnunternehmen Arosa und Lenzerheide betreiben ein gemeinsames Skigebiet, sind jedoch nicht fusioniert. Es gibt nicht mehr sehr viele Skigebiete, welche von unterschiedlichen unabhängigen Bergbahnunternehmen geführt werden. Zu nennen sind etwa das Obertoggenburg um Wildhaus und Unterwasser, Arosa/Lenzerheide, das Oberengadin und das Gebiet 4 Vallees mit Verbier, Nendaz, Veysonnaz. Im Obertoggenburg kam es zu einem «unfreundlichen» Übernahmeversuch. Die Toggenburg Bergbahnen AG haben ein Übernahmeangebot für die Bergbahnen Wildhaus AG unterbreitet. Die Aktionäre der Bergbahnen Wildhaus AG sind jedoch kaum auf das Angebot eingegangen.

Im Gegensatz zu anderen Ländern gibt es in der Schweiz keine überregionalen Bergbahngruppen unter gemeinsamer Führung. In Österreich besteht die «Vereinigte Bergbahnen GmbH» unter der Leitung der Familie Schröcksnadel. Neben diversen Beteiligungen an österreichischen Bergbahnunternehmen hält diese auch Aktienpakete der Savognin und Saastal Bergbahnen. Die Schröcksnadel Gruppe hat bei ihrem Einstieg in Saas Fee insgesamt ca. CHF 12 Mio. investiert, davon ca. CHF 6 Mio. als Darlehen und CHF 6 Mio. als Eigenkapital. Die «Schultz Gruppe» betreibt sieben Skigebiete in Tirol. Sowohl zur Schultz als auch zur Schröcksnadel Gruppe sind keine Finanzzahlen öffentlich verfügbar. In Frankreich besteht mit der Compagnie des Alpes (CdA) ein sehr grosser Player im Skimarkt. Elf französische Skigebiete (z.B. Tignes, Val d'Isere, La Plagne, Les Arcs) gehören zur CdA. Hinzu kommen Beteiligungen an fünf weiteren Skigebieten. Mit einer Beteiligung von 38% ist die CdA die grösste Aktionärin der Compagnie du Mont Blanc in Chamonix. Die CdA erreichte im Jahr 2018/19 mit den Skigebieten einen Nettoerlös von rund Euro 440 Mio. Hinzu kommen Erlöse aus Freizeitparks von Euro 380 Mio. Aufgrund der Finanzkennzahlen der

letzten Jahre gehören sowohl die CdA (Cashflow/Anschaffungswerte Anlagen = 7.4% im Jahr 2019) als auch die Compagnie du Mont Blanc (Cashflow/Anschaffungswerte Anlagen = 6.3% im Jahr 2018/19) zu den Renditeunternehmen.

Die Vail Gruppe umfasst sogar 20 Skiresorts. Davon liegen drei in Australien, der Rest in Nordamerika (z.B. Vail, Beaver Creek, Whistler, Heavenly, Park City). Im Jahr 2019 hat die Gruppe einen Nettoerlös von ca. USD 2.3 Milliarden erreicht. Davon entfällt ca. USD 1 Milliarde auf Lifttickets. Sowohl als Gesamtgruppe als auch nur als Skigebiet gehört die Vail Gruppe zu den Renditebahnen (Cashflow/Anschaffungswerte Anlagen = 15% im Jahr 2019). Mit der Alterra Mountain Company besteht ein zweiter grosser Player im nordamerikanischen Markt. Zur Gruppe gehören z.B. Steamboat, Squaw Valley oder Stratton. Der geschätzte Umsatz der Alterra Mountain Company liegt bei ca. USD 335 Mio.³⁶

Die skandinavische Skistar Gruppe umfasst sieben Skigebiete. Mit Ausnahme von St. Johann (Tirol) liegen diese alle in Skandinavien. Im Geschäftsjahr 2018/19 hat die Gruppe einen Nettoerlös von ca. SEK 2.7 Mrd. erreicht.³⁷ Etwas mehr als die Hälfte entfällt davon auf Lifttickets. Die Skistar Gruppe gehört klar zu den Renditeunternehmen (Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen = 9.8% im Jahr 2018/19).

Aus einer finanziellen Perspektive scheinen sich die grossen Skigebietsgruppen zu rechnen. Im Falle der Vail- und Skistar-Gruppe ist zu berücksichtigen, dass es sich dabei um vollständig integrierte Tourismusunternehmen handelt. Es ist daher unklar, inwieweit die sehr guten Finanzzahlen der Unternehmensgrösse, dem integrierten Geschäftsmodell oder weiteren Faktoren zu verdanken sind. Hinzu kommt, dass ein Vergleich zwischen Skigebietsgruppen und «Stand-alone»-Skigebieten in den entsprechenden Ländern nicht möglich ist.

Die Compagnie des Alpes hatte früher auch Beteiligungen an Schweizer Skigebieten (Saas Fee, Verbier und Riederalp). An der Riederalp Bergbahnen AG hielt die CdA bis zum Jahr 2008 eine Kapitalbeteiligung von 20%. Ziel der CdA war es an allen drei Bergbahnunternehmen auf dem Aletsch-Plateau (Riederalp, Bettmeralp, Fiesch-Eggishorn) eine Beteiligung zu erlangen und auf eine Fusion der drei Unternehmen hinzuwirken. Der Plan der CdA ging nicht auf. Die Aktien konnten 2008 an die Bettmeralp Bahnan AG veräussert werden. Die Fusion der drei Unternehmen erfolgte rund zehn Jahre später. Als «fremder» Investor ist die CdA in der Aletsch-Region auf grossen Widerstand getroffen. 2009 hat die CdA eine Beteiligung von ebenfalls rund 20% an der Téléverbier SA an die Gemeinde Bagnes veräussert. Ein weiteres Aufstocken der Beteiligung war nicht möglich. An der Saas Fee Bergbahnen AG hielt die CdA sogar rund 40% der Aktien. Im Jahr 2009 wurden diese an die Gemeinde und an den privaten Investor Edmund Offermann veräussert.

Die CdA galt in vielen Schweizer Skigebieten und Berggemeinden als Schreckensgespenst. Weitere Skigebietsbetreiber wie beispielsweise in Zermatt (vor der Fusion zur Zermatt Bergbahnen AG) oder in Arosa gelangten ins Visier der CdA. Das wichtigste Argument gegen ein Engagement der französischen Bergbahngesellschaft bzw. eines auswärtigen Investors ist der Verlust der lokalen Selbstbestimmung. Dieses Argument wird offensichtlich vielerorts höher gewichtet als mögliche Kostenvorteile und ein allfälliger

³⁶ Es liegt kein öffentlich zugänglicher Geschäftsbericht vor. Schätzung von Dun & Bradstreet.

³⁷ Dies entspricht ca. CHF 270 Mio.

Know-how-Transfer. Die in der Schweiz ausgeprägte föderale Struktur könnte durchaus begründen, wieso in der Schweiz keine überregionalen Bergbahngruppen bestehen.

Dass die Schröcksnadel Gruppe in Saas Fee während einer Notlage investiert hat, ist wohl kein Zufall. Es ist mehr als fraglich, ob die lokalen Verantwortlichen ihre Selbstbestimmung «freiwillig» abgegeben hätten. Dass Skigebiete von Investoren übernommen werden, ist daher vor allem in Krisensituationen zu erwarten. Es stellt sich dann jedoch die Frage, wer ein Interesse an der Übernahme von Krisenfällen hat. Im Prinzip sollte es sich in diesen Fällen um «unterbewertete» Gebiete mit unausgeschöpftem Potenzial handeln. Zumindest für Saas Fee könnte dies zutreffen.

Mit der Sunstar Gruppe besteht eine vorwiegend in den Schweizer Alpen tätige Hotelkette. Von insgesamt zehn Hotels liegen deren acht in Bergdestinationen. Gegründet wurde Sunstar 1969 von den Herren Fritz Buser und Ernst Rieder. Ursprüngliches Ziel war, jedes Jahr in international renommierten Zwei-Saison-Bergkurorten ein neues Hotel zu erstellen. In den Jahren 1969, 1970 und 1971 wurden Hotels in Davos, Lenzerheide und Grindelwald realisiert.³⁸ Im Geschäftsjahr 2018/19 erreichte die Sunstar Gruppe einen Nettoerlös von rund CHF 51 Mio. sowie einen EBITDA von CHF 7.4 Mio. Die Anschaffungswerte der Hotelinfrastrukturen beträgt CHF 213 Mio. In der aktuellen Verfassung ist die Sunstar Gruppe der Kategorie der Selbsterhaltungsunternehmen zuzuordnen (Abschnitt 2.3.2). Eigenen Angaben zufolge profitiert Sunstar im Einkauf oder im Versicherungswesen stark von Gruppensynergien. Weiter erweist sich die Personalplanung als flexibler. Etwa bei Krankheitsfällen können sich die Hotels gegenseitig aushelfen. Ein Beispiel einer kleineren, lokalen Hotelgruppe, welche im Familienbesitz liegt, ist die «Belvedere Hotelgruppe» in Scuol.

Die REVIER Hospitality Group AG, welche bereits zwei Hotels in Lenzerheide und Adelboden betreibt und weitere Projekte plant, schätzt die Synergiepotenziale auf der Ertragsseite wichtiger ein als auf der Kostenseite. Man setzt vor allem auf den Wiedererkennungswert der Marke «REVIER». Diese soll stellvertretend für eher günstige, aber doch hochwertige Ferien im Alpenraum stehen. Auch die Ferienresort-Gruppe Swiss Peaks Resort setzt auf den Wiedererkennungswert. Bezüglich des Aspektes des Wiedererkennungswerts sind neue Projekte, welche auf der grünen Wiese entwickelt werden können, im Vorteil. Werden bestehende Beherbergungsbetriebe zu einer Gruppe formiert, ist es viel schwieriger einen angemessenen Standardisierungsgrad zu erreichen.

Auf der Kostenseite profitieren Hotelketten von Grössenvorteilen etwa im Einkauf. Zudem belasten zentrale Aufgaben wie Buchhaltung, etc. den einzelnen Betrieb weniger stark. Diesen Einsparungen steht ein höherer Organisationsaufwand gegenüber. Hinzu kommt, dass der an eine Hotelkette verkaufende Hotelier sein Eigentum aufgeben muss. Er verliert daher den Nutzen des Eigentums, welches ihm Optionen ermöglicht. Ein angestellter Hoteldirektor oder ein Pächter arbeiten für den Eigentümer. Wer überdurchschnittliche Kompetenzen als Hotelier besitzt, möchte diese wohl am liebsten auf eigene Rechnung verwenden.

Für die JUFA Hotelgruppe mit Standorten in fünf Ländern sowohl in Bergregionen als auch in Städten ist Diversifikation ein wichtiges Element. Über die Verteilung der einzelnen Standorte lassen sich einige externe

³⁸ Jubiläumsmagazin 50 Jahre Sunstar 1969 bis 2019.

Einflüsse ausbalancieren. Schnee- und Wetterverhältnisse im Osten und Westen Österreichs sind beispielsweise oft unterschiedlich. Die Diversifikation der Standorte wird auch von den Banken als Fremdkapitalgeber positiv honoriert.

3.1.2.2.2. Strategische Investoren – vertikal

In den letzten Jahren haben Bergbahnunternehmen vermehrt in die Beherbergung investiert. Um einige Beispiele zu nennen, die Weisse Arena Gruppe hat das Rocksresort erstellt, die Titlisbahnen das Titlisresort oder die Davos Klosters Bergbahnen das Parsennresort. Letztere haben zudem in den letzten Jahren viele Hotelbetriebe zugekauft. Das Motiv der Bergbahnunternehmen in den Beherbergungssektor zu investieren ist der Ausbau bzw. die Erhaltung attraktiver warmer Betten. Das fixkostenlastige Bergbahngeschäft kann nur mit einer ausreichenden Auslastung rentabel sein. Attraktive Betten sind ein Mittel dazu. Aus einer Perspektive der Gesamtdestination ist das Bergbahnunternehmen als Hotelbetreiber attraktiv einzuschätzen. Sowohl das Bergbahnunternehmen als auch die übrigen Leistungsträger sind an einer möglichst hohen Belegung der Betten interessiert.

Die Compagnie des Alpes (CdA) hat zusammen mit ihrer Hauptaktionärin Caisse des depots und weiteren Banken die Fonciere Renovation Montagne gegründet. Diese hat den Zweck in lokale Immobilienfirmen zu investieren, die einerseits neue attraktive Betten schaffen und andererseits bestehende Betten zu renovieren. Seit der Gründung 2013 konnten in den zur CdA gehörenden Skigebieten ca. 3000 Betten geschaffen und ca. 3000 Betten renoviert werden. Im Val d'Anniviers (Grimentz und Zinal) haben die Gemeinde, eine touristische Entwicklungsfirma und die Bergbahnunternehmung eine Immobilienfirma (Hotels des cinq 4000 SA) gegründet. Diese hat vier Hotels gekauft und den Aufbau eines Fonds für deren Renovierung. Die Bergbahngesellschaft mietet die Hotels und bezahlt eine umsatzabhängige Miete.³⁹

In Leukerbad wurde die My Leukerbad AG gegründet. Die Torrent Bahnen AG, Snowpark, Sportarena, die Leukerbad Therme und Leukerbad Tourismus sowie ein Busbetrieb werden seit 2018 in der gemeinsamen Betriebsgesellschaft My Leukerbad AG geführt. Ursprünglich sollten die Betriebe fusioniert werden. Aufgrund der hohen Komplexität, beispielsweise bedingt durch die unterschiedlichen Eigentumsverhältnisse (Publikumsgesellschaften, Gemeindegenschaften) hat man von einer Fusionslösung abgesehen. In der jetzigen Lösung bezahlt die Betreibergesellschaft eine umsatzabhängige Entschädigung für die Zurverfügungstellung der Infrastruktur, zum Beispiel an die Torrent Bahnen AG. Aus Risikoüberlegungen wurde eine Mindestentschädigung definiert, welche in jedem Fall zu bezahlen ist. Aktuell ist die My Leukerbad AG zu 100% im Besitz der Munizipalgemeinde. Die Bürgergemeinde wird zukünftig 50% der Aktien übernehmen. Längerfristig ist geplant, dass sich weitere Investoren beteiligen. Ausgangspunkt für die Schaffung der My Leukerbad AG war die Sanierung der Torrent Bahnen. Investitionsentscheide werden in den Infrastrukturgesellschaften getroffen. Die My Leukerbad AG hat dabei «nur» ein Vorschlagsrecht. Die Finanzierung erfolgt ebenfalls in den Infrastrukturgesellschaften. Die von der My Leukerbad AG geführten

³⁹ Pascal Bourquin, Val d'Anniviers Politique touristique exemplaire ou une fuite en avant?, Gastreferat an der GV der SGH 2019.

Unternehmen können keine gemeinsame Finanzierung aufnehmen. Verbesserte Angebotsgestaltungen und Synergien auf der Kostenseite können jedoch den Cashflow und damit das Finanzierungspotenzial erhöhen. Im Vorfeld der Gründung der My Leukerbad AG ging man von Synergien im Umfang von rund CHF 1 Mio. aus. Im Geschäftsjahr 2018/19 konnten davon bereits ca. CHF 600-700'000 realisiert werden. Die Einsparungen betreffen vor allem die folgenden Bereiche: Personal (z.B. nur noch ein Direktor anstelle von fünf Direktoren), Versicherungen, Marketing, Finanzen, Einkäufe. Beherbergungsbetriebe sind keine an die My Leukerbad AG angeschlossen. Einer operativen Integration von Beherbergungsunternehmen stünde allerdings nichts im Wege. Nach einigen Jahren der Aufbauphase ist ein Anschluss von Beherbergungsunternehmen nicht auszuschliessen. Im Hinblick auf die Angebotsgestaltung könnte dies sogar sehr wertvoll sein. Nicht unproblematisch ist die Integration der Tourismusorganisation in die My Leukerbad AG. Die My Leukerbad AG muss einerseits die gesamte Destination vermarkten, andererseits führt sie die Leukerbad Therme. Die Leukerbad Therme steht jedoch in Konkurrenz zu weiteren Thermalbädern.

3.1.2.2.3. Strategische Investoren - Gesamtsystem

Bergbahnunternehmen gelten in den meisten touristischen Destinationen als systemrelevant. Dies bedeutet, dass eine Schliessung des Bergbahnangebots die Wirtschaftlichkeit sämtlicher Leistungsträger vor Ort sehr stark beeinträchtigt und in vielen Fällen zum Konkurs führt. Der am Gesamtsystem interessierte strategische Investor leistet einen Beitrag zur Erhaltung (der Wettbewerbsfähigkeit) der touristischen Destination, wovon er sich einen eigenen Vorteil erhofft. Beispiele von strategischen Investoren mit Sicht auf das Gesamtsystem sind beispielsweise:

- Die Gemeinde Naters ist die grösste Aktionärin der Belalp Bahnen AG.
- Oberbank, Salzburger Bank und Salzburger Landeshypo halten 59% der Aktien der Gasteiner Bergbahnen AG.

Sowohl bei Gemeinden als auch bei Banken als Bergbahneigentümer spielen so genannte Umwegrenditen eine wichtige Rolle. Aus Sicht der Gemeinde sichert die finanzielle Unterstützung des Bergbahnunternehmens Arbeitsplätze und Steuereinnahmen. Auch lokal stark engagierte Banken können ein Interesse an einem intakten touristischen System haben. Mit der finanziellen Unterstützung des Bergbahnunternehmens werden Ausleihungen an Hotels, ans lokale Gewerbe oder an Zweitwohnungsbesitzer gesichert. In der Schweiz unterstützen die Banken Tourismusunternehmen praktisch ausschliesslich mit Fremdkapital.⁴⁰ Auch Finanzierungen durch lokale Unternehmen oder Bewohner können strategisch bedingt sein und der Erhaltung der systemrelevanten Bergbahninfrastruktur dienen. Im Vordergrund des finanziellen Engagements stehen dann die Sicherung des Bergbahnunternehmens als Kunde, die Erhaltung des eigenen Arbeitsplatzes oder die Werterhaltung von Wohneigentum.

⁴⁰ Die Berner Kantonalbank hält als grösster Einzelaktionär 14% der Aktien der Jungfraubahn Holding. Es ist allerdings davon auszugehen, dass dabei finanzielle Motive dominierend sind.

Hotel- oder Gastrounternehmen haben in der Regel eine deutlich geringere Systemrelevanz als die Bergbahnunternehmen. Dies bedeutet nicht unbedingt, dass Betten weniger wichtig sind als Schneekanonen oder Bahnanlagen. Der Grund liegt vielmehr darin, dass die Bergbahninfrastruktur in den meisten Destinationen von einem Unternehmen bzw. von einem Hauptunternehmen betrieben wird. Die Betten sind hingegen auf viele Unternehmen verteilt. Der Schaden des Ausfalls eines Hotelbetriebs ist daher weniger systemrelevant. Aus diesem Grund sind beispielsweise Gemeinden kaum in Hotels investiert. Gemeindeinterventionen werden wahrscheinlicher, wenn ein Hotel beispielsweise 20% oder mehr Logiernächte der Destination verzeichnet.

3.1.2.2.4. Finanzinvestoren

Die risikogerechte Renditeerwartung, welche ein rein finanziell orientierter Investor an touristische Unternehmen stellen müsste, dürfte je nach Risikoeinschätzung in einer Bandbreite von ca. 7% bis 15% liegen.⁴¹ Es ist davon auszugehen, dass die Mehrheit der touristischen Unternehmen über ein wenig attraktives Rendite/Risiko-Profil verfügt. Dies bedeutet, dass die eingegangenen Risiken unterdurchschnittlich mit Rendite entschädigt werden. Finanzinvestoren sind daher in touristischen Unternehmen selten anzutreffen. Wichtig ist, dass Finanzinvestoren in die Kategorien Mehrheits- und Minderheitsaktionäre eingeteilt werden.

Minderheitsaktionäre

Minderheitsaktionäre können ihre Beteiligungen über die Börse oder einen ausserbörslichen Handel erwerben. Alternativ sind auch Paketkäufe bzw. Verkäufe möglich. Ein wichtiges Anlagekriterium ist neben der Investment Story die Marktliquidität der Aktien. Es ist daher wohl kein Zufall, dass die in der folgenden Auflistung enthaltenen Finanzinvestoren einerseits in Renditeunternehmen und andererseits in «relativ» häufig gehandelte Aktien investieren.

Die folgende Auflistung enthält einige Beispiele von typischen Finanzinvestoren:

- Die an der SIX Swiss Exchange kotierte Beteiligungsgesellschaft Nebag AG besitzt Aktien der Schilthornbahn AG (Volumen CHF 430'000, 0.7% der Aktien) und von der Kongress & Kursaal Bern AG (Volumen ca. 337'000, 0.9% der Aktien).⁴²
- Der BEKB OTC-X Fund hält Aktien der Weisse Arena Gruppe.

⁴¹ Die Rendite einer langfristigen Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Rendite einer risikofreien Wertschrift) liegt derzeit im negativen Bereich. Gemäss der jährlich von KPMG durchgeführten Kapitalkostenstudie (2019) verwenden Schweizer Finanzexperten als Ausgangslage zur Bestimmung der Kapitalkosten im Durchschnitt eine Rendite «risk free» von 1.6%. Für die Marktrisikoprämie weist die KPMG-Studie einen Wert von 5.7% aus. Folglich ist davon auszugehen, dass eine durchschnittlich mit Risiko behaftete, börsenkotierte Aktie (Beta = 1) dem Eigenkapitalinvestor eine Rendite von 7.3%, bzw. von rund 7% bringen müsse. Für die Tourismus-Branche muss allerdings in den meisten Fällen von einem leicht bis deutlich überdurchschnittlichen Risiko ausgegangen werden, so dass zur Entschädigung des Risikos eine höhere Rendite notwendig sein müsste. Im Rahmen der Kapitalkostenermittlung von KMUs ist der Zuschlag einer so genannten Grössenprämie von ca. 2% bis 5% üblich. Dadurch wird dem Umstand Rechnung getragen, dass kleinere Firmen unter sonst gleichen Bedingungen höhere Risiken aufweisen als grössere, börsenkotierte Firmen.

⁴² Nebag, Geschäftsbericht 2019 sowie www.otc-x.ch.

- Der Robert Vinall Capital Business Owner Fund hält Aktien der Bergbahnen Engelberg Trübsee Titlis AG.

Die ersten beiden aufgeführten Investoren sind in der «Anlagenische» der ausserbörslich gehandelten Aktien tätig. Sowohl die Aktien der Schilthornbahn als auch jene des Kongress & Kursaals Berns und der Weissen Arena Gruppe gehören zu den am häufigsten gehandelten ausserbörslichen (touristischen) Aktien. Die Aktien der Bergbahnen Engelberg Trübsee Titlis sind an der SIX Swiss Exchange kotiert und deutlich häufiger umgesetzt. Für den BEKB OTC-X Fund (aktuelles Fondvermögen: ca. CHF 44 Mio.) gilt ein Volumen von rund CHF 0.5 bis 1 Mio. als Mindestgrösse für eine Aktienbeteiligung. Im Sinne einer Faustregel gilt für den Fonds, dass aus einer Aktienposition in einem Jahr kursschonend ausgestiegen werden kann. Diese Richtlinien sind an den ausserbörslichen Aktienmarkt angepasst. Sowohl mit einer höheren Mindestbeteiligungsgrenze als auch mit der Zielsetzung eines deutlich schnelleren Ausstiegs wären keine Investitionen in ausserbörslich gehandelte Aktien und damit praktisch keine Investitionen in touristische Unternehmen möglich. Eine Umfrage bei ausgewählten grossen institutionellen Anlegern brachte hervor, dass diese nur Aktienpositionen eingehen, welche innert einem bis maximal 20 Tagen kursschonend verkauft werden können.⁴³ Investitionsvolumen von einer Million Franken oder noch weniger dürften für die meisten institutionelle Anleger deutlich zu tief liegen. Private Anleger haben hingegen geringere Investitionsvolumen und daher auch geringere Anforderungen an die Marktliquidität. Investitionen in touristische Unternehmen sind daher unter Privatanlegern häufiger zu erwarten.

Die Renditeerwartung kann der Investor als Ausschüttung und/oder als Wertsteigerung realisieren. Zur Einschätzung des Ausschüttungspotenzials sind die erwarteten Free Cashflows von Bedeutung. Je höher der erwartete Überschuss des Cashflows über die anstehenden Investitionen und den Schuldendienst liegt, umso grösser kann unter sonst gleichen Bedingungen die Ausschüttung erfolgen. Nicht nur die Höhe des Free Cashflows ist massgeblich für die Ausschüttungsentscheidung, sondern auch die Präferenzen der Entscheidungsträger. Grundsätzlich sollte der Minderheitsaktionär davon ausgehen können, dass das Unternehmen eine auf die (langfristige) Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichtete Strategie verfolgt. Die Unternehmensstrategie, die Sinnhaftigkeit von Investitionsprojekten oder die angemessene Höhe der flüssigen Mittel können jedoch von Verwaltungsrat und (einzelnen) Aktionären unterschiedlich eingeschätzt werden. Minderheitsaktionäre sind einem allfälligen Hauptaktionär ausgeliefert. Der Minderheitsaktionär muss sich daher die Frage stellen, ob sich seine Interessen mit jenen des Hauptaktionärs decken. Die Präferenzen der Investoren bezüglich Ausschüttung und Wertsteigerung variieren. Renditen von beispielsweise 10% oder mehr sind kaum «nur» über Ausschüttungen zu realisieren. Vorteil einer Ausschüttung ist, dass der Investor unter sonst gleichen Bedingungen eine kürzere Payback-Dauer und ein regelmässiges Einkommen, beispielsweise zur Deckung der laufenden Kosten eines Anlagefonds, erreicht. Auf Dividenden spezialisierte Anleger können daher die Gesamtrenditeerwartung etwas nach unten korrigieren, falls attraktive Ausschüttungen zu erwarten sind. Nachteilig sind Ausschüttungen eventuell aus

⁴³ Lütolf/Neumann (2013), Wandel der Rahmenbedingungen für börsenkotierte Unternehmen während einer Dekade, Verlag IFZ – Hochschule Luzern, Seite 30. Zu den befragten gehören Anlagefonds, Pensionskassen, Krankenversicherer und Banken.

steuerlicher Perspektive oder wenn die langfristige Investitionsfähigkeit des Unternehmens eingeschränkt wird, was auf lange Frist zu einer Reduktion des Unternehmenswerts führt.

Mehrheitsaktionäre

Jedes touristische Unternehmen ohne marktgängige Aktien hat einen oder wenige Allein- bzw. Hauptaktionär. Es kann sich dabei um eine Familie oder um eine Einzelperson handeln. Vor allem in der Hotellerie besteht oft keine Trennung von Eigentum und Direktion. Das vordergründige Motiv ist in diesen Fällen die Betätigung als Hotelier und nicht die Kapitalanlage. Diese Konstellation wird im vorliegenden Abschnitt nicht weiterverfolgt.

Ob Grossinvestoren touristische Unternehmen aus rein finanziellen Motiven erwerben oder ob auch Liebhaberaspekte eine bedeutende Rolle spielen, ist jeweils nicht abschliessend bekannt. Ob ein Grossinvestor als Mäzen gilt oder nicht, ist meistens nicht klar. Die folgende Auflistung zeigt einige Fälle von Mehrheitsaktionären, welche mindestens teilweise aus finanziellen Motiven in touristische Unternehmen investiert haben könnten.

- Der US-amerikanische Private-Equity Investor hat das Hotel Waldhaus Flims Mountain Resort & Spa gekauft.
- Das Family Office Kirkby (Besitzerfamilie von LEGO) hat das Hotel Valbella Resort auf der Lenzerheide erworben.
- Peter Grogg hält die über Ingro Finanz AG eine Stimmenmehrheit an der Sunstar Hotelgruppe.
- Radovan Vitek hält über die CPI Property Group eine Mehrheit an der Remontees Mecaniques Crans-Montana Amiona SA.
- Die Fortimo Gruppe hält über die Tochtergesellschaft REVIER Hospitality Group AG zwei Hotelbetriebe in Lenzerheide und Adelboden als Alleinaktionärin. Auch die Priva Alpine Logde in Lenzerheide gehört der Fortimo Gruppe.
- Das kollektive Anlagegefäss Mountain Real Estate Fund SICAV hält vier Ferienresorts in Brigels, Meiringen-Hasliberg, Grimentz und Zinal (Swiss Peaks Resorts).
- FUNIS Infrastructure Investments S.C.S RAIF SICAV ist in der Skyglide Event Deutschland GmbH (Stadtseilbahn in Koblenz) und in der Ulriken Taubaneselskap AS (Ausflugsseilbahn in Bergen Norwegen) investiert.

Bei einigen oben aufgeführten Investoren sind nicht-finanzielle Motive wie beispielsweise «Trophy Hunting» nicht auszuschliessen. Eine jährliche Renditeerwartung von 4% stellt Peter Grogg als Mehrheitsaktionär an die Sunstar Hotelgruppe.⁴⁴ In Anbetracht der Risiken dürfe es sich in diesem Fall um eine Renditeerwartung mit Berücksichtigung eines Liebhaberdiscounts handeln. Für den Mountain Real Estate Fund SICAV dürften finanzielle Motive vordergründig sein. Der Fonds hat per Ende 2019 ein Bruttovermögen von rund CHF 140 Mio. Nach Abzug der Hypothekarschulden verbleibt ein Nettovermögen

⁴⁴ Sunstar, 50 Jahre Sunstar, Jubiläumsmagazin.

von CHF 96 Mio. Das Eigenkapital stammt vorwiegend von institutionellen Investoren. Darunter befinden sich auch lokale Pensionskassen und Baufirmen. Ferienresorts, wie jene im Besitz des Mountain Real Estate Fund SICAV, erfreuen sich seit einigen Jahren grosser Beliebtheit bei den Gästen und weisen oft eine hohe Belegungsrate auf. Hinzu kommt, dass die Konzepte auch kosteneffizient zu betreiben sind. Um die Renditeansprüche der Geldgeber zu befriedigen, braucht der Fonds hohe und stabile Erträge. Im aktuellen Umfeld ist es unter sonst gleichen Bedingungen sicherlich wahrscheinlicher, dass institutionelle Investoren in Feriendörfer investieren als in traditionelle Hotelbetriebe.

Die Fortimo Gruppe hat mit dem REVIER Hotel auf der Lenzerheide bereits im zweiten Jahr Geld verdient. Das Konzept scheint einen aktuellen Trend zu treffen, weshalb die Fortimo Gruppe weiter aus finanziellen Motiven in touristische Projekte investiert.

Finanzielle Motive verfolgen auch die im FUNIS Infrastructure Investments Fonds investierten Kapitalgeber. Unter den Investoren sind vor allem deutsche institutionelle Investoren wie zum Beispiel Versicherungen investiert. Der Fonds hält bis zu maximal 50% der Aktien. Die übrigen Aktien sollen lokale Geldgeber halten. Beteiligungen des Fonds sollten mindestens 20% und/oder Euro 2 Mio. ausmachen. Als Investitionsobjekte kommen nur die Seilbahngeschäftsfelder «Urban» und «Point of Interest» in Frage. Bei letzterer Kategorie handelt es sich um Ausflugsseilbahnen. Seilbahninfrastruktur, welche für den Wintersport genutzt wird, kommt für ein Investment nicht in Frage. Der Fonds ist nur Investor und nicht Betreiber der Anlagen. Per Ende 2019 weist der Fonds einen Net Asset Value von Euro 25 Mio. aus.⁴⁵ Für institutionelle Investoren wie z.B. Pensionskassen sind Fondsinvestitionen wie FUNIS oder der Mountain Real Estate Fund gerade wegen dem Diversifikationseffekt attraktiv. Dies unter der Voraussetzung, dass das Rendite/Risiko-Profil stimmt.

3.1.2.2.5. Liebhaberinvestoren

Liebhaberinvestoren stehen in einer Verbindung zum Investitionsobjekt. Im Vordergrund steht nicht eine finanzielle Rendite, sondern eine emotionale Rendite. Es ist auch eine Vermischung mehrerer Anlagemotive möglich. Falls Investoren des Liebhaberaspekts wegen eine «geringere» Rendite in Kauf nehmen, spricht man von einem Liebhaberdiskont. Dies trifft sowohl für Grossaktionäre bzw. Mäzene als auch für Kleinaktionäre zu. Zum Kreis der Liebhaberinvestoren sind beispielsweise die Gäste zu zählen. Aufgrund ihrer Verbindung mit «ihrem» Lieblingshotel oder Lieblingskigebiet sind diese zu einer Mitfinanzierung der Infrastruktur bereit. Auch die Einheimischen können aus Liebhabermotiven investieren. Bei diesen kann jedoch auch das strategische Motiv «Erhaltung des Gesamtsystems» eine Rolle spielen.

Es ist davon auszugehen, dass der Liebhaberinvestor eine Finanzierung in Form von Eigenkapital vorzieht. Diese macht ihn zum Eigentümer des Unternehmens und ermöglicht ihm den Zugang zum Generalversammlungs-Event sowie eine Mitbestimmung. Eine wichtige Bedeutung haben auch Ausschüttungen in Form von Naturalleistungen (z.B. Aktionärstickets). Mit dem Aufkommen von Crowdfunding (Abschnitt 3.2.1) gibt es neue Möglichkeiten dem Liebhaberinvestor ohne Aktienbeteiligung Naturalleistungen zukommen zu lassen.

⁴⁵ Annual Report 2019.

Liebhaberinvestoren bilden zusammen mit den strategischen Investoren, welche einen Beitrag an die Erhaltung des touristischen Gesamtsystems leisten, die Investorenkategorie «Family & Friends». Auch die Standortgemeinden sind dieser Kategorie zuzuordnen. Family & Friends sind für den Erfolg von Aktienkapitalerhöhungen bei Bergbahnunternehmen eine sehr wichtige Kategorie. Es handelt sich dabei einerseits um Feriengäste und andererseits um natürliche und juristische Personen aus der Region, welche sich von ihrer Aktienbeteiligung attraktive Naturalausschüttungen und/oder eine persönliche Umwegrendite in irgendeiner Form versprechen. Selbst bei Renditeunternehmen mit konstanter Dividendenausschüttung dürfte die Rendite für viele Investoren nicht das einzige bzw. das ausschlaggebende Anlagemotiv sein. Die Rigi-Bahnen AG hat im Jahr 2017 das Aktienkapital erhöht. In Gesprächen mit Investoren waren Dividenden nur vereinzelt ein Thema. Wichtigstes Anlagemotiv war bei den meisten Anlegern die regionale Verbundenheit. Auch bei der Aktienkapitalerhöhung der Stanserhornbahn AG zur Finanzierung der Cabrio®-Bahn waren Dividenden kein Thema, obwohl das Unternehmen in den Jahren zuvor Dividenden ausschüttete. Das Aktionariat der Stanserhornbahn AG erwartet keine Dividenden.

Liebhaberaktien dürfen nicht «verschenkt» werden. Aktionäre sollen dafür etwas bezahlen. Die Stückelung der Aktien bzw. dem Aktienwert kommt daher eine wichtige Bedeutung zu. Viele Liebhaberaktionäre werden nur eine Aktie kaufen. Dies reicht ja für eine Einladung zum Generalversammlungsanlass. Ein Aktienausgabepreis von z.B. CHF 2000 kann daher attraktiver sein als einer von nur CHF 100. Es zeigt sich, dass viele Aktionäre auch bei tiefen Preisen bzw. Aktienwerten nur eine Aktie zeichnen. Im Falle des höheren Preises resultiert daher ein deutlich höherer Emissionserlös. Es ist kaum vorstellbar, dass bei einem Ausgabepreis von beispielsweise CHF 100 zwanzigmal mehr Aktionäre zeichnen bzw. zwanzigmal mehr Aktien gezeichnet werden.

Liebhaberaktionäre haben das Bedürfnis zu ihrem Unternehmen bzw. zu ihrer Destination dazuzugehören. Unternehmen sollten diese daher regelmässig informieren. Aktionärsanlässe oder ähnliches helfen die Aktionäre zu binden. Wichtig ist, dass die Pflege von Aktionärsbeziehungen bzw. von Beziehungen zu potenziellen Aktionären nicht erst mit dem Kapitalbedarf beginnt. Es handelt sich mehr um eine Daueraufgabe.

Liebhaberinvestoren, unabhängig davon, ob sie Minderheiten oder Mehrheiten halten, nehmen einen Renditeverzicht mehr oder weniger bewusst in Kauf. Wichtig ist den meisten allerdings der Kapitalerhalt. Das heisst, bei einem allfälligen Verkauf in Zukunft wollen sie mindestens den Kaufpreis realisieren. Es ist gut vorstellbar, dass Mehrheitsaktionäre vor ihrem Engagement zu optimistisch sind. Gerade ausländische Investoren laufen Gefahr, dass sie beispielsweise die hohen Schweizer Lohnkosten nicht angemessen in ihre Berechnungen einbeziehen. Aus einem vermeintlichen Renditeinvestment kann dann rasch ein Selbsterhaltungs- oder sogar Zuschussinvestment werden.

Es ist zu beobachten, dass wohlhabende Pensionisten, welche beispielsweise in der Beratungs- oder Bankenbranche viel Geld verdient haben, an ihre Heimatorte zurückkehren und kleinere Hotel- oder Gastronomiebetriebe erwerben. Dadurch können Sie die Existenz von Betrieben sichern und etwas an die Heimatregion zurückgeben. Zudem können sie womöglich zum Erhalt ihrer «Lieblingsbeiz» beitragen. Weitere Gründe für Liebhaberinvestoren sind Heimatschutz bzw. die Verhinderung von ausländischen oder

sogar ausserkantonalen Investoren oder Prestige. Ein Schweizer Skigebiet oder Luxushotel zu besitzen und seine Geschäftspartner darin empfangen zu können, kann dem Image des Investors und damit auch seinem Unternehmen durchaus förderlich sein.

3.1.2.3. Fazit

Tabelle 4 zeigt eine Einschätzung der Attraktivität touristischer Unternehmen aus der Sicht potenzieller Aktionäre. Liebhaberinvestoren und strategische Investoren mit Interesse am Gesamtsystem kommen grundsätzlich für sämtliche touristischen Unternehmen als Eigenkapitalgeber in Frage. Ob ein strategischer Investor mit dem Ziel einer vertikalen Integration ein touristisches Unternehmen kauft bzw. dieses finanziert, hängt vom strategischen Fit aus. Selbst ein Zuschussunternehmen kann für den Käufer attraktiv sein, falls dieses nach der Integration mindestens zu einem Selbsterhalter entwickelt werden kann. Für einen strategischen Investor, welcher horizontales Wachstum sucht, dürften einerseits Renditeunternehmen und andererseits vor allem Unternehmen mit Entwicklungspotenzial attraktiv sein.

Tabelle 4: Attraktivität touristischer Unternehmen für potenzielle Aktionäre⁴⁶

	RenditeU (RR)		RenditeU		SelbsterhaltungsU		ZuschussU	
	←	→	←	→	←	→	←	→
Strategischer Investor (horizontal)	X	X	X	(X)	X		X	
Strategischer Investor (vertikal)	X	X	X	X	X	X	X	X
Strategischer Investor (Gesamtsystem)	X	X	X	X	X	X	X	X
Finanzinvestor (Mehrheit)	X	X	X		X		(X)	
Finanzinvestor (Minderheit)	X	X	X		(X)			
Finanzinvestor (mit Liebhaberdiscount)	X	X	X	X	X			
Liebhaberinvestor	X	X	X	X	X	X	X	X

Für (reine) Finanzinvestoren, welche eine Mehrheitsbeteiligung anstreben, sind neben den Unternehmen mit risikogerechter Rendite in erster Linie Unternehmen attraktiv, welche ein Wertsteigerungspotenzial aufweisen. Dazu gehören beispielsweise Selbsterhaltungsunternehmen, welche zum Renditeunternehmen entwickelt werden können. Kleininvestoren nehmen grundsätzlich keinen Einfluss auf die Unternehmensstrategie. Im Gegensatz zum Grossinvestor können sie daher nicht aktiv auf eine Wertsteigerung hinwirken. Beteiligungen an Selbsterhaltungs- oder sogar Zuschussunternehmen sind daher wohl weniger wahrscheinlich. Weil der Anteil der Renditeunternehmen sowohl bei den Bergbahnen als auch in der Hotellerie gering ist, und weil auch unter den Selbsterhaltungsunternehmen nur ein beschränkter Anteil realistischer Weise mit einem «Wertsprung» rechnen kann, sind die reinen Finanzinvestoren für die Mehrheit der touristischen KMU nicht erreichbar.

Aufgrund der hohen Anlageintensität der meisten touristischen Unternehmen ist eine solide Eigenkapitalbasis besonders wichtig. Gerade für Unternehmen, welche ihre Investitionen nicht aus dem betrieblichen Cashflow finanzieren können, sind Aktienkapitalerhöhungen ein wichtiges Finanzierungsinstrument. Eine Aufnahme von Aktienkapital kann auch die Verfügbarkeit von

⁴⁶ RenditeU = Renditeunternehmen, RR = risikogerechte Rendite. Der Pfeil ← beispielsweise bei den Selbsterhaltungsunternehmen zeigt an, dass die betreffenden Unternehmen Wertsteigerungspotenzial aufweisen bzw. das Zeug zum Renditeunternehmen haben. (X) bedeutet: nicht ausgeschlossen, aber eher unwahrscheinlich.

Fremdfinanzierungen verbessern. Es ist daher wichtig, dass touristische KMU über ein ausreichendes Eigenkapital verfügen. Es zeigt sich, dass die Kategorie Family & Friends eine wichtige Bedeutung für das Gelingen von Aktienkapitalerhöhungen hat. Dass sich das Umfeld des touristischen Unternehmens bzw. die lokalen direkten Nutzniesser an der Finanzierung beteiligen ist ein positives Signal und daher wichtig. Wieso sollten aussenstehende Kapitalgeber das betreffende Unternehmen finanzieren, wenn sich die lokalen Nutzniesser nicht beteiligen bzw. nicht ans Unternehmen glauben.

Für touristische Unternehmen stellt sich die Herausforderung, unter welchen Voraussetzungen sie neue Aktionärstypen ansprechen können, wenn überhaupt. Zudem gilt es Family & Friends als Eigenkapitalfinanzierungsquelle zu pflegen und zu erhalten bzw. sogar auszubauen. Womöglich stellt Crowdfunding eine interessante Ergänzung oder Alternative zur Aktienkapitalbeschaffung dar.

3.1.3. Bankfinanzierungen

Eine vom SECO 2016 in Auftrag gegebene Studie zur Finanzierung von KMU bringt hervor, dass der Zugang zu Fremdkapital in Form von Bankkrediten und Kreditrahmen in der Schweiz grundsätzlich gegeben ist. Zudem halten die Autoren dieser Studie fest, dass die gemachten Beobachtungen darauf schliessen lassen, dass auch in naher Zukunft nicht mit einer sich verschlechternden Finanzierungssituation zu rechnen ist.⁴⁷ Diese Aussagen erfolgen branchenübergreifend. Inwieweit die Covid-Krise daran etwas ändern wird, ist ungewiss. Gemäss der Studie waren Hotels und Restaurants im Jahr 2016 überdurchschnittlich von Ratingherabsetzungen betroffen, was ein Indiz für eine im Branchenquervergleich anspruchsvolle Finanzierungssituation sein kann. Der Anteil von KMU ohne Finanzierungsbedürfnis ist für die Kategorie Hotels/Restaurants im Vergleich zu den anderen Branchen etwas geringer. Dafür ist der Anteil der KMU mit Finanzierungsbedürfnis, welche aber trotz dieses Bedürfnisses keine Finanzierungsanfrage bei einer Bank gestellt haben (sogenannt «emtnutigte Unternehmen»), etwas höher als in anderen Branchen.

3.1.3.1. Aktuelle Situation

Ein sinnvolles Mass zur Beurteilung der Verschuldung ist die sogenannte Entschuldungsdauer. Diese gibt an, wie viele Jahre notwendig wären, um mit dem EBITDA die verzinslichen Schulden zurückzubezahlen.⁴⁸ Je länger die Entschuldungsdauer ist, umso stärker die Belastung des Unternehmens. Abbildung 5 zeigt die Entschuldungsdauer für 53 Bergbahnunternehmen. Es ist für die Bergbahnbranche davon auszugehen, dass eine Entschuldungsdauer von ca. 4 bis 4.5 Jahren noch als nachhaltig tragbar zu betrachten ist. Das dritte Quartil liegt bei ca. 5.8 Jahren, der Median bei ca. 3.2 Jahren. Somit zeigt sich, dass etwas mehr als ein Viertel

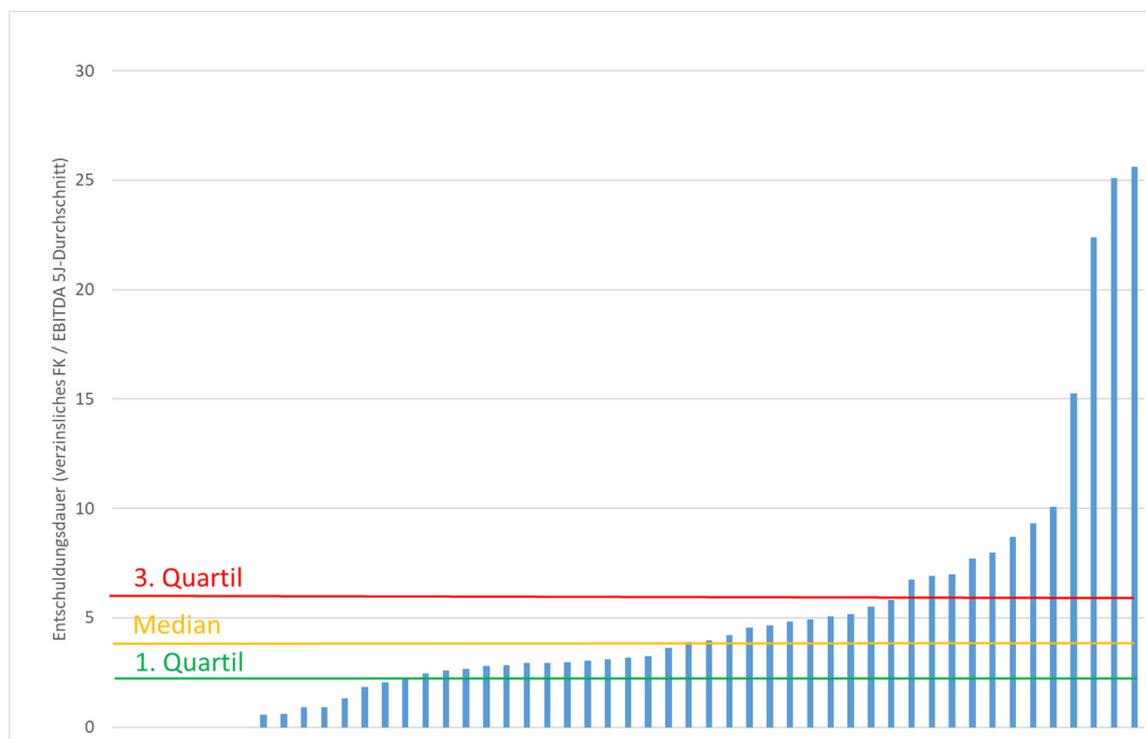
⁴⁷ Dietrich/Wernli/Duss (2016), Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz 2016, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, Hochschule Luzern Wirtschaft, im Auftrag vom SECO.

⁴⁸ Die Entschuldungsdauer kann auch als Verhältnis von Nettofinanzschulden und EBITDA berechnet werden. Die Nettofinanzschulden resultieren indem die flüssigen Mittel von den verzinslichen Schulden subtrahiert werden. Damit wird dem Fakt Rechnung getragen, dass flüssige Mittel zur Amortisation von Schulden verwendet werden. Bei den Bergbahnunternehmen sind flüssige Mittel in der Regel entweder betriebsnotwendig oder sie werden unmittelbar zur Finanzierung von Investitionen verwendet. Daher wird mit den verzinslichen Schulden gerechnet.

der untersuchten Bergbahnunternehmen eine Verschuldung aufweist, welche auf lange Frist sehr hoch bzw. teilweise zu hoch ist.

Sieben Unternehmen weisen aktuell kein verzinsliches Fremdkapital auf. In vier Fällen davon handelt es sich um deutlich überdurchschnittlich renditestarke Unternehmen. Alle vier sind stark im Ausflugeschäft engagiert. In den übrigen drei Fällen handelt es sich um kleine bis mittelgrosse Bergbahnunternehmen (Gesamtertrag zwischen CHF 1.7 und 7.7 Mio.), welche stark vom Wintersport abhängig sind. In zwei Fällen davon ist es gut möglich, dass Banken nicht zur Finanzierung bereit sind. In einem Fall dürfte das Bergbahnunternehmen bewusst bzw. freiwillig auf Bankfinanzierungen verzichten.

Abbildung 5: Entschuldungsdauer von 53 Schweizer Bergbahnunternehmen (der Grösse nach angeordnet)⁴⁹



Es besteht eine negative Korrelation zwischen Ertragskraft und Entschuldungsdauer. Die Zuschussunternehmen weisen einen Median für die Entschuldungsdauer von 7 Jahren auf.⁵⁰ Für die Selbsterhaltungs- und Renditeunternehmen liegt der Wert bei 4.3 bzw. 1.3. Gemessen an ihrer Ertragskraft sind die Zuschussunternehmen deutlich stärker durch die Banken finanziert. Nur gerade ein Zuschussunternehmen der Stichprobe trägt keine Bankschulden.

Aus dieser Auswertung lässt sich schliessen, dass die Versorgung der Selbsterhaltungsunternehmen und auch der «besseren» Zuschussunternehmen mit Bankkrediten recht gut funktioniert. Probleme an Bankfinanzierungen zu kommen haben Kleinstunternehmen in tiefen Lagen. Aus diesem Segment ziehen

⁴⁹ Quelle: Geschäftsberichte. Zwei Extremwerte sind in der Abbildung nicht enthalten. In einem Fall resultiert eine Entschuldungsdauer von 112 Jahren. In einem weiteren Fall ist der Fünfjahresdurchschnitt auf Stufe EBITDA negativ, so dass eine negative Entschuldungsdauer resultiert. Dies bedeutet, dass gar keine Entschuldung stattfinden kann.

⁵⁰ Ein Zuschussunternehmen hat einen negativen Cashflow und damit auch eine negative Entschuldungsdauer und ist in der Berechnung nicht inkludiert.

sich die Banken als Finanzierer zunehmend zurück. Für die Hotellerie ist die Lage ähnlich einzuschätzen. «Einigermassen gute» Projekte finden in der Regel einen Finanzierungsmix inkl. Bankkredit.

Neben dem Volumen von Bankkrediten haben auch die Zinssätze bzw. die Fremdkapitalkosten eine wichtige Bedeutung. In einer Studie der Hochschule Luzern wurden die Kreditpositionen von 57 Bergbahnunternehmen untersucht.⁵¹ Die Auswertung erfolgte per Ende 2016. Die analysierten Unternehmen decken das Grössenspektrum der Schweizer Bergbahnunternehmen sehr gut ab. Das gesamte Kreditvolumen dieser Bahnen beträgt rund CHF 450 Mio. Der durchschnittliche Bankkreditzinssatz liegt für die analysierten Unternehmen in einer Bandbreite von 0.97% bis 5.06%. Der Median beträgt 2.1%, der Mittelwert 2.0%.⁵² Die Hälfte der Zinssätze liegt zwischen 1.7% (1. Quartil) und 2.52% (3. Quartil). Es ist davon auszugehen, dass die aktuellen Kreditzinssätze ebenfalls auf dem in der Studie der HSLU beobachteten Niveau liegen. Die Zinssätze für die Hotellerie dürften etwas höher liegen. Zinssätze von 3% oder mehr sind allerdings auch für Hotelunternehmen im aktuellen Marktumfeld selten, wenn Sicherheiten vorliegen. Im Vergleich zu Bergbahninfrastruktur ist die Besicherung in der Hotellerie einfacher, da die Hotelliegschaft als Sicherheit dienen kann. Die Bergbahninfrastruktur ist im Konkursfall schwierig zu verwerten. Entscheidend ist, ob eine Nachfolgesellschaft die Infrastruktur weiter betreibt. Einige Banken verzichten daher bei Bergbahnfinanzierungen weitgehend auf Sicherheiten, verlangen jedoch eine negative Hypothekenklausel. Ausnahmen sind Talstationen an guter, zentraler Lage. An Berg- oder Mittelstationen macht eine Besicherung aus Sicht der Bank wenig Sinn.

Eine alternative Möglichkeit der Besicherung ist ein Leasing. Elektromechanische, mobile Komponenten einer Gondel- oder Sesselbahnanlage können geleast werden. Die geleasten Objekte bleiben im Besitz des Leasinggebers. Im Konkursfall kann der Leasinggeber das Objekt wiederverwerten. Dabei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass nur ca. 50-60% der Anlageteile wiederverwertet werden können. Hinzu kommt, dass der Wiederaufbau einer Anlage bis zu 75%-80% der Investitionen einer neuen Anlage ausmachen kann. Bergbahnunternehmen müssen sich daher gut überlegen, ob sie nicht 20% mehr in eine neue Anlage investieren wollen. Der Markt für gebrauchte Seilbahnanlagen ist daher beschränkt und im Notfall könnte nur ein Verkauf nach Osteuropa zu Tiefstpreisen erfolgen. Nichtsdestotrotz vergeben Banken zunehmend Leasingfinanzierungen, insbesondere im Falle von Selbsterhaltungs- und allenfalls Zuschussunternehmen. Auch wenn im Falle einer geleasten Sessel- oder Gondelbahn das Eigentum an der Anlage nur eine «vermeintliche» Sicherheit darstellt, hat das Leasing dennoch Vorteile. So muss die Bank das Leasinggeschäft im Vergleich zur Kreditfinanzierung weniger mit Eigenmitteln unterlegen.

In der bereits erwähnten Studie der Hochschule Luzern wurden auch Leasingpositionen von 57 Bergbahnunternehmen analysiert. Von diesen beanspruchten per Ende 2016 29 Unternehmen eine Leasingfinanzierung. Das gesamte Leasingvolumen entspricht in etwa 30% des Kreditvolumens. Die relative Bedeutung des Leasings variiert sehr stark unter den einzelnen Unternehmen. In vier Fällen ist das Leasing die bevorzugte Finanzierungsvariante, in einem Drittel der Fälle macht das Leasing weniger als 10% des

⁵¹ Bumann (2017), Studie zur Bergbahnfinanzierung per Ende 2016, unveröffentlichte Bachelorarbeit Hochschule Luzern.

⁵² Fix verzinsliche Kreditpositionen: 2.04%, variabel verzinsliche Kreditpositionen: 1.67%.

Kreditvolumens aus. 80% der Unternehmen (mit Leasingfinanzierung) haben ein Pistenfahrzeug im Leasing. Der Anteil Unternehmen mit einer Gondel- bzw. Sesselbahn im Leasing liegt bei 21% bzw. 31%.

Typische Kreditlaufzeiten liegen zwischen fünf bis sieben Jahren. Touristischen Unternehmen können Kredite bis maximal 10 Jahre zur Verfügung stehen. Diese sind allerdings in der Regel nur den «besten» Kunden vorbehalten. Oft bekommen die Unternehmen einen Kreditrahmen, innert welchem sie verschiedene Laufzeiten beanspruchen können.

Gemäss Kreditvolumenstatistik der Schweizerischen Nationalbank verfügen Unternehmen der Hotellerie und Gastronomie im Jahr 2019 über Bankkreditlimiten von rund CHF 11.1 Mrd. Davon sind CHF 9.5 Mrd. (86%) beansprucht.⁵³ Ein Volumen von CHF 7.9 Mrd. ist hypothekarisch gesichert. Seit 2015 sind die Limiten bzw. die Beanspruchung um 4% bzw. um 3% angestiegen.⁵⁴ Es gilt bei diesen Zahlen unbedingt zu berücksichtigen, dass das gesamte schweizerische Gastgewerbe in diesen Zahlen enthalten ist. Es sind keine nach Stadt und Landregionen getrennte Daten verfügbar. Deutlich mehr als zwei Drittel der Schweizer Restaurationsbetriebe liegen nicht in alpinen Regionen.⁵⁵ Auch mehr als die Hälfte der Betten dürfte nicht in alpinen Tourismusregionen liegen. Von den erwähnten Bankkreditbeanspruchungen von rund 9.5 Mrd. dürfte demnach wohl deutlich weniger als die Hälfte auf den alpinen Raum fallen. Am gesamten Kreditvolumen (alle Schweizer Unternehmen) macht die Kategorie Gastgewerbe per Ende Dezember 7.8% aus. Von den vergebenen Covid 19-Krediten (per 26. August 2020) fällt ein Volumenanteil von 9.6% auf das Gastgewerbe. Die Bergbahnunternehmen sind Teil der Kategorie «Verkehr und Lagerei». Rückschlüsse auf die Bergbahnen sind daher nicht möglich.

3.1.3.2. Beteiligte Investoren

In einer Studie der Hochschule Luzern wurden Kreditpositionen von 57 Bergbahnunternehmen untersucht.⁵⁶ Die Auswertung erfolgte per Ende 2016. Vom gesamten Kreditvolumen fallen 28% auf die beiden Grossbanken. Den grössten Anteil haben die Kantonalbanken mit 55%. Auf Raiffeisenbanken und Regionalbanken fallen 5% bzw. 9%. Wird nicht das Kreditvolumen analysiert, sondern die Anzahl Kredite, erhöht sich der Anteil der Regionalbanken und Raiffeisenbanken etwas auf Kosten der Grossbanken. Daraus lässt sich schliessen, dass die Grossbanken eher überdurchschnittliche Kreditvolumen vergeben, die Raiffeisen- und Regionalbanken eher Kredite unterdurchschnittlicher Grösse.

An den im Jahr 2019 ans Gastgewerbe (Hotellerie- und Gastronomiebetriebe) ausgeliehenen Bankkrediten machen die Kantonalbanken einen Anteil von 37% aus.⁵⁷ Auf die Raiffeisen- und Grossbanken fällt ein Anteil von 13% bzw. von 29%. Die Regionalbanken und Sparkassen vergeben 8% der Kredite. Es gilt bei diesen Zahlen zu berücksichtigen, dass das gesamte schweizerische Gastgewerbe in diesen Zahlen enthalten

⁵³ Kreditvolumenstatistik der SNB. Der ausgewiesene Wert entspricht dem Mittelwert der zwölf Monate des Jahres 2019.

⁵⁴ Die Kreditvolumenstatistik der SNB weist seit Anfang 2015 keine sogenannten «Reihenbrüche» auf. Die letzten Reihenbrüche erfolgten im Jahr 2014.

⁵⁵ Quelle: Bundesamt für Statistik, zitiert in KATAG, Kennzahlen 2016.

⁵⁶ Bumann (2017), Studie zur Bergbahnfinanzierung per Ende 2016, unveröffentlichte Bachelorarbeit Hochschule Luzern.

⁵⁷ Kreditvolumenstatistik SNB. Die ausgewiesenen Werte entsprechen dem Durchschnitt der zwölf Monatswerte 2019.

ist. Es sind keine nach Stadt und Landregionen getrennte Daten verfügbar. Die Verteilung des Kreditvolumens auf die verschiedenen Bankenkategorien verläuft seit 2015 sehr stabil.

3.1.3.3. Bedeutung der Bürgschaftsgenossenschaften

Die vom Bund unterstützten Bürgschaftsgenossenschaften West, Mitte und Ost können KMUs den Zugang zu Bankkrediten erleichtern. Nach geltendem Gesetz dürfen Bürgschaften bis zu CHF 1'000'000 erteilt werden.⁵⁸ Bis Juni 2019 lag die Limite noch bei CHF 500'000. Die Bürgschaftsgenossenschaften verrechnen neben Gesuchsprüfungs- und Dossierführungsgebühren eine Risikoprämie von 1.25% der verbürgten Summe. Der Bund übernimmt 65% der Bürgschaftsverluste.⁵⁹

Per Ende 2019 haben die drei Bürgschaftsgenossenschaften Bürgschaften über rund CHF 280 Mio. ausstehend. Fast die Hälfte davon fällt auf die Region West. Am Bestand der Anzahl Bürgschaften (West) liegt der Anteil der Gastronomie/Hotellerie bei 14%. Bei der Bürgschaftsgenossenschaft West liegt der Anteil bei 11%. Es ist insgesamt davon auszugehen, dass die Bürgschaftsgenossenschaften insgesamt Bankkredite von Hotellerie und Gastronomie im Umfang von rund CHF 30 bis 40 Mio. verbürgen. Darin sind Betriebe der Stadthotellerie inkludiert.

Rund 20% des Volumens verbürgt von Raiffeisenbanken vergebene Kredite. Der Anteil der Kantonalbanken variiert unter den drei Bürgschaftsgenossenschaften zwischen 38% und 53%. Auf die Grossbanken fallen Anteile zwischen 1% und 19%, die Regionalbanken machen zwischen 1% und 18% aus.

3.1.3.4. Fazit

Für die Einschätzung aus Gläubigersicht spielt nicht nur die (erwartete) Ertragslage eine wichtige Rolle, sondern auch etwa die finanzielle Stabilität. Es ist davon auszugehen, dass zwischen Ertragslage und Bilanzstärke eine deutlich positive Korrelation besteht. Die Renditebahnen sind zumeist auch die am finanziell am stabilsten aufgestellten Unternehmen. Die Einschätzung aus Bankensicht erfolgt daher an der Renditekategorisierung.

Renditeunternehmen und die «besseren» Selbsterhaltungsunternehmen sind generell gut mit Bankfinanzierungen versorgt. Finanzierungsengpässe können jedoch vor allem bei der Finanzierung von Gross- und Erweiterungsprojekten entstehen. Die Folge ist, dass Projekte nicht bzw. später realisiert werden können. Für die «schlechteren» Selbsterhaltungsunternehmen und vor allem für Zuschussunternehmen ist die Verfügbarkeit von Bankfinanzierungen weniger gut gegeben. Für Unternehmen mit mittlerem bis eher schlechtem Rating gewinnen Leasingfinanzierungen an Bedeutung.

⁵⁸ Bundesgesetz über die Finanzhilfen an Bürgschaftsorganisationen für KMU, Art. 6 Abs. 1.

⁵⁹ Bundesgesetz über die Finanzhilfen an Bürgschaftsorganisationen für KMU, Art. 6 Abs. 2.

Tabelle 5: Attraktivität touristischer Unternehmen für Bankfinanzierungen⁶⁰

	RenditeU (RR)		RenditeU		Selbsterhalt.U		ZuschussU	
	←	→	←	→	←	→	←	→
Bankkredite Bergbahnen	X	X	X	X	X	(X)		
Leasing Bergbahnen	X	X	X	X	X	(X)	(X)	
Bankkredite Hotel/Gastro (hypothekarisch gesichert)	X	X	X	X	X	(X)	(X)	

Insbesondere die Selbsterhaltungsunternehmen haben einen Bedarf nach zusätzlichem Fremdkapital. Für die Zuschussunternehmen trifft dies selbstverständlich ebenfalls zu. Das Problem ist jedoch, dass sich für die meisten kaum Finanzierer finden lassen. Ein Bedürfnis nach günstigeren Fremdfinanzierungen dürften sämtliche touristischen Unternehmen haben.

Die Finanzierungskosten können beispielsweise mit Hilfe von Sicherheiten reduziert werden. Falls sich Investoren aus strategischen Gründen oder aufgrund von Liebhabermotiven mit einer tieferen Rendite zufriedengeben, können ebenfalls tiefere Finanzierungskosten resultieren. Eine weitere Möglichkeit wäre eine kollektive Kapitalaufnahme mehrerer touristischer Unternehmen aus unterschiedlichen Regionen. Resultiert ein genügender Diversifikationseffekt (Abschnitt 4.5.1.1), reduziert sich das Risiko für die Fremdkapitalgeber und die Folge sind geringere Finanzierungskosten.

3.1.4. Fördermittel der neuen Regionalpolitik

Mit der neuen Regionalpolitik fördert der Bund Bergegebiete⁶¹ in ihrer regionalwirtschaftlichen Entwicklung. Grundsätzlich stehen zwei Arten von Fördermitteln zur Verfügung. Für Vorbereitung, Durchführung oder Evaluation von Projekten stehen à-fonds-perdu-Beiträge zur Verfügung. Zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten kann der Bund zinslose oder zinsgünstige Darlehen vergeben. Angesichts der aktuell sehr tiefen Zinsen wurden zuletzt praktisch nur noch zinslose Darlehen vergeben.⁶²

Die Kantone beantragen vom Bund Fördermittel für à-fonds-perdu-Beiträge und für Darlehen.⁶³ Für die Phase 2016 bis 2023 kann der Bund den Kantonen jährlich CHF 40 Mio. für à-fonds-perdu-Beiträge und CHF 50 Mio. für Darlehen zur Verfügung stellen.⁶⁴ Gemäss Erfahrungswerten fließen rund ¼ der à-fonds-perdu-Beiträge und rund ¾ der Darlehen in touristische Projekte.⁶⁵ Aufgrund diverser negativer Faktoren wie Zweitwohnungsinitiative, Frankenstärke, etc. stellte der Bund im Rahmen eines Impulsprogramms 2016 bis 2019 zusätzliche jährliche Mittel von CHF 9.5 Mio. (à-fonds-perdu-Beiträge) bzw. CHF 37.5 Mio.

⁶⁰ RenditeU = Renditeunternehmen, RR = risikogerechte Rendite. Der Pfeil ← beispielsweise bei den Selbsterhaltungsunternehmen zeigt an, dass die betreffenden Unternehmen Wertsteigerungspotenzial aufweisen bzw. das Zeug zum Renditeunternehmen haben. (X) bedeutet: Verfügbarkeit deutlich reduziert.

⁶¹ Nicht nur in Berggebieten, sondern auch in anderen ländlichen Räumen.

⁶² Im Kanton Graubünden entspricht der Zinssatz von NRP-Darlehen dem Kassazinssatz für 10jährige Bundesobligationen abzüglich 1.5%. Falls der Kassazinssatz der Bundesobligation unter 2% liegt, wird auf eine Verzinsung der NRP-Darlehen verzichtet. Vgl. Richtlinie betreffend Gewährung von Förderleistungen gemäss Umsetzungsprogramm Graubünden 2020–2023 zum Bundesgesetz über Regionalpolitik, Kanton Graubünden.

⁶³ Die Beantragung erfolgt gestützt auf ein kantonales Umsetzungsprogramm, meistens auch auf eine kantonale Tourismusstrategie.

⁶⁴ Von den 40 Mio., welche p.a. zur Verfügung stehen, werden ca. 10 Mio. für flankierende Massnahmen eingesetzt. Den Kantonen werden im Rahmen der Programmvereinbarungen knapp 30 Mio. zur Verfügung gestellt.

⁶⁵ <https://regiosuisse.ch/was-unterstuetzt-die-nrp-im-tourismus>

(Darlehen) zur Verfügung. Diese zusätzlichen Mittel wurden von den Kantonen allerdings nicht vollständig abgeschöpft.

Die Kantone erhalten vom Bund einen Globalbetrag zugesprochen, über welchen Sie im Rahmen eines definierten Umsetzungsprogramms und aufgrund definierter Förderkriterien frei verfügen können. Die Evaluation der geförderten Projekte obliegt vollständig dem Kanton. Die Vergabe von Fördergeldern ist an einen Äquivalenzbeitrag des Kantons geknüpft, welcher dem Finanzierungsvolumen des Bundes entspricht. Bei Bundesdarlehen kann der Betrag des Kantons ebenfalls in Form eines Darlehens oder als à-fonds-perdu-Beitrag geleistet werden. In diesem Fall wird der Zinsvorteil des zinslosen Darlehens in einen einmaligen Betrag umgerechnet.

Die Kantone haften für die Hälfte der Bundesdarlehen. Somit trägt der Kanton drei Viertel des Risikos einer NRP-Finanzierung und der Bund ein Viertel. Die maximale Laufzeit für NRP-Darlehen beträgt 25 Jahre. Die Kantone sind frei in der Festlegung der Laufzeiten. Damit für ein Infrastrukturprojekt ein NRP-Darlehen beantragt werden kann, muss dieses auch mit ausreichend Eigenmitteln unterlegt werden. Zudem können die Kantone den Finanzierungsanteil der NRP-Darlehen an den Investitionskosten begrenzen.⁶⁶

Der Bund eröffnet zur Finanzierung der NRP-Fördermittel einen Fonds für Regionalentwicklung. Das Ziel ist eine längerfristige Werterhaltung des Fonds. Wie bereits erwähnt haftet der Kanton für die Hälfte des Bundesbeitrags. Die Kantone ihrerseits können von den Projektumsetzern weitere Sicherheiten verlangen. Es kann sich dabei um Garantien der Standortgemeinden oder um beispielsweise Grundpfandverschreibungen handeln. Der wichtigste Faktor zur Einschätzung der Rückzahlungsfähigkeit des Darlehensnehmers ist seine Ertragskraft. Die Gewährung von NRP-Darlehen wird daher an Mindestwerte für finanzielle Kennzahlen geknüpft.⁶⁷ Maximalwerte für finanzielle Kennzahlen gibt es keine. Das heisst, ein Darlehensnehmer kann zumindest theoretisch nicht zu finanzstark für NRP-Fördermittel sein.

Die Vergabe von NRP-Darlehen ist nicht nur an finanzielle Kennzahlen gebunden, sondern auch an weitere Kriterien wie beispielsweise: Vorliegen Business- und Finanzplan, Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit der Region/Destination, Beitrag zu einer verstärkten Kooperation innerhalb der Destination, Innovationsgehalt, soziale und ökologische Standards, Einschätzung vor dem Hintergrund des Klimawandels, etc.

⁶⁶ Im Kanton St. Gallen darf der NRP-Anteil einen Drittel der Investition nicht übersteigen. Vgl. Strategie zur Unterstützung der kantonalen Seil- und Bergbahnunternehmen durch die Neue Regionalpolitik des Bundes, Kanton St. Gallen. Im Kanton Graubünden wird nach Laufzeit differenziert. Bei einer 10jährigen Laufzeit darf das Bundesdarlehen höchstens 40% der Investitionskosten ausmachen. Bei einer Laufzeit von 15 Jahren oder mehr höchstens 30%. Vgl. Richtlinie betreffend Gewährung von Förderleistungen gemäss Umsetzungsprogramm Graubünden 2020–2023 zum Bundesgesetz über Regionalpolitik, Kanton Graubünden.

⁶⁷ Im Kanton St. Gallen muss der Gesuchsteller eine Kapitalrendite (gemessen als EBITDA / Anschaffungswerte der Infrastruktur) von mindestens 1.7% aufweisen. Vgl. Strategie zur Unterstützung der kantonalen Seil- und Bergbahnunternehmen durch die Neue Regionalpolitik des Bundes, Kanton St. Gallen. Im Kanton Wallis werden Unternehmen mit einer EBITDA-Marge von mehr als 30% gefördert. Für Unternehmen mit einer EBITDA-Marge zwischen 25% und 30% gelten reduzierte Fördermöglichkeiten.

3.1.4.1. Aktuelle Situation

Zwischen 2008 und 2020 hat der Bund Infrastrukturprojekte mit Darlehen von rund CHF 500 Mio. unterstützt. Inklusiv dem Äquivalenzbeitrag der Kantone errechnet sich eine Unterstützung durch Bund und Kantone von rund CHF 1 Mrd. bzw. von mehr als CHF 80 Mio. jährlich. Rund drei Viertel der Finanzierungen gingen an Tourismusvorhaben (davon wiederum über 70% an Bergbahnunternehmen). Rund CHF 60 bis 70 Mio. gingen an Bergbahnprojekte im Kanton Graubünden.

Die wichtigsten NRP-Finanzierungsobjekte sind neben Bergbahninfrastrukturen Wellnessanlagen und Schwimmbäder, Sportanlagen, Schlittelbahnen, Biketrails, Baumwipfelpfade, Kongressinfrastrukturen, Innovationscenter, etc. Eine Förderung von Beherbergungsunternehmen ist grundsätzlich nicht vorgesehen, da diese in den Geltungsbereich der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit fallen. Mögliche Finanzierungsobjekte aus dem Beherbergungssektor sind beispielsweise SAC-Hütten. Wichtig ist in diesen Fällen, dass das Projekt eine nationale oder zumindest überregionale Ausstrahlung besitzt und der Darlehensnehmer keine «klassische» Renditeorientierung aufweist. Weiter muss das Projekt eine hohe regionalwirtschaftliche Bedeutung aufweisen. Dies ist der Grund, wieso beispielsweise auch Feriendörfer über NRP-Fördermittel finanziert werden können.⁶⁸

Von 53 untersuchten Bergbahnunternehmen beanspruchen 24 (45%) Fremdkapitalfinanzierungen von Bund und Kantonen. Aus den Jahresrechnungen der Bergbahnunternehmen ist nicht in allen Fällen ersichtlich, ob es sich dabei um NRP-Finanzierungen handelt. In den meisten Fällen dürfte es sich allerdings um NRP-Darlehen handeln. Aufgrund dieser Unsicherheit wird im Folgenden der Begriff «Kantons- und Bundesdarlehen» verwendet. Dass der Anteil etwas höher als 45% liegt, ist nicht ausgeschlossen. Zum einen könnten Kantons- und Bundesdarlehen ohne Detailangaben in einer Kategorie «übrige langfristige Verbindlichkeiten» oder «nicht verzinsliche Verbindlichkeiten» erfasst sein. Diese sind dann nicht zu identifizieren. Zum anderen könnten NRP-Finanzierungen über eine Tochtergesellschaft aufgenommen sein, welche durch das entsprechende Bergbahnunternehmen nicht konsolidiert wird bzw. nicht konsolidiert werden muss.

Das ausstehende Volumen beträgt für die Unternehmen der Stichprobe aktuell insgesamt CHF 183 Mio. Drei Finanzierungen sind (Stand aktuell) grösser als CHF 10 Mio. Bei den beobachteten Zuschussunternehmen liegt der Anteil mit Kantons- und Bundesdarlehen bei 56%. Bei den Selbsterhaltungsunternehmen liegt der Anteil exakt bei 50%. Von den Renditeunternehmen nutzen drei Kantons- und Bundesdarlehen. Es ist dazu zu erwähnen, dass zwei davon bei der Gewährung der Darlehen wohl noch nicht zu den Renditeunternehmen gehört haben. Beim dritten Renditeunternehmen handelt es sich um die Jungfraubahnen Gruppe, welche für den Bau des ÖV-Terminals in Grindelwald eine NRP-Finanzierung beansprucht. Abbildung 6 zeigt die Entschuldungsdauer mit und ohne Bundes- und Kantonsdarlehen. Die Unternehmen sind nach ihrer Kapitalrendite bzw. Ertragskraft angeordnet. Das erste Bergbahnunternehmen ganz links (tiefste Kapitalrendite) hat eine mit dem verzinslichen Fremdkapital berechnete Entschuldungsdauer von 7.7 Jahren (hellblaue Säule). Mit Berücksichtigung der Bundes- und Kantonsdarlehen steigt die Entschuldungsdauer auf

⁶⁸ Zum Beispiel der Bau des Reka-Feriendorfs in Blatten-Belalp 2014.

Bergbahnunternehmen sehr gut ausgefallen ist, würde die in Cashflows ausgedrückte Entlastung des Schuldendienstes im Mehrjahresdurchschnitt noch stärker ausfallen. Alles in allem ist festgehalten, dass die zinslosen Darlehen den Unternehmen erstens den Vorteil einer langen Laufzeit bringen und zweitens eine substantielle Reduktion des Schuldendienstes.

Von der Bergbahnbranche her kommt oft die Forderung nach mehr à-fonds-perdu-Beiträgen anstelle von zinslosen Darlehen, wodurch die Kapitalamortisationen wegfallen würden. Wird das erwähnte CHF 4 Mio. Darlehen durch einen à-fonds-perdu-Beitrag ersetzt, reduziert sich der Schuldendienst um 100 Prozent auf null. Es liegt somit auf der Hand, dass à-fonds-perdu-Beiträge eine höhere Förderwirkung erreichen als zinslose Darlehen. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass ein Ersatz der zinslosen Darlehen durch à-fonds-perdu-Beiträge nicht mit dem Grundsatz vereinbar ist, dass der Wert des Fonds für Regionalentwicklung erhalten bleiben kann. Genauer ausgedrückt: Der Wert des Fonds könnte schon erhalten bleiben, aber die Werte lassen sich nicht realisieren. Würde man rückzahlbare Darlehen vermehrt durch à-fonds-perdu-Zahlungen ersetzen, wäre es sicherlich wichtig, dass nicht noch zusätzlich die Förderkriterien aufgeweicht werden. Ansonsten bestünde sicherlich die Gefahr, dass zunehmend schlechte, kaum zukunftssträchtige Projekte realisiert würden. Die Unterstützung von Projekten mit zinslosen Darlehen durch Bund und Kantone führt immer zu einem Markteingriff. Unabhängig davon ob Beschneiungsinfrastruktur oder ein Feriendorf finanziert wird, verspricht sich die entsprechende Destination ein Plus an Gästen. Diese Gäste fehlen danach zumindest teilweise in anderen Skigebieten. Ein à-fonds-perdu-Beitrag ist unter sonst gleichen Bedingungen ein noch stärkerer Eingriff in den Markt als die Gewährung eines zinslosen Darlehens. Es gibt jetzt schon viele «gute» Bergbahnunternehmen, welche Mühe mit der Unterstützung der Schwachen haben. Ein Wechsel zu mehr à-fonds-perdu-Beiträgen würde dieses Unbehagen weiter verstärken.

Tabelle 6 zeigt eine Schätzung der Investitionen, welche dank NRP-Finanzierungen ausgelöst wurden. Da die NRP-Darlehen rund einen Drittel der jeweiligen Investitionskosten ausmachen, haben die NRP-Darlehen von rund CHF 1 Milliarde zwischen 2008 und 2020 rund CHF 3 Milliarden an Investitionen ausgelöst. Wie bereits erwähnt, finanzieren rund drei Viertel der Darlehen Bergbahninfrastrukturen. Von den in Abbildung 6 erfassten NRP-Darlehen gehen zwar mehr als 20% an Renditeunternehmen. Es handelt sich dabei entweder um einen Spezialfall oder um Unternehmen, welche zum Zeitpunkt der Darlehensgewährung noch keine Renditebahnen waren. Grundsätzlich sind NRP-Finanzierungen von Renditebahnen selten. Die übrigen in Abbildung 6 erfassten NRP-Darlehen teilen sich in etwas hälftig auf Zuschuss- und Selbsterhaltungsunternehmen auf. Bei den Zuschussunternehmen und den «schlechteren» Selbsterhaltern ist stark zu bezweifeln, ob die Projektfinanzierung ohne NRP zustande gekommen wäre. Im Falle von dringenden «Muss-Investitionen» wären sicherlich grösstenteils Gemeinden oder andere lokale Nutzniesser als Finanzierer eingesprungen. Auf «Kann-Investitionen» wäre wohl in vielen Fällen verzichtet worden. Ohne NRP-Darlehen hätte die Stanserhornbahn AG zwar eine neue Pendelbahn aufs Stanserhorn gebaut, auf die Mehrkosten für die «Innovation» Cabrio-Bahn hätte man allerdings verzichtet.

Aufgrund der Zusammensetzung der Empfänger der NRP-Darlehen kann vereinfacht geschätzt werden, dass ca. die Hälfte der Investitionen ohne NRP-Unterstützung nicht getätigt worden wäre. Dies bedeutet, dass Investitionen mit einem Volumen von ca. CHF 1.5 Mrd. auch ohne NRP-Unterstützung möglich gewesen

wären. In diesem Fall hätten verschiedene Finanzierungsquellen als Alternative beansprucht werden müssen. Tabelle 6 zeigt eine mögliche Verteilung auf verschiedene Finanzierungsquellen. Wird beispielsweise davon ausgegangen, dass 15% bzw. 225 Mio. über Cashflows finanziert worden wären, fehlen diese Mittel für andere Investitionsprojekte. Diese Investitionen sind daher auch durch die NRP-Fördermittel gesichert.

Tabelle 6: Mit NRP-Darlehen ausgelöste Investitionen 2008 bis 2020⁷¹

Darlehen und Gesamtinvestitionen	In CHF	in %
NRP Darlehen (Bund & Kantone)	1'000'000'000	33.3%
Gesamtinvestitionen	3'000'000'000	100.0%
Wer ist der Empfänger der Darlehen?		
Bergbahnunternehmen	2'250'000'000	75.0%
<i>davon Zuschussbetriebe</i>	1'125'000'000	37.5%
<i>davon Selbsterhaltungsbetriebe</i>	1'125'000'000	37.5%
andere Unternehmen	750'000'000	25.0%
Würden die Projekte auch ohne NRP finanziert?		
Anteil Projekte, welche ohne NRP nicht finanziert würden	1'500'000'000	33.3%
Anteil Projekte, welche auch ohne NRP finanziert würden	1'500'000'000	66.7%
Wie würden die Projekte alternativ finanziert?		
Bankfinanzierungen	225'000'000	15.0%
Finanzierungen durch die Gemeinde (EK oder FK)	750'000'000	50.0%
Aktienkapitalerhöhung (ohne Gemeinde)	300'000'000	20.0%
Finanzierung durch den Cashflow	225'000'000	15.0%
Total	1'500'000'000	100.0%
Was wäre mit den alternativen Finanzierung ansonsten finanziert worden?		
Bankfinanzierungen: NRP-Zinsvorteil gegenüber	90'000'000	
Bankfinanzierung wird zu 100% in andere Projekte investiert, Verschuldungspotenzial nicht andersweitig verfügbar		
Gemeinden: Rund zwei Drittel der Finanzierung würde in andere touristische Projekte investiert	500'000'000	
Aktienkapital: Rund zwei Drittel der Finanzierung würde in andere touristische Projekte investiert	200'000'000	
Cashflow: Der gesamte Betrag würde in andere Projekte investiert	225'000'000	
Total	1'015'000'000	
Welche Investitionen wurden (nur) dank NRP realisiert?	2'515'000'000	

Insgesamt ist damit zu rechnen, dass dank den NRP-Darlehen Investitionen von rund CHF 2.5 Mrd. gesichert wurden, was einem Multiplikator von ca. 2.5 entspricht. Diese Investitionen setzen sich einerseits aus den CHF 1.5 Mrd. zusammen, welche ohne NRP nicht finanziert worden wären. Andererseits sichern die NRP-Darlehen rund CHF 1 Mrd. an weiteren Investitionen ab, welche ohne die NRP-Unterstützung nicht möglich gewesen wären. Es ist zu berücksichtigen, dass in Tabelle 6 nur die Investitionen der Darlehensnehmer berücksichtigt sind. Investitionsprojekte werden auch bei weiteren Leistungsträgern Projekte auslösen. Diese Effekte sind schwierig zu quantifizieren, können jedoch dem Nutzen der NRP-Förderung zugeschrieben

⁷¹ Es sind nur die direkten Investitionen, d.h. die Investitionen beim Darlehensnehmer berücksichtigt. Die Aufteilung der Empfänger in Bergbahnunternehmen und anderen Unternehmen entstammt dem Interview mit Annette Christeller Kappeler (SECO). Bei den Selbsterhaltungsunternehmen sind vereinzelt auch Renditeunternehmen enthalten.

werden. Der Kanton Graubünden rechnet damit, dass NRP-Fördermittel einen Multiplikator Effekt von 2.5 bis 3.8 aufweisen.⁷²

Bisher ist es im Zusammenhang mit NRP-Darlehen nur zu sehr geringen Ausfällen gekommen. Die Ausfälle scheinen eher zufällig verteilt und konzentrieren sich nicht auf eine Kategorie bestimmter Förderobjekte, Regionen, etc. Sowohl für die zinslosen Darlehen als auch für à-fonds-perdu-Beiträge erhalten Bund und Kantone keine Entschädigung für das eingegangene Risiko. Für Bürgschaften der Schweizer Bürgschaftsgenossenschaften zahlen KMU eine Risikoprämie von 1.25%. Die Verrechnung einer Risikoprämie in ähnlichem Umfang würde den Zinsvorteil zinsloser Darlehen reduzieren. Für gute Selbsterhaltungsunternehmen wäre der Zinsvorteil gegenüber einem Bankkredit praktisch eliminiert. Für «schlechtere» Selbsterhaltungsunternehmen würde der Zinsvorteil der zinslosen Darlehen wohl rund halbiert. Die NRP-Darlehen würden auf jeden Fall deutlich an Attraktivität verlieren. Bei einem Fördervolumen von beispielsweise CHF 500 Mio. würde eine Risikoprämie von 1.25% einen jährlichen Ertrag von CHF 6.25 Mio. einbringen. Eine alternative Möglichkeit bestünde darin, dass eine gewinnabhängige Zins- bzw. Risikoprämienkomponente vereinbart würde. Ab einem bestimmten im Voraus definierten EBITDA, wäre ein zusätzlicher Zins zu bezahlen. Bund und Kantone würden so eine Entschädigung für das eingegangene Risiko erhalten.

Ein weiterer Ansatzpunkt ist die Amortisationsdauer. Der Darlehensnehmer kann die NRP-Finanzierungen schneller amortisieren als vorgesehen. Dies macht beispielsweise Sinn, wenn die mit dem Projekt budgetierten Ertragssteigerungen stärker ausfallen als erwartet. Dass der Bund bzw. der Kanton eine vorzeitige bzw. schnellere Amortisation verlangen kann, ist jedoch nicht möglich. Eine vorzeitige Amortisation würde das Risiko der Darlehensgeber reduzieren. Zudem stehen die amortisierten Mittel wieder anderen Förderprojekten zur Verfügung.

3.1.5. Darlehen Family & Friends

3.1.5.1. Aktuelle Situation

Fremdkapitalfinanzierungen von Dritten bzw. aus der sogenannten Kategorie «Family & Friends» beanspruchen die 53 beobachtete Bergbahnunternehmen im Umfang von rund CHF 129 Mio. Kapitalgeber ist in diesen Fällen weder eine Bank, noch Bund und Kanton. Tabelle 7 zeigt die Verteilung nach Kapitalgeber. Welche Kapitalgeber in der Kategorie «übrige» vertreten sind, ist nicht klar. Es kann sich dabei auch um Lieferanten, Aktionäre oder Gemeinden handeln. Gemeinden sind oft auch Aktionäre der Bergbahnunternehmen. In der Kategorie «Aktionäre» können daher auch Darlehen der Gemeinden enthalten sein. Einige Bergbahnunternehmen geben zu Finanzierungen von Gemeinden, Aktionären und Lieferanten an, ob diese verzinslich oder unverzinslich sind. Eine Unterteilung ist jedoch nicht für alle Fälle möglich.

⁷² CHF 84 Mio. an NRP-Mittel sollen erfahrungsgemäss zu einem Investitionsvolumen von CHF 210 bis 320 Mio. führen. Vgl. Neue Regionalpolitik im Kanton Graubünden - Umsetzungsprogramm Graubünden 2016 bis 2023, Kanton Graubünden.

Tabelle 7: Fremdfinanzierungen durch Dritte⁷³

Fremdkapitalgeber	Anzahl Bergbahnunternehmen	Volumen (in TCHF)
Gemeinde	9	42'641
Lieferanten	2	1'606
Aktionäre/Organe	10	40'887
übrige	14	44'276

Die Fremdkapitalfinanzierungen von Dritten entsprechen rund 70% der Darlehen von Bund und Kantonen und stellen daher auch eine wichtige Finanzierungsquelle dar. In der Kategorie der Zuschussunternehmen liegt der Anteil von Unternehmen mit Fremdkapitalfinanzierungen von Dritten bei 69%, bei den Selbsterhaltungsunternehmen bei 45% und bei den Renditeunternehmen 0%. Es zeigt sich auch bei diesen Finanzierungen, dass in erster Linie die renditeschwachen Unternehmen, welche auch darauf angewiesen sind, profitieren.

Finanzierungen durch Lieferanten (als Darlehen oder auch als Aktienbeteiligung) dienen oft dem Ziel, die Realisierung des Projekts zu retten, beispielsweise, weil ein anderer Kapitalgeber abspringt. Die Gewährung eines Darlehens hat in diesen Fällen den Charakter eines Zahlungsaufschubs. Eine Aktienbeteiligung des Lieferanten erfolgt anstelle eines Rabatts. Für das Bergbahnunternehmen kann das dadurch erzielte Eigenkapital andere Finanzierungen begünstigen. Zudem kann es ein positives Signal für andere Aktionäre sein, wenn ein Seilbahnhersteller Aktien zeichnet. In der Hotellerie sind Finanzierungen durch die Lieferanten eher selten. Falls Hotelbetriebe Rechnungen von Handwerkern nicht bezahlen können, kommt es vor, dass die offene Rechnung mit einem Zahlungsaufschub als Finanzierung stehen bleibt.

Ein gutes Beispiel für Darlehen Family & Friends aus der Hotellerie ist die Militärkantine in St. Gallen. Ein Hotelumbau mit totalen Investitionskosten von CHF 2.4 Mio. wurden CHF 0.5 Mio. über so genannte Bett- und Kissendarlehen finanziert.⁷⁴ Es handelt sich dabei um Darlehen mit Naturalrendite. Wahlweise kann der Darlehensgeber eine Barverzinsung von 2% oder einer Verzinsung in «Naturalien» von 3% beziehen. Die Darlehen können beidseitig gekündigt werden, frühestens nach drei Jahren. Die Kündigungsfrist hängt vom Darlehensbetrag ab. Je höher der Darlehensbetrag, umso länger die Kündigungsfrist. Neben den Bett- und Kissendarlehen standen auch Zimmer-Aktien zur Zeichnung. Insgesamt konnten 400 Kleininvestoren angesprochen werden, vorwiegend aus dem Kanton St. Gallen, dank persönlicher Kontakte der Initianten aber auch aus dem Ausland. Vom Charakter her ist die gewählte Finanzierung vergleichbar mit Crowdfunding.

Da einzelne Betriebe der Hotellerie und Gastronomie in der Regel keine Systemrelevanz aufweisen, ist eine Finanzierung durch die Gemeinde deutlich weniger wahrscheinlich als bei Bergbahnunternehmen. Gemeindefinanzierungen von Hotelbetrieben liegen am ehesten in Fällen vor, in welchen ein Beherbergungsbetrieb auch öffentlich zugängliche Infrastruktur anbietet, wie beispielsweise ein auch Nicht-Hotelgästen zur Verfügung stehendes Schwimmbad. So finanziert die Gemeinde St. Luc (Val d'Anniviers)

⁷³ Quelle: Geschäftsberichte. Die Auswertung basiert auf den Angaben aus den Geschäftsberichten. Es heisst nicht unbedingt, dass nur zwei Bergbahnunternehmen ein Darlehen von Lieferanten beanspruchen. Andere Bergbahnunternehmen könnten Darlehen von Lieferanten unter der Kategorie «übrige» führen. Weiter gilt es zu berücksichtigen, dass die Gemeinden in einigen Fällen Aktien der Bergbahnunternehmen halten. Ein Darlehen der Gemeinde kann daher auch in der Kategorie «Darlehen von Aktionären» geführt werden.

⁷⁴ Jahrbuch der Schweizer Hotellerie 2015.

beispielsweise eine auch für externe Gäste zugängliche Wellnessanlage im Hotel du Cervin. Ein weiteres Motiv dafür, dass Gemeinden Beherbergungsbetriebe mitfinanzieren, ist ein Mangel an warmen Betten. So hat beispielsweise die Standortgemeinde den Bergbahnen in Leysin ein zinsloses Darlehen zum Kauf bzw. zur Rettung von zwei Hotelbetrieben gegeben. Dass die Bergbahnen, welche sehr stark an warmen Betten interessiert sind, die Hotels übernehmen, ist aus Gemeindesicht sicherlich ein Vorteil.

Eine Studie des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ) der Hochschule Luzern analysierte per Ende 2016 Finanzierungen von Schweizer Gemeinden. 62% der Fremdfinanzierungen erhalten Schweizer Gemeinden von den Banken.⁷⁵ Institutionelle Investoren gewähren etwas mehr als 30% der Finanzierungen. Dazu gehören in erster Linie Pensionskassen, SUVA, AHV-Ausgleichsfonds und Versicherungen. Die Auswertungen der IFZ-Studie fokussieren auf die Deutschschweiz und erfolgen nach Kantonen separiert. Im berglastigen Kanton Graubünden liegt der Anteil der institutionellen «nur» bei 18%. Das Wallis ist nicht separat ausgewiesen und gehört der Gruppe «andere Kantone» an. Im Vergleich zu den Bankfinanzierungen sind die Laufzeiten der Darlehen von institutionellen Anlegern tendenziell langläufiger und damit etwas teurer. Für vergleichbare Laufzeiten liegt die Verzinsung der Darlehen institutioneller Anleger hingegen tendenziell tiefer.

Es handelt sich bei den Darlehen von Institutionellen in der Regel um nicht amortisierbare und nicht besicherte Festzinsdarlehen. Covenants enthalten die Darlehen keine, da der Markt dies nicht akzeptiert. Kredit ist kein knappes Gut und dementsprechend ist der Markt umkämpft. Aufgrund der fehlenden Besicherung und der langen Laufzeit kommen als Darlehensnehmer Gemeinden mit einem Rating von mindestens A- in Frage. Die meisten institutionellen Investoren beziehen die Ratings von Drittanbietern. Die Laufzeiten liegen oft bei 10 Jahren.

Die Darlehen sind nicht zweckgebunden. Es steht den Gemeinden daher grundsätzlich frei, ob sie die Mittel zur Finanzierung touristischer Infrastruktur verwenden oder sogar an touristische Unternehmen ausleihen. Dieses Vorhaben hat die Gemeinde Arosa verfolgt. Die Gemeinde hat ein Darlehen bei einem institutionellen Investor über CHF 2 Mio. aufgenommen und diese zu unveränderten Konditionen an die Arosa Bergbahnen AG weitergegeben. Gegenüber einer durch das Bergbahnunternehmen aufgenommenen Bankfinanzierung fielen die Finanzierungskosten rund 0.5% günstiger aus. Anlass der Finanzierung war der Ausbau der technischen Beschneigung. Das Gemeindeparlament hat der Darlehensaufnahme der Gemeinde einstimmig zugestimmt.

Die Arosa Bergbahnen sind für die Gemeinde, welche rund 20% der Aktien am Bergbahnunternehmen hält, systemrelevant. Vor einigen Jahren hat die Gemeinde die Aktien vom Finanz- ins Verwaltungsvermögen transferiert. Dies ist ein starkes Signal die Bergbahnen zu unterstützen. Da alle im Dorf wissen, wie wichtig die Schneesicherheit für die Erträge aller Leistungsträger ist, ist der Ausbau der Beschneigung sicherlich am besten geeignet als Finanzierungsobjekt einer über die Gemeinde aufgenommenen Finanzierung. Die Finanzierung einer Transportanlage wäre sicherlich auch über eine Gemeindefinanzierung möglich gewesen. Problematisch wäre eine Finanzierung von Gastronomie- oder Apres Ski-Infrastruktur, weil die Arosa

⁷⁵ Christoph Lengwiler & Stefan Grob (2017), Finanzierung von mittelgrossen Gemeinden 2016, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, Hochschule Luzern.

Bergbahnen in diesem Segment mit anderen Leistungsträgern innerhalb der Gemeinde im Wettbewerb stehen.

3.1.5.2. Fazit

Auf die zentrale Bedeutung der Kategorie Family & Friends für die Eigenkapitalfinanzierung wurde in den Abschnitten 3.1.2.2.3 und 3.1.2.2.5 bereits eingegangen. Die Auswertungen in diesem Abschnitt belegen zumindest für die Seilbahnunternehmen auch eine wichtige Bedeutung für die Fremdkapitalfinanzierungen. In der Beherbergungsindustrie liegt der Schwerpunkt bei Infrastruktur mit einer Mischnutzung, d.h. Infrastruktur, welche sowohl von Hotelgästen als auch von externen Gästen benutzt werden können. Family & Friends-Finanzierungen auf Stufe Fremdkapital sind aus Unternehmenssicht durchaus positiv zu beurteilen. Noch besser wäre es jedoch, wenn das Family & Friends-Kapital in Form von Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird.

3.1.6. Darlehen der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit

Die Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (SGH) ist per Ende 2019 mit einem Eigenkapital von rund CHF 46 Mio. ausgestattet. Vom Bund steht der SGH ein Darlehen zur Verfügung. Gemäss Bundesgesetz über die Förderung der Beherbergungswirtschaft Art. 14 Abs. 1 steht dieses Darlehen der SGH zinslos zur Verfügung. Per Ende 2019 beträgt das Darlehen rund CHF 230 Mio. Der gesetzliche Auftrag der SGH besteht darin Darlehen an Hotelbetriebe in Fremdenverkehrsgebieten zu vergeben. Die Finanzierungen der SGH sind nachrangig und sogenannten subsidiär. Dies bedeutet, dass die SGH Projekte nicht im Alleingang finanziert, sondern im Nachrang gegenüber Bankfinanzierungen. Im Fokus der SGH liegen Hotelbetriebe, welche über eine gesunde Ertragslage verfügen, gleichzeitig aber eine Eigenkapitallücke aufweisen. Dies bedeutet, dass die Kunden der SGH mindestens Selbsterhaltungsunternehmen sein sollten bzw. allenfalls Zuschussunternehmen an der Schwelle zu den Selbsterhaltern. Neben vielen Selbsterhaltungsunternehmen gehören auch einige Renditeunternehmen zu den Kunden der SGH. Banken können üblicherweise bis zu rund 60% des Ertragswerts finanzieren. Falls der Rest der Investition (bis 100% des Ertragswerts und die Differenz zwischen Investitionssumme und Ertragswert) nicht mit Eigenkapital zu decken ist, kann die SGH die Finanzierungslücke teilweise schliessen, maximal bis zum Ertragswert. Verluste auf den von der SGH vergebenen Darlehen trägt der Bund, falls die Bestimmungen bei der Darlehensvergabe eingehalten wurden und die SGH ihren Sorgfaltspflichten nachgekommen ist. Mindestens seit 2009 hat die SGH dem Bund keine Verluste auf dem Darlehen belastet.⁷⁶ Die SGH hat einen Ruf sehr vorsichtig zu sein. In einigen Fällen führt dies dazu, dass sich Hotelbetriebe, unter der Voraussetzung einer ausreichenden Ertragskraft nach anderen Finanzierungsmöglichkeiten bzw. nach anderen mezzaninen Kapitalgebern umsehen. Teilweise werden diese im Bereich von Family Office oder HNWI fündig, welche gegenüber der SGH zwar teurere nachrangige

⁷⁶ Quelle: Geschäftsberichte SGH.

Darlehen sprechen. Vorteile können jedoch in einer erhöhten Flexibilität und in einer rascheren Verfügbarkeit der Mittel liegen (Abschnitt 3.2.3).

3.1.6.1. Aktuelle Situation

Per Ende 2019 hat die Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (SGH) ein ausstehendes Darlehensvolumen von CHF 194 Mio. Die im Jahr 2019 neu gewährten Darlehen im Umfang von rund CHF 64 Mio. weisen im Durchschnitt ein Volumen von CHF 1.1 Mio. aus. Bei 40% der mit SGH-Darlehen finanzierten Projekten handelt es sich um Hotelneubauten (inkl. Kapazitätserweiterungen). In 52% der Fälle geht es um Hotelerneuerungen und in weiteren 8% der Fälle ist der Finanzierungsanlass ein Hotelkauf.

Neben dem Finanzierungsgeschäft erbringt die SGH auch Beratungsdienstleistungen. Im Jahr 2019 wurde ein Honorarertrag von knapp CHF 400'000 erwirtschaftet. Die von der SGH im Jahr 2019 erstellten Unternehmensbewertungen, Gutachten, Machbarkeitsstudien, etc. beziehen sich auf ein realisiertes Projektvolumen von CHF 424 Mio. Das gesamte Finanzierungsvolumen der von der SGH mitfinanzierten Projekte betrug im Jahr 2019 CHF 294 Mio. Die SGH-Finanzierungen machen daran einen Anteil von 18% aus. Die Anteile von Eigenkapital und Bankfinanzierungen liegen bei 34% bzw. 48%.

Im Jahr 2019 resultierten aus den Darlehen Zinserträge (inkl. Gebühren) von rund CHF 3.6 Mio. Hinzu kommen Erträge aus Dienstleistungen und Finanzanlagen, so dass ein Bruttoerlös von ca. CHF 4 Mio. resultiert. Diesem Ertrag stehen Personal- und Sachaufwendungen von CHF 2.9 Mio. gegenüber. Per Ende 2019 bestehen Wertberichtigungen und Rückstellungen von CHF 30.4 Mio., was in etwa 16% der ausstehenden Darlehen entspricht.

3.1.6.2. Fazit

Sowohl für Banken als auch beispielsweise für institutionelle Investoren als vorrangige Fremdkapitalgeber können SGH Finanzierungen Sicherheit schaffen und so Finanzierungen begünstigen. Banken können SGH-Darlehen zur Berechnung der Auslastung der Verschuldungskapazität ausklammern. Aufgrund der der SGH zugesprochenen Fachkompetenz kann ein Engagement der SGH für andere Kapitalgeber eine positive Signalwirkung aufweisen.

Hochrechnungen zu Folge war die SGH in der Periode 2007 bis 2012 an rund 30% der Hotellerieinvestitionen in den Berggebieten beteiligt. Im Jahr 2019 haben SGH-Finanzierungen von rund CHF 64 Mio. ein Investitionsvolumen von fast CHF 300 Mio. ermöglicht. Dies entspricht einem Multiplikator von rund 5. Die entscheidende Frage ist allerdings, wie viele dieser Investitionen auch ohne Mitwirkung der SGH zustande gekommen wären. Gerade für Renditeunternehmen und die «besten» Selbsterhaltungsunternehmen muss davon ausgegangen werden, dass die Investitionen auch ohne SGH finanziert worden wären. Es gilt zu berücksichtigen, dass die SGH zum Teil über das Beratungsmandat zum Finanzierungsmandat kommt. In diesen Fällen ist es möglich, dass die Banken den SGH-Teil ebenfalls mitfinanziert hätten. In der Mehrheit der Fälle dürfte die SGH allerdings eine wichtige Rolle für die Ermöglichung der Investitionen spielen. Es

stellt sich grundsätzlich die Frage, ob und unter welchen Bedingungen die SGH die Förderwirkung mit der Inkaufnahme etwas grösserer Risiken verbessern könnte. Oder ob SGH-Finanzierungen mit mezzaninen Finanzierungen anderer Kapitalgeber gekoppelt werden könnten.

3.1.7. Quersubventionierung durch Immobilienverkäufe

Einer Studie von BHP zu Folge ist bei neuen Beherbergungsprojekten rund ein Viertel des investierten Kapitals über den operativen Betrieb nicht rentabilisierbar.⁷⁷ Dies ist ein Grund dafür, dass Querfinanzierungen durch Immobilienverkäufe eine wichtige Rolle in der Finanzierung von Investitionen in Beherbergungsbetriebe übernommen haben. BHP schätzte 2013 ein jährliches Querfinanzierungsvolumen zwischen CHF 60 und 120 Mio., was ca. 15 bis 30% des damaligen Investitionsvolumens entspricht.

Das Spektrum an Optionen der Querfinanzierung von Beherbergungsbetrieben durch Immobilienverkäufe ist vielseitig.⁷⁸ Dem Verkauf von Land oder Wohnungen zwecks Eigenmittelbeschaffung kommt dabei eine wichtige Rolle zu. Mögliche Ausprägungen sind beispielsweise:

- **Verkauf von Zweitwohnungen zur Eigenmittelbeschaffung:** Hier wird bereits bei der Projektplanung der Verkauf von Eigentumswohnungen oder Chalets einkalkuliert, um die notwendigen Eigenmittel für die Investition zu beschaffen. Der Fokus der Investition liegt auf dem Beherbergungsbetrieb, der Bau der Zweitwohnungen dient lediglich als Mittel zum Zweck.
- **Verkauf von bewirtschafteten Wohnungen:** Dies bedeutet ebenfalls eine Querfinanzierung in dem Sinne, dass Käufer in der Regel bereit sind, eine Rendite zu akzeptieren, die unter den marktüblichen Anlagerenditen liegt. Grund dafür ist, dass sie die Differenz zur Marktrendite durch die Eigennutzung der Wohnung als Naturaldividende auffangen.

3.1.7.1. Aktuelle Situation

Die Möglichkeiten zur Querfinanzierung von Beherbergungsbetrieben wurde durch die Annahme und Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative (Verfassungsartikel über die Zweitwohnungen (Art. 75b BV), durch die **Übergangsverordnung** (ab 1.1.2013 in Kraft) und die Verordnung über Zweitwohnungen vom 22. August 2012 und dem Zweitwohnungsgesetz (ZWG, ab 1. 1. 2016 in Kraft) grundlegend eingeschränkt. Das ZWG regelt die Zulässigkeit des **Baus neuer Wohnungen** sowie die **Änderung bestehender Wohnungen** in Gemeinden mit einem Zweitwohnungsanteil von über 20%. Die knapp 600 Gemeinden (572 bei Gemeindestand 01.01.2019), die unter das Gesetz fallen, befinden sich vorwiegend in Tourismusgemeinden in den Alpen oder dem Jurabogen (Abbildung 7). Die betroffenen Gemeinden können in drei Typen (siehe

⁷⁷ BHP (2013) Tourismusfinanzierung ohne Zweitwohnungen: Auswirkungen der Zweitwohnungsinitiative auf die Finanzierung von Beherbergungsbetrieben und Tourismusinfrastrukturen Schlussbericht zuhanden des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO

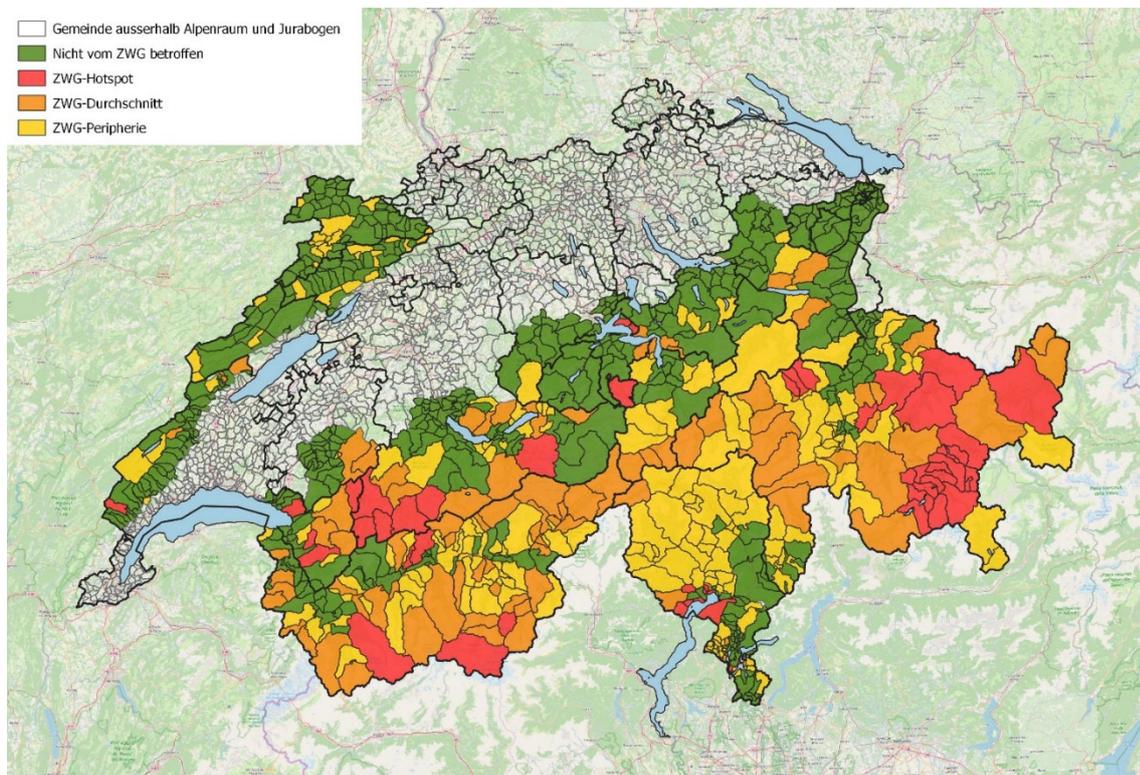
⁷⁸ BHP (2013) Tourismusfinanzierung ohne Zweitwohnungen: Auswirkungen der Zweitwohnungsinitiative auf die Finanzierung von Beherbergungsbetrieben und Tourismusinfrastrukturen Schlussbericht zuhanden des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO

ZWG Studien durch SECO und ARE beauftragt 2019) eingeteilt werden, die jeweils auch die potentielle Relevanz für Querfinanzierungen reflektieren.⁷⁹

- **Hotspots:** Tourismusgemeinden mit margenstarkem Zweitwohnungsgeschäft. Typischerweise liegen die Wohnungspreise über CHF 9'000/m².
- **Mittel:** Tourismusgemeinden mit durchschnittlichem Zweitwohnungsgeschäft. Die Wohnungspreise liegen zwischen CHF 6'000 – 9'000/m².
- **Peripherie:** Tourismusgemeinden mit vernachlässigbarem Zweitwohnungsgeschäft. In diesen Gemeinden sind die Zweitwohnungen eher ein Ergebnis von Abwanderung als von touristischer Attraktivität. Entsprechend ist das Geschäft nicht von Immobilienentwicklern getrieben wie in den anderen beiden Typen.

Für die Querfinanzierung durch Zweitwohnungen gilt: Je höhere Margen in der Destination im Zweitwohnungsgeschäft erzielt werden können, desto höher ist das Potenzial zur Mitteleroirtschaftung im Rahmen von Querfinanzierungen.

Abbildung 7: ZWG Gemeinden im Alpenraum und Jurabogen



Seit der Einführung des ZWGs hat sich folgendes geändert. Neubauprojekte im Bereich der Hotellerie, Parahotellerie oder qualifiziert bewirtschaftetem Wohnen können weiterhin von der Querfinanzierung durch Wohnungen ohne Nutzungsbeschränkungen profitieren. Gemäss Art. 8 Abs. 1 ZWG dürfen sogenannte «strukturierte Beherbergungsbetriebe» (also Hotels, Resorts, Feriendörfer) Zweitwohnungen ohne Nutzungsbeschränkung bzw. Nutzungsaufgabe zur Querfinanzierung des Betriebs erstellen. Diese Zweitwohnungen müssen nicht bewirtschaftet werden. Sie können frei verkauft werden. Es spielt dabei keine

⁷⁹ ZVG-Studien durch SECO und ARE beauftragt im Jahr 2019.

Rolle, ob der Beherbergungsbetrieb neu erstellt wird oder ob es sich um einen bestehenden Betrieb handelt. Jeder strukturierte Beherbergungsbetrieb verfügt vereinfacht gesagt unter den gegebenen Voraussetzungen über ein Kontingent an unbeschränkt nutzbaren Zweitwohnungen zur Querfinanzierung des Betriebs. Massgebend ist, dass die Hauptnutzfläche (HNF) der Wohnungen, welche zur Querfinanzierung gedacht sind, nicht mehr als 20 Prozent der gesamten (künftigen) Hauptnutzfläche der Zimmer und der Wohnungen beträgt (Art. 8 Abs. 1 lit. c ZWG). Baubehörden können solche Wohnungen aber nur bewilligen, wenn der Betrieb die weiteren Voraussetzungen kumulativ erfüllt (Art. 8 Abs. 1 lit. a, b, d, e ZWG):

- der Betrieb kann nur mit dem Ertrag aus der Erstellung (d.h. aus dem Verkauf oder der Vermietung) solcher Wohnungen wirtschaftlich geführt oder weitergeführt werden
- der Eigentümer bzw. der Betreiber erbringen den Nachweis, dass der Ertrag aus den Wohnungen in den Bau oder Betrieb der strukturierten Beherbergung investiert wird
- die Wohnungen mit dem strukturierten Beherbergungsbetrieb bilden eine bauliche und funktionale Einheit, es sei denn, Gründe des Ortsbild- oder Denkmalschutzes stehen dem entgegen
- es stehen keine überwiegenden Interessen entgegen

Für sogenannte «altrechtliche Betriebe» (Art. 8 Abs. 4 ZWG), welche am 11. März 2012 bereits Bestand hatten, gilt eine etwas grosszügigere Regelung. In diesem Fall können 50 Prozent der Hauptnutzfläche des Betriebs in Wohnungen ohne Nutzungsbeschränkung umgewandelt werden. Dies darf unter folgenden Voraussetzungen geschehen:

- das Hotel kann nicht mehr wirtschaftlich weitergenutzt werden
- es kann auch nicht in touristisch bewirtschaftete Wohnungen umgenutzt werden und
- es gibt kein Fehlverhalten von Eigentümer / Betreiber und
- es bestehen keine entgegenstehenden überwiegenden Interessen.

Die Erfüllung der obig aufgelisteten Voraussetzungen muss durch ein Gutachten «bewiesen» werden. Das Gutachten hat vor allem Auskunft zu geben zur gegenwärtigen und künftigen Wirtschaftlichkeit des Betriebs bzw. der Betriebe und zur Querfinanzierung und Verwendung der Erträge. Als Gutachterin agiert die Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit SGH. Bei Wohnungen in geschützten („ortsbildprägenden“) Bauten ist theoretisch eine hundertprozentige Umnutzung möglich (Art. 9 ZWG).

Es kann festgehalten werden, dass Beherbergungsbetriebe mit dem ZWG weniger Zweitwohnungen verkaufen können. Die Möglichkeit Finanzierungslücken über Querfinanzierungen zu schliessen und auf diesem Weg das notwendige Eigenkapital zu beschaffen, ist durch das ZWG markant reduziert. Die Ergebnisse einer standardisierten Umfrage zeigen, dass gut die Hälfte der befragten Beherbergungsbetriebe in den ZWG-Gemeinden diese Einschätzung teilen. In den Nicht-ZWG-Gemeinden ist der zustimmende Anteil hingegen deutlich kleiner. Zehn Prozent der Befragten in den ZWG-Gemeinden haben seit 2016 mit der konkreten Planung oder Realisierung von Wohnungen zwecks Querfinanzierung begonnen. Der Anteil der Investition, der auf diese Art finanziert werden konnte bzw. finanziert werden sollte, beträgt gemäss Umfrage mehrheitlich zwischen 10% und 50%. Die anderen 90% der befragten Betriebe haben seit 2016 keine Wohnungen geplant oder realisiert. Die Hälfte davon gab an, dass sie keinen Bedarf an einer solchen Querfinanzierung haben, 15 Prozent verfügten über keine Bauflächen und 14 Prozent erfüllten die

erforderlichen Bedingungen gemäss ZWG nicht. Es stellt sich die Frage, was die Gründe für die geringe Umsetzung sind. Sind es fehlenden Rentabilitätsaussichten solcher Investitionen, ist es die schwierige Ertragsituation in der Branche oder ist es der Zeitdruck nicht zu Ende gedachter Projekte? Dennoch scheint unbestritten, dass das ZWG das bisher etablierte Finanzierungsmodell einschränkt.

Mit Blick auf die Zukunft ist es für 44 Prozent der befragten Beherbergungsbetriebe in den ZWG-Gemeinden nicht relevant, Investitionen in ihren Betrieb über den Bau und Verkauf von Wohnungen finanzieren zu können, für 25 Prozent ist die Relevanz klein oder eher klein, für 32% ist die Relevanz gross oder eher gross. Insgesamt ergeben die Resultate der standardisierten Umfrage ein grobes Indiz dafür, dass die Hotellerie eigentlich kein Finanzierungsproblem, sondern vor allem ein Ertragsproblem hat. Gute Projekte finden in der Regel eine Finanzierung, allerdings nicht oder nur teilweise über einen Kredit der Bank, welche Eigenkapital verlangt und kurze Rückzahlungszeiten vorsieht. Eine längere Amortisationszeit für Beherbergungsbetriebe (z.B. 10 Jahre) könnte die Situation kurzfristig entschärfen, längerfristig aber auch negative Auswirkungen haben, denn gegen Ende der Amortisationszeit könnte der Umsatz wegen ausbleibenden Investitionen zurückgehen, da der Betrieb nicht mehr à jour ist bzw. nicht mehr den Gästebedürfnissen entspricht.

3.1.7.2. Praxisbeispiele

3.1.7.2.1. Hotel Garni Maetzwiese und Maetz Lodge & Dine

Ausgangslage ist ein Generationenwechsel in einem Familienbetrieb in den Flumserbergen. Das Hotel mit 15 Zimmern ist für einen wirtschaftlichen Betrieb zu klein. Die Ausstattung entspricht nicht mehr den heutigen Gästeansprüchen. Es bestehen die folgenden beiden Optionen:

- **Option 1 - Projekt mit rechtsgültiger Baubewilligung bei Inkrafttreten des ZWG 2016:**
Umnutzung des Hotelbetriebs in 8 Zweitwohnungen (insgesamt 600m²) plus ein Restaurant, finanziert mit einer Hypothek von CHF 500'000 bei einem Wert des Baulandes /Wohnungen von CHF 1.3 Mio. 0% Eigenkapital.
- **Option 2 – Überarbeitetes Konzept nach Inkrafttreten des ZWG 2016 (Maetz Lodge & Dine):**
Ersatzneubau im 3* Segment mit 32 Zimmern sowie ein Wohnhaus mit 10 Wohneinheiten, wovon 4 als Zweitwohnungen zwecks Querfinanzierung des Hotelprojekts verkauft werden sollten.

Für Option 2 reichte die Finanzierung durch den Verkauf der Zweitwohnungen nicht mehr aus und somit mussten andere Optionen geprüft werden. Der Eigentümer verbrachte die letzten Jahre – bisher erfolglos (Stand Juni 2020) – mit der Suche nach zusätzlichen Finanzierungsmöglichkeiten (NRP, Berghilfe, SGH, Bürgschaft, Crowdfunding, Verkauf des Projektes an einen Investor, Finanzierung durch einen Generalunternehmer, die b_smart selection als erfahrener Hotelbetreiber als Sicherheit). Nach seiner Aussage, wurde er von den offiziellen Stellen gut unterstützt. Für beide Optionen bestehen Reservationsverträge und 4 bis 4.5% Rendite ist zu erwarten. Haupthindernis ist fehlendes (landunabhängiges) Eigenkapital. Man hat sich inzwischen für die weniger favorisierte Option 1 entschieden und im November 2020 beginnt der Bau.

3.1.7.2.2. Parsenn Resort / Davos Klosters Bergbahnen AG

Die Davos Klosters Bergbahnen AG (DKB) hat über die Tochtergesellschaft Mountain Facilities AG das Parsenn Resort erstellt. Das totale Investitionsvolumen lag bei ca. CHF 24 Mio. Insgesamt umfasst das Parsenn Resort 33 Wohnungen und wurde im Dezember 2018 eröffnet. Zum aktuellen Stand sind 15 Wohnungen verkauft. Der Käufer der Wohnungen hat ein Anrecht die Wohnungen während maximal acht Wochen pro Jahr zu benutzen. Es zeigt sich, dass viele Eigentümer die Wohnungen ca. zwei bis drei Wochen im Winter und ca. zwei Wochen im Sommer benutzen. Bei den Eigentümern handelt es sich praktisch ausschliesslich um Schweizer. Den Wohnungskäufern hat die DKB eine Nettorendite (nach Einzahlung in Renovationsfonds) von 2% bis 2.5% in Erwartung gestellt. Die Höhe der Rendite hängt schlussendlich von der Belegung des Resorts ab. Dass die DKB Mitbesitzerin und Betreiberin des Resorts ist, sollte den Eigentümern zugutekommen, dann die DKB kann am Berg nur mit besetzten Betten Geld verdienen. Es sollte daher ein sehr hoher Anreiz bestehen eine gute Auslastung zu erreichen.

Das Land gehörte bereits den DKB. Der Bau wurde über einen Baukredit finanziert. Auch dank der Wohnungsverkäufe konnte der Baukredit bereits (Stand Juni 2020) auf 35% amortisiert werden. Die Gewinne aus den Wohnungsverkäufen sind für die Davos Klosters Bergbahnen ein positiver Nebeneffekt. Hauptgrund für die Erstellung des Parsenn Resorts ist die Steigerung des Angebots an attraktiven, warmen, skifahrerergiebigen Betten an bester Ski-in/Ski-out-Lage, so dass mehr Skitickets zu verkaufen sind. Auch die Diversifikation der Betten war der DKB wichtig. Zuvor hatte die DKB nur Hotelbetten in ihrem Beherbergungsportfolio.

Der Verkauf von Wohnungen ist für die DKB, welche neben den Bergbahninfrastrukturen auch mehr als 2000 Betten im Eigentum hat, eine wichtige Finanzierungsquelle. Für die Finanzierung von Investitionen steht jährlich (für die gesamte Unternehmensgruppe) ein Cashflow von ca. CHF 20 bis CHF 25 Mio. zur Verfügung. Angenommen, ein Hotelbetrieb muss für CHF 10 Mio. modernisiert werden, um den Gästebedürfnissen auch zukünftig zu entsprechen. Falls davon zum Beispiel CHF 3 Mio. über den Verkauf von Wohnungen finanziert werden können, nimmt die Belastung des Cashflows deutlich ab und es stehen mehr Mittel für Investitionen «am Berg» zur Verfügung.

3.1.7.2.3. Priva Alpine Lodge / Fortimo AG

Die Fortimo Gruppe entwickelt, hält und betreibt Wohn- und Geschäftsimmobilien. Im Jahr 2013 konnte die Priva Alpine Lodge auf der Lenzerheide eröffnet werden. Es handelt sich dabei um ein Feriendorfresort mit 460 Betten. Fortimo ist Alleineigentümerin der Priva Alpine Lodge und betreibt das Resort auf eigene Rechnung. Von einem Verkauf der Wohnungen hat Fortimo bewusst abgesehen. Einerseits hat man aufgrund des gewählten Konzepts damit gerechnet, dass das Resort auch ohne Wohnungsverkäufe wirtschaftlich rentabel läuft und die gewünschte Rendite erreicht wird. Andererseits gilt es zu bedenken, dass im Falle von Wohnungsverkäufen mit Bewirtschaftungsaufgaben zusätzliche Schnittstellen und zusätzlicher Aufwand entstehen.

3.1.7.3. Fazit

Das ZWG hat die seit längerem bestehende Investitionsproblematik im Tourismus verschärft. Einerseits schränkt das ZWG das bisher etablierte Finanzierungsmodell der grossen, lokalen Hotelbetriebe (mit eigenen Landreserven) ein, welches über die Erstellung und den Verkauf von Zweitwohnungen Hotelerneuerungen und/oder -erweiterungen quersubventioniert hat. Andererseits verschwinden kleine, unrentable, nicht investitionsfähige Hotels zu spät vom Markt, da die Umnutzung zu Zweitwohnungen vom ZWG eingeschränkt wird. Einige Interviewpartner befürchten dadurch Hotelruinen und ein Imageschaden für die Destination. Zudem wurde in den Interviews mehrfach auf den Anreiz hingewiesen, dass mit der Anbindung der 20%-Regel an die (Nicht-)Wirtschaftlichkeit des Beherbergungsbetriebs gut geführte Hotels komparativ benachteiligt werden.

Nebst den reduzierten Volumen an möglicher Querfinanzierung sind mit dem Zweitwohnungsgesetz auch die rechtlichen Hürden und das betriebswirtschaftliche Risiko für den Investor gestiegen. Die im Gesetz vorhandenen Möglichkeiten sind immer noch mit vielen Rechtsunsicherheiten verbunden. Die Rechtsprechung beziehungsweise die Anwendung des ZWGs wird regelmässig durch Gerichtsverfahren und Bundesgerichtsurteile im Rahmen von Prozessen, die insbesondere Helvetia Nostra als Beschwerdeführerin haben, konkretisiert.

Der Verkauf von Zweitwohnungen war bzw. ist zumindest eingeschränkt immer noch ein geeignetes Instrument zur Querfinanzierung touristischer Infrastruktur. Dies kann der touristischen Gesamtattraktivität förderlich sein. Es gilt allerdings zu bedenken, dass die Destination mit zunehmender «Wärme» der Gästebetten an Wertschöpfung gewinnt. Aus Destinationssicht stellen daher Hotelbetten oder bewirtschaftete Wohnungsbetten den Königsweg dar. Ohne Vermietungsaufgaben verkaufte Wohnungen werden zumeist einen geringeren touristischen Nutzen aufweisen. Wichtig ist, dass die Erstellung derartiger Wohnungen keine warmen Betten mit hoher Chance auf Auslastung verdrängen. Das ZWG kann daher neben den erläuterten Negativpunkten durchaus auch positive Effekte aufweisen.

Wenn dank der Wohnungsverkäufe weniger verzinsliches Fremdkapital zum Einsatz kommt, profitiert der Hotelbetrieb von einer weniger hohen Amortisations- und Zinslast, was die für zukünftige Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel vergrössert. Es gilt aber zu berücksichtigen, dass mit Wohnungsverkäufen grundsätzlich nur der erste Lebenszyklus finanziert wird. Die zukünftige Wiederinstandsetzung der Infrastruktur muss der Hotelbetrieb dann jedoch aus eigener Kraft leisten. Oder er muss dann weitere Hotelzimmer in Wohnungen umnutzen. Zur langfristigen Sicherung des Hotelbetriebs ist eine ausreichende Rentabilität zwingend erforderlich.

3.1.8. Weitere verbreitete Finanzierungen

Ein häufiger Grund für das Scheitern der Finanzierung von Projekten ist eine Finanzierungslücke, welche es mit Eigenkapital, à-fonds-perdu-Zuschüssen oder allenfalls mit nachrangigem Fremdkapital zu schliessen gilt. Im Bereich der Hotellerie und Gastronomie ist die über Spenden finanzierte Stiftung Schweizer Berghilfe ein möglicher Ansprechpartner, welcher in Ergänzung zu Bank und SGH einen Finanzierungsbeitrag leisten kann. Die Finanzierung der Berghilfe erfolgt über à-fonds-perdu-Beiträge. Im Jahr 2019 hat die Berghilfe 59

Tourismusprojekte unterstützt. Die Finanzierungsbeiträge der Berghilfe variieren zwischen CHF 20'000 bis CHF 600'000. Die Berghilfe unterstützt Projekte mit Zukunftswirkung. Der Gesuchsteller muss eine (finanzielle) Notwendigkeit der Unterstützung durch die Berghilfe nachweisen können. Das Vorhandensein von finanziellen Reserven wäre ein Ausschlussgrund für eine Förderung durch die Berghilfe. Wichtige Faktoren bei der Evaluation der Projekte sind beispielsweise die Auswirkungen auf die Beschäftigung (Arbeitsstellen, Lehrstellen, etc.), die Rolle in der regionalen Wertschöpfungskette, die Innovationskraft oder die finanzielle Nachhaltigkeit. Die Gesuchsteller müssen der Berghilfe auch einen Businessplan einreichen. Im Vergleich zu Banken und SGH kann die Berghilfe höhere Risiken eingehen. Von den Banken werden die Zuschüsse der Berghilfe als Eigenkapitalfinanzierung angerechnet, was zusätzliche Sicherheit schafft. Im Bereich eher kleiner Hotellerie- und Gastronomieprojekte hat sich die Berghilfe einen guten Namen als Projektmitfinanzierer gemacht. Die systematisierte Überprüfung von Projekten durch die Berghilfe schafft häufig Vertrauen bei den anderen Kapitalgebern.

Je nach regionalwirtschaftlicher Bedeutung einzelner Unternehmen können auch kantonale Förderungen in Form von Zuschüssen gesprochen werden. Die Motivation des Kantons als Finanzierer ist dann vergleichbar mit einer Gemeindeunterstützung (Abschnitt 3.1.5). Weitere Möglichkeit zur Schliessung einer Finanzierungslücke sind Stiftungen. Um Förderbeträge von Stiftungen zu kommen, muss dem entsprechenden Stiftungszweck Rechnung getragen werden. Es gibt regional tätige Stiftungen, welche den Tourismus in «ihrem» Gebiet unterstützen. Beispiele sind etwa die Stiftung für Tourismus und Landschaftsschutz (Schwerpunkt Graubünden) oder die Stiftung Tourismus Saanenland, welche touristische Institutionen und Betriebe wie die Bergbahnen in der Region Saanenland und Pays-d'Enhaut unterstützt. Im Hinblick auf die Möglichkeiten zur Förderung von Stiftungen sind soziale und kulturelle Aspekte oder Umwelt- und Denkmalschutzaspekte von Vorteil. So kann für Hotels oder Restaurants mit kulturellem Angebot eine Kulturförderstiftung in Frage kommen. Ein Beispiel mit sozialen bzw. gesellschaftlichen Förderzwecken ist die Stiftung Swiss Bike Park. Sie unterstützt Projekte, bei welchen Angebote für Fahrradbegeisterte geschaffen werden. Ziel ist die Förderung der Volksgesundheit sowie der Kampf gegen Bewegungsarmut oder Fettleibigkeit. Als erstes Projekt hat die Stiftung die Realisierung und den Betrieb des Swiss Bike Park in Oberried (Köniz) ermöglicht. Eine Stiftung mit stark eingegrenztem Wirkungskreis ist die Stiftung Leuchtturm Rheinquelle, welche insbesondere die touristische Vermarktung und Inszenierung der Rheinquelle vorsieht. Spender mit einem Unterstützungsbetrag von mindestens CHF 100 erhalten als Dankschön einen persönlichen Leuchtturmschlüssel. Vom Charakter her ist diese Finanzierung mit Crowdfunding eng verwandt.

Schweizer Seilbahnanalgen tragen unter anderem Schriftzüge von Coca Cola, Hublot, Kambly oder Migros. Sponsoring ist somit ebenfalls zu den Finanzierungsmöglichkeiten zu zählen. Es sind auch gegenseitige Geschäfte denkbar. Die Rigi-Bahnen haben einen Wagen mit dem Migros-Logo versehen. Im Gegenzug wird die Rigi auf Lastwagen der Migros beworben. Entscheidend ist, dass der Sponsor zum Unternehmen passt. Rigi-Alpheukäse ist beispielsweise in Filialen der Genossenschaft Migros Luzern erhältlich. Als Finanzierungsinstrument eignet sich Sponsoring für publizitätswirksame Projekte. Ein Beispiel dafür ist

sicherlich der Raiffeisen Skywalk in Sattel-Hochstuckli. Es handelt sich dabei um die längste Fussgängerhängebrücke in Europa.

Die Migros ist seit 1941 im Besitz der Ferrovia Monte Generoso SA. Mit ihrem Engagement hat die Migros den Betrieb gerettet.⁸⁰ Sie ist der Sponsor des Gesamtunternehmens und nutzt die damit verbundene Präsenz. Umgekehrt ist der Monte Generoso in der Migros über den Generoso-Cake sichtbar. Der Betrieb der Monte Generoso-Bahn wird über das Migros-Kulturprozent mitfinanziert.⁸¹

3.2. Im Tourismus wenig oder nicht verbreitete Finanzierungen

3.2.1. Crowdfunding

Crowdfunding ist eine Finanzierungsform von Projekten über das Internet. In der Regel bringen eine Vielzahl von Menschen Geld für kulturelle, soziale oder kommerzielle Projekte auf. Kapitalgeber und Kapitalnehmer kommunizieren via Internet. Die Kommunikation zwischen Investor und Kapitalnehmer ist internetbasiert. Eine Crowdfunding-Plattform übernimmt die Rolle des Vermittlers.⁸² Häufig funktionieren die Finanzierungskampagnen von Crowdfunding-Projekten nach dem sogenannten «all-or-nothing» Modell: Am Anfang einer Finanzierung wird ein Zielbetrag gesetzt. Wird dieser erreicht, kommt die Finanzierung zustande. Wenn nicht, fliessen die gesprochenen Beiträge wieder an die Geldgeber zurück.

Regelmässig werden in der Schweiz auch Crowdfunding-Projekte im Bereich Tourismus finanziert. Die Art der Finanzierung kann sich dabei stark unterscheiden. Es kann sich dabei um die Aufnahme von Fremd- oder Eigenkapital handeln. Alternativ sind auch Zuschüsse möglich, welche nicht bilanziert werden. Bei diesen bekommt der Geldgeber «nur» Naturalien oder gar nichts als Gegenleistung. Die meisten touristischen Unternehmen entschädigen ihre Aktionäre hingegen auch nicht mit einer Dividende, sondern nur mit Naturalien (Naturaldividende). Häufig wird in der Schweiz zwischen folgenden Crowdfunding-Kategorien unterschieden:

- **Crowdsupporting / reward-based Crowdfunding**

In die Kategorie Crowdsupporting fallen häufig kreative, kulturelle oder kommerzielle Projekte. Bei dieser Art der Finanzierung erhält der Kapitalgeber eine in der Regel einmalige Gegenleistung in Form von Produkten, Dienstleistungen, Gutscheinen oder künstlerischen Werken.

- **Crowddonating**

Unterstützungsbeiträge sind in dieser Kategorie reine Spenden ohne direkte Gegenleistungen. Denkbar sind beispielsweise soziale, karitative oder kulturelle Projekte.

- **Crowdinvesting**

Beim Crowdinvesting erhält ein Geldgeber eine Beteiligung in Form von Eigenkapital oder Mischformen von Eigen- und Fremdkapital (Mezzanine-Kapital) an einem Unternehmen oder an einer Immobilie. Eigenkapitalanteile haben gegenüber anderen Finanzierungsformen

⁸⁰ Neue Zürcher Zeitung, Eine Naturschönheit blüht auf, 23.04.2017.

⁸¹ Migros-Online: <https://generation-m.migros.ch/de/nachhaltigkeitsthemen/kulturmilliarde/freizeit/monte-generoso.html>

⁸² Dietrich & Amrein (2020). Crowdfunding Monitor Schweiz 2020, S. 2.

(Crowdsupporting/Crowddonating) den Vorteil, dass sie bei gegebener Liquidität übertragen werden können.

- **Crowdlending**

Das Crowdlending umfasst die Finanzierung durch Kredite (Fremdkapital). Als Gegenleistung für die Kreditgewährung erhalten die Darlehensgeber Zinszahlungen. Typischerweise lassen sich Privatkredite (Consumer Crowdlending), Kredite für KMU (Business Crowdlending), oder Hypotheken (Real Estate Crowdlending) über finanzieren.

- **Invoice Trading**

Bei dieser Form des Crowdfundings kaufen Investoren offene Rechnungen von Unternehmen gegen einen Abschlag. Der Ertrag aus Kapitalgebersicht besteht aus der Differenz zwischen dem bezahlten Betrag für die Rechnung und dem tatsächlichen Rechnungsbetrag. Invoice Trading erlaubt KMU, kurzfristige Finanzierungen zu erhalten.

In der Schweiz findet bei den meisten Crowdfunding-Kampagnen das «all or nothing»-Model Anwendung. Das heisst, Gelder werden nur dann ausbezahlt, wenn ein bestimmter Zielbetrag für die Finanzierung erreicht wird. Ansonsten gehen die gesprochenen Gelder zurück an die Geldgeber.

Beiträge für Projekte im Tourismus-Sektor können unter alle der fünf Kategorien von Crowdfunding fallen. Häufig finden sich Projekte mit Gegenleistungen im Bereich Crowdsupporting. Möglich sind aber auch klassische Fremdkapitalfinanzierungen für touristische KMU (häufig im Bereich von Kreditvolumen bis etwa CHF 500'000) oder Beteiligungsfinanzierungen über Crowdinvesting.

Für die Aufnahme von Kapital über Crowdfunding werden in der Literatur verschiedene Motive besprochen. Neben der Hauptmotivation der Finanzierung werden häufig viele weitere Motive genannt. Crowdfunding ermöglicht Unternehmen oder privaten Projektinitianten in einen direkten Dialog mit den Geldgebern zu treten. Crowdfunding-Kampagnen eignen sich daher gut zur Gewinnung und Bindung von Kundinnen und Kunden. Einigen Projekten gelingt es zudem, grosse Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit zu finden. Ein weiterer Vorteil einer Crowdfunding-Kampagne besteht darin, dass ein Markttest durchgeführt werden kann. So kann über eine Crowdfunding-Kampagne eruiert werden, ob ein Produkt oder ein Angebot bei Kundinnen und Kunden auf Interesse stösst. In vielen Fällen wird ein Produkt dann nur hergestellt, wenn auch die dazugehörige Crowdfunding-Kampagne zustande gekommen ist. Schliesslich kann es mit Crowdfunding auch gelingen, Kapital für gute Ideen zu finden, welche üblicherweise nicht zu dem von den klassischen Geldgebern geforderten Modell passen.⁸³ Denkbar sind hier beispielweise nicht kommerzielle Projekte, welche von bestehenden Förderinstitutionen nicht finanziert werden (z.B. weil die Projekte zu klein sind, kein «Track Record» vorhanden ist, etc.). Im Bereich von kommerziellen Projekten kann es auch solche geben, die beispielsweise von Banken nicht finanziert werden (z.B. sehr hohes Risiko, keine Kennzahlen vorhanden bei jungen Unternehmen, etc.). Aufgrund der Wichtigkeit von Marketing und Kommunikation, wird insbesondere Crowdsupporting deshalb oft auch als Querschnittsthema angeschaut, welches über das Thema Finanzierung hinausgeht.

⁸³ Dietrich, A. & Amrein, S. (2020). Crowdfunding Monitor Schweiz 2020, S. 5.

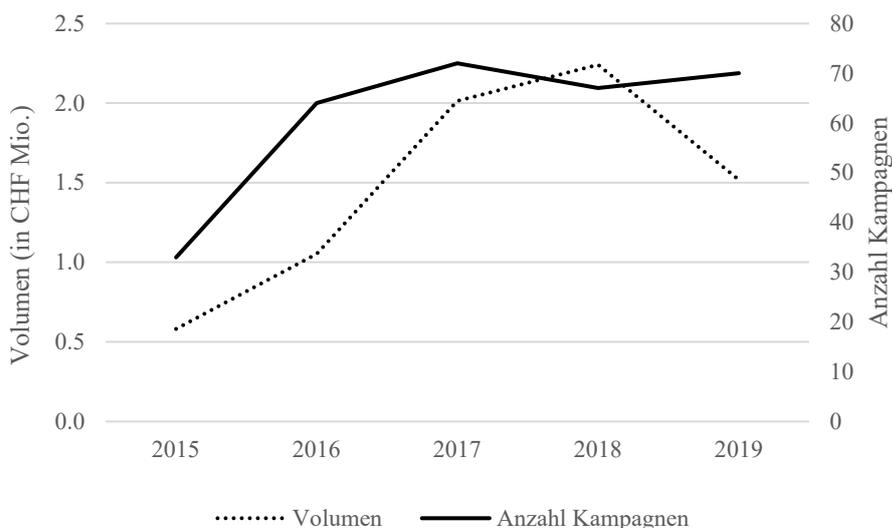
Die nachfolgenden Kapitel diskutieren die Relevanz von Crowdfunding für den Tourismus-Sektor. Der Fokus liegt dabei auf dem Bereich Crowdsupporting in der Schweiz, da die Datenlage für die anderen Crowdfunding-Kategorien keine Aufschlüsselung für den Tourismus-Sektor erlaubt. In einem zweiten Schritt werden aber einzelne Beispiele vorgestellt. Dabei wurden bewusst auch Projekte ausserhalb des Crowdsupportings gewählt. Zudem wird auch ein Blick auf Finanzierungen im Ausland geworfen und es werden Erfolgsfaktoren von Crowdfunding-Kampagnen vorgestellt. In einem letzten Schritt wird die mögliche künftige Bedeutung von Crowdfunding für den Tourismus-Sektor diskutiert.

3.2.1.1. Aktuelle Situation

Im Jahr 2019 wurde in der Schweiz ein Volumen von CHF 597.1 Millionen von 6'521 Kampagnen über Crowdfunding-Plattformen vermittelt. Crowdlending trug mehr als 70 Prozent zum gesamten Volumen im Jahr 2019 bei (CHF 418.4 Mio.). Das Wachstum im Bereich Crowdlending gegenüber 2018 beträgt 59.8 Prozent. Das zweithöchste Volumen stammt vom Bereich Crowdinvesting (CHF 154.1 Mio.). Das Volumen in dieser Kategorie ging gegenüber dem Vorjahr um rund 25 Prozent zurück. Das Volumen von Crowdsupporting/Crowddonating betrug im Jahr 2019 CHF 24.6 Millionen.⁸⁴ Abbildung 8 zeigt das jährliche Volumen von Crowdsupporting-Projekten sowie die Anzahl Projekte im Bereich Tourismus und Hotellerie von 2015 bis 2019. In diesem Zeitabschnitt wurden in der Schweiz lediglich etwa CHF 7.4 Millionen für 306 Projekte über Plattformen vermittelt. Dieser Wert ist sehr niedrig. Zum Vergleich: In den letzten zehn Jahren haben alleine die in dieser Studie ausgewerteten Bergbahnen CHF 3.3 Milliarden investiert (Abschnitt 3.1.1.1). Tatsächlich dürften die in Abbildung 8 gezeigten Volumen zwar deutlich höher sein. Oftmals ist eine klare Abgrenzung zwischen Tourismus und anderen Bereichen aufgrund der Datenlage für Crowdfunding-Projekte nicht möglich. Zudem beinhalten die Werte auch keine Finanzierung von touristischen KMU über Crowdlending oder Crowdinvesting. Es lässt sich aber trotzdem ableiten, dass die jährlichen Volumina im Bereich Crowdfunding verhältnismässig tief sind. Crowdfunding war bis anhin im Schweizer Tourismus-Sektor klar eine Nischenfinanzierung, welche in der Breite sowohl von der Hotellerie als auch von Bergbahnen nicht oft genutzt wurde.

⁸⁴ Vgl. Dietrich & Amrein (2020), S. 10.

Abbildung 8: Jährliches Finanzierungsvolumen von Crowdsupporting-Projekten im Tourismus-Sektor, 2015-2019⁸⁵



Trotz dieser relativ tiefen Bedeutung von Crowdfunding im Tourismus-Sektor, gab es in der Vergangenheit immer wieder grössere Projekte, welche in der Öffentlichkeit (und vor allem medial) auf grosse Resonanz gestossen sind. Diese Projekte können auch als Ideengeber für Erfolgsfaktoren im Crowdfunding verwendet werden. Abschnitt 3.2.2.3 diskutiert exemplarisch einige dieser Projekte aus dem In- und Ausland.

3.2.1.2. Beteiligte Investoren

Die Struktur der Geldgeber ist im Crowdfunding sehr unterschiedlich und abhängig von der Crowdfunding-Kategorie. Im Crowdsupporting und Crowddonating kommen gesprochene Gelder mehrheitlich von privaten Geldgebern. Das Volumen im Crowdsupporting/Crowddonating im Jahr 2019 (CHF 24.6 Mio.) wurde von etwa 150'000 bis 170'000 Geldgebern finanziert. Der Durchschnittswert einer einzelnen Finanzierung lag bei etwa CHF 140.

Die Struktur der Geldgeber ist im Crowdfunding sehr unterschiedlich und abhängig von der Crowdfunding-Kategorie. Im Crowdsupporting und Crowddonating kommen gesprochene Gelder in Form von kleinen Geldbeträgen mehrheitlich von privaten Geldgebern. Bei Crowdlending- und Crowdinvesting-Projekten hingegen, finanzieren meist einige wenige Personen mit in der Regel höheren finanziellen Beiträgen Kredite und Beteiligungen. Zudem nimmt der Anteil von professionellen Investoren in diesen beiden Bereichen stark zu. Eine Umfrage im 2019 zeigte auf, dass bei fünf von elf befragten Schweizer Crowdlending-Plattformen der Anteil der Investitionen von institutionellen Investoren am gesamten vermittelten Volumen ihrer Plattform im Jahr 2018 zwischen 0 und 20 Prozent lag (2017: 7 von 11 Plattformen). Zwei gaben an, dass der Anteil der institutionellen Investoren am Gesamtvolumen zwischen 20 und 40 Prozent lag (2017: 1 von 11 Plattformen). Bei drei Plattformen wurden zwischen 60 und 80 Prozent und bei einer Plattform sogar

⁸⁵ Zahlenbasis: Siehe Dietrich & Amrein, Crowdfunding Monitor, Jahrgänge der entsprechenden Jahre. Die Zahlenbasis umfasst die Kategorien «Tourismus, Hotellerie» sowie «Restaurants, Bars».

zwischen 80 und 100 Prozent (2017: 1 von 11) durch institutionelle Investoren finanziert.⁸⁶ Tabelle 8 gibt einen Überblick zur Finanzierungsstruktur im Crowdfunding.

Tabelle 8: Anzahl Geldgeber und Volumen je Kategorie im Jahr 2019 (Schätzung, da drei Plattformen die Anzahl Investoren nicht offenlegen)

	Anzahl Geldgeber (inkl. Doppelzählungen)	Ø Volumen pro Geldgeber	Ø Anzahl Geldgeber
Crowdsupporting /-donating	171'188	CHF 144	97
Crowdlending	8'886	CHF 47'085	3
Crowdinvesting	1'753	CHF 87'917	18

3.2.1.3. Erfolgsfaktoren von Crowdsupporting-Kampagnen

Was macht Crowdfunding-Projekte erfolgreich, bzw. auf was müssen potentielle Geldnehmer achten, wenn Sie eine Kampagne starten? Dieser Frage widmete sich im Jahr 2016 eine Studie mit Bezug auf den Schweizer Crowdsupporting-Markt.⁸⁷ Die Analyse beruhte auf Daten der grössten Schweizer Crowdfunding-Plattform (wemakeit) für die Jahre 2012 bis 2015. Nachfolgend werden die wichtigsten Erkenntnisse daraus festgehalten.⁸⁸

Crowdfunding als lokales Phänomen: Die Distanzen zwischen Geldgeber und Geldnehmer sind in der Regel tief. In urbanen Gebieten sind Geldgeber und Geldnehmer lediglich 12 Kilometer voneinander getrennt. In ländlichen Regionen liegt der Wert bei 39 Kilometer. Diese Distanzen sind ein Indiz, dass die Geldgeber häufig aus dem Umfeld der Geldnehmer stammen. Insbesondere am Anfang und am Ende einer Kampagne sinken die Distanzen. Die Lancierung und Endphase eines Projektes werden also sehr wahrscheinlich stark von Freunden und Familie beeinflusst. Eine tiefe geografische Nähe erhöht auch die Erfolgswahrscheinlichkeiten für ein Projekt.

Urbane Regionen in der Schweiz sind im Crowdfunding weiterentwickelt: Etwa drei Viertel aller Projekte stammen aus urbanen Regionen. Da die geografische Nähe zu den Geldgebern für den Erfolg relevant ist, haben Kampagnen aus urbanen Räumen durch die höhere Bevölkerungsdichte einen Vorteil gegenüber jenen aus ländlichen Regionen. Dies zeigt sich auch in einer im Durchschnitt um zwölf Prozentpunkten tieferen Erfolgsquote bei deutlich höheren Distanzen.

Anfangsphase ist entscheidend für den Erfolg eines Projekts: Kampagnen, die nach einem Drittel der Finanzierungslaufzeit bereits 40 Prozent der Zielsumme erreichen, werden in 98.6 Prozent aller Fälle erfolgreich finanziert. Dies unterstreicht die Wichtigkeit einer guten Vorbereitung vor der Lancierung einer

⁸⁶ Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann, Rüdüsühli & Müller (2019). Crowdlending Survey 2019.

⁸⁷ Amrein, Dietrich, Wernli & Duss. 2016. Crowdfunding im Kulturbereich - Eine Studie im Auftrag der Schweizer Kulturstiftung Pro Helvetia und des Bundesamts für Kultur. Rotkreuz: Verlag IFZ. Für eine ähnliche Auswertung für die USA, siehe; Mollick (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. Journal of Business Venturing 29(1): 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>.

⁸⁸ Für eine Übersicht, siehe auch: Amrein & Dietrich (2020). Crowdfunding und Fundraising. In Michael Urselmann (Hrsg.), Handbuch Fundraising (S. 1-14). Wiesbaden: Springer Gabler.

Crowdsupporting-Kampagne. Untersucht man die zeitliche Finanzierungsdynamik von Kampagnen, ist bei den untersuchten Projekten ein Rückgang der Gelder in der Mitte der Kampagnenlaufzeit ersichtlich. In diesem Zusammenhang wird oft von einem «Valley of Death» gesprochen. Bei der Planung von Kampagnen muss deshalb berücksichtigt werden, wie diese Durststrecke erfolgreich überwunden werden kann.

Lancierungszeitpunkt und Dauer der Kampagne relevant: Länger dauernde Kampagnen weisen tiefere Erfolgsquoten aus. Eine Laufzeit zwischen 30 und 45 Tagen scheint in der Schweiz am besten geeignet zu sein. Daneben sind auch inhaltliche und qualitative Aspekte für den Erfolg von Kampagnen wichtig (Sprachen, Video, etc.).

3.2.1.4. Praxisbeispiele

Nachfolgend werden exemplarisch vier konkrete Crowdfunding-Projekte vorgestellt. Dabei werden folgende Fragen diskutiert:

- Weshalb wurde Crowdfunding als Finanzierungsquelle gewählt?
- Wie sah die Finanzierungsstruktur des Projekts aus?
- Was hat die Projekte erfolgreich gemacht?

Im Fokus stehen dabei zwei Projekte aus der Schweiz und zwei aus Österreich. Die ersten zwei Projekte fallen in die Kategorie Crowdsupporting, die letzten beiden Projekte in die Kategorie Crowdinvesting.

Die Projekte sind als solches nicht repräsentativ für Crowdfunding-Projekte in der Schweiz. Einerseits sind Crowdfunding-Projekte generell heterogen in Bezug auf die finanzierten Projekte und die Finanzierungsvolumina. Andererseits gibt es in der Schweiz im Bereich Crowdinvesting keine (den Autoren bekannte) grossen Schweizer Tourismus-Projekte. Die Projekte wurden aber selektiert, weil sie trotzdem einen guten Einblick geben können. Insbesondere in Bezug auf die Erfolgsdeterminanten und die Finanzierungsstruktur decken sich die Erkenntnisse aus diesen Beispielen mit breiter gefassten Untersuchungen. Die in diesem Teil gezeigten Informationen basieren auf Interviews mit beteiligten Personen. Insgesamt wurden Interviews mit acht Personen rund um das Thema Crowdfunding geführt.

Ein gewähltes Beispiel beschreibt die Finanzierung der Reussbrücke bei Erstfeld. Die Brücke ist Teil der touristischen Infrastruktur, wurde von einem Verein initiiert und kann als «typischer» Vertreter von Crowdsupporting-Projekten in der Schweiz beigezogen werden. Das Projekt ist insofern exemplarisch, als dass das Projekt für Geldgeber einfach verständlich ist, zahlreiche Geldgeber mobilisieren konnte und keine direkte kommerzielle Orientierung hat. Mit dem Projekt können keine Cashflows erzielt werden, welche die Rückführung eines Darlehens ermöglichen würden. Der Finanzierungsbetrag (CHF 211'533) ist aber für Schweizer Crowdfunding-Kampagnen verhältnismässig hoch. Der Durchschnitt in der Schweiz betrug im Jahr 2019 CHF 16'000. Die Wahl von Crowdfunding ist aus einer Finanzierungsproblematik heraus erfolgt. Trotz einer breiten Abstützung bei der Finanzierung durch Stiftungen, Kanton, Gemeinden, der Gotthard Raststätte, NRP Geldern, sowie einem kleinen Beitrag des Kantons aus dem Lotteriefonds blieb eine Finanzierungslücke von etwa CHF 200'000. Diese konnte durch Crowdfunding geschlossen werden.

Eine ähnliche Problematik fanden die Projektinitiiierenden der Pension Laresch in Mathon vor. Sie wollten ihre Unterkunft um ein «Tiny House» für Gäste erweitern. Auch hier wurde ein Mix aus verschiedenen Finanzierungsquellen gewählt. Neben Eigen- und Fremdkapital sowie einem Beitrag von der Berghilfe wurde ein Restbetrag von CHF 45'408 über Crowdfunding gesammelt.

Aus Österreich werden in den nachfolgenden Übersichten zwei Projekte kurz vorgestellt. Die Bergbahnen Bad Gastein haben im Bereich des Crowdinvesting EUR 1.8 Millionen finanziert, die Cooe Hotels EUR 1.2 Millionen. Auch bei diesen beiden Projekten trug Crowdfunding nur einen Teil zur Gesamtfinanzierung bei.⁸⁹ Aus einer Finanzierungsperspektive war in beiden Fällen zentral, dass das Nachrangdarlehen als Eigenkapital angerechnet wurde. Die Nachrangdarlehen werden zurückgeführt und verzinst. Die Verzinsung erfolgt als Prozentsatz auf dem Darlehensbetrag sowie teilweise (je nach Wahl des Investors) über Gutscheine, die bei den Bergbahnen bzw. im Cooe Hotel eingelöst werden können. Sowohl die Bergbahnen Bad Gastein als auch die Cooe Hotels haben das Crowdinvesting auch aus einer Marketingperspektive beurteilt. Zwar erfüllte das Crowdinvesting den Hauptzweck der Projektteilfinanzierung, Effekte auf die Kundenbindung waren aber ein wichtiger Grund für die Wahl von Crowdinvesting. So erwarten sich die Cooe Hotels eine höhere Belegung bei Eröffnung des Hotels. Bei den Gasteiner Bergbahnen konnte zudem der Austausch und die Identifikation der lokalen Bevölkerung sowie der Stammgäste mit den Bergbahnen und der Region weiter gestärkt werden. Beide Projekte wurden durch Marketing und Kommunikation professionell begleitet.

Tabelle 9: Beispiele von Crowdfunding-Kampagnen

Ryysboogebrugg Gottardo, Brücke in Erstfeld, Schweiz	
Crowdfunding-Kategorie	Crowdsupporting
Projekt-Initiator	Verein Gotthardo Wanderwege
Kurzbeschreibung Projekt	Finanzierung einer Brücke über die Reuss. Die Crowdfunding-Kampagne fand von September 2019 bis Februar 2020 statt. Die Brücke wurde im August 2020 eröffnet. Gewählte Plattform: www.lokalhelden.ch
Motive für Wahl Crowdfunding	Finanzierungslücke, welche geschlossen werden musste. Andere Formen von Crowdfunding kamen nicht infrage. Rückzahlung eines Kredits wäre sehr komplex gewesen. Das Projekt wirft keine Cashflows ab.
Finanzierungsstruktur	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Total CHF 650'000 ▪ Crowdsupporting: CHF 211'533 von 338 Geldgebern ▪ Stiftungen, Kanton, Gemeinden, Gotthard Raststätte, NRP-Gelder: ca. CHF 440'000
Erwähnte Erfolgsdeterminanten	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einbezug von Medienpartnern (Radio Central, Urner Wochenblatt) ▪ Bewusst eine Geschichte kreiert, angelehnt an Idee der Teufelsbrücke ▪ Mobilisierung von Geldgebern über Inserate, Flyer, Plakate, E-Mails via Gewerbeverein, Lieferanten und Aktionäre der Gotthard Raststätte ▪ Hohes persönliches Engagement von Beteiligten ▪ Einbezug von Firmen und Stiftungen

Pension Laresch in Mathon, Schweiz	
Crowdfunding-Kategorie	Crowdsupporting
Kurzbeschreibung Projekt	Finanzierung eines «Tiny House» als Erweiterung des Hotels. Die Crowdfunding-Kampagne fand von März bis April 2020 statt. Das Tiny House ist demnächst fertig gebaut. Gewählte Plattform: www.wemakeit.ch
Motive für Wahl Crowdfunding	Finanzierungslücke, welche geschlossen werden musste.
Finanzierungsstruktur	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Total CHF 210'000 ▪ Crowdsupporting: CHF 45'408 von 106 Geldgebern ▪ CHF 45'000 Schweizerische Berghilfe ▪ CHF 50'000 Bankkredit

⁸⁹ Für eine vertiefte Diskussion der Finanzierung der Bergbahnen Bad Gastein, siehe auch: Schafflinger, Franz (2016). In: Martin Schumacher und Manuela Wiesinger (Hrsg.), Finanzmanagement im Tourismus: Grundlagen und Praxis der Tourismusfinanzierung. Wien: Linde Verlag.

Erwähnte Erfolgsdeterminanten	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zudem Eigenmittel und Eigenleistungen ▪ Einbezug vieler Stammgäste, einige Freunde sowie einige wenige weitere Geldgeber, welche über Online-Werbung gewonnen werden konnten. Gezielt schrittweises Anschreiben über E-Mails aller Kontakte. ▪ Einbezug lokales Gewebe und Naturpark Beverin ▪ Hohes persönliches Engagement
-------------------------------	---

Gasteiner Bergbahnen, Österreich	
Crowdfunding-Kategorie	Crowdinvesting
Kurzbeschreibung Projekt	Insgesamt Investitionsvolumen über EUR 84.8 Millionen in der Periode 2016-2020 für Neubau Bahn, Sanierung Restaurant, Bau Speichersee, Beschneigungsanlagen etc. Beitrag durch Crowdinvesting über zwei Kampagnen im Dezember 2016 und April 2018. Gewählte Plattform: www.1000x1000.at
Gegenleistung	Verschiedene Modelle mit unterschiedlichen Laufzeiten (5-7 Jahre) und Zinssätzen (4-7%), teilweise in Kombination mit Gutscheinen.
Motive für Wahl Crowdfunding	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einbezug lokale Bevölkerung (gab ohnehin viele Diskussionen in Öffentlichkeit, Varianten für Neubau Bergbahn mussten aufgrund Umweltverträglichkeitsprüfung ohnehin der Öffentlichkeit vorgestellt werden, grosses Interesse gespürt) ▪ Kundenbindung Bevölkerung und Stammgäste ▪ Aktienkapitalerhöhung aufgrund Finanzierungsstruktur schwierig. Als Alternative partiarische Darlehen gewählt, wovon ein Teil über Crowdinvesting finanziert wurde.
Finanzierungsstruktur	Teilfinanzierung durch Crowdinvesting (Nachrangdarlehen, welches als Eigenkapital angerechnet wurde): EUR 1.5 Millionen durch 310 Investoren (2016) und EUR 375'000 durch 155 Investoren. Weitere EUR 4 Millionen über partiarische Darlehen aus der Region.
Erwähnte Erfolgsdeterminanten	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gute Einbindung in bestehendes Marketing ▪ Identifikation von Stammgästen und lokaler Bevölkerung mit Bergbahnen und Region war bereits hoch und wurde weiter gestärkt. ▪ Geldgeber wurden zu Botschaftern für Kampagne und Bergbahnen

Cooee Hotels, Österreich	
Crowdfunding-Kategorie	Crowdinvesting
Kurzbeschreibung Projekt	Finanzierung eines Hotels in Bad Kleinkirchheim, Österreich. Eröffnung im Dezember 2020 geplant. Die Finanzierung fand im Juni 2017 statt. Gewählte Plattformen: www.conda.at und www.we4tourism.at
Gegenleistung	Basiszins: Verzinsung 4.5% und 5.5%, je nach Investitionsbetrag. Bonuszins: Zwischen 0% und 4%, je nach Hotelauslastung.
Motive für Wahl Crowdfunding	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Marketingüberlegungen mit dem Ziel, bei der Eröffnung schneller eine höhere Belegung des Hotels zu haben. Höhe der Verzinsung primär vom Businessplan abgeleitet. ▪ Daneben: Vorteil, dass Nachrangdarlehen als Eigenkapital angerechnet wurde, benötigten weniger Eigenkapital
Finanzierungsstruktur	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crowdinvesting (Nachrangdarlehen, welches als Eigenkapital angerechnet wurde): EUR 1.2 Millionen von 417 Investoren ▪ Bankkredit: EUR 10.5 Millionen (einen Teil davon garantiert durch Österreichische Hotel- und Tourismusbank GmbH) ▪ EU Förderung: EUR 1.2 Millionen
Erwähnte Erfolgsdeterminanten	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Professionelles Marketing und Kommunikation durch Personen mit Erfahrung im Crowdfunding-Bereich ▪ Kampagne darf nie stillstehen – ständig neue Informationen und Interaktion mit Geldgebern ▪ Bekanntheit von involvierten Personen (Rainer Schönfelder, Hermann Maier)

Mit Blick auf die kurz vorgestellten Projekte sowie unter Einbezug bestehender Literatur sowie von weiteren Interviews mit Personen, welche erfolgreich Crowdfunding-Projekte im Tourismus-Bereich durchgeführt haben fallen zwei Aspekte auf: Crowdfunding bei Tourismus-Projekten stellt in den allermeisten Fällen lediglich eine Teilfinanzierung dar. Für die Gründe der Wahl von Crowdfunding als Finanzierungsquelle spielt die eigentliche Finanzierung eine wichtige Rolle, es werden aber auch Marketing- und Kommunikations-Überlegungen oft genannt (Kundenbindung, Breite lokale Abstützung von Projekten. Aus den (nicht repräsentativen) Interviews scheint es eine Tendenz zu geben, dass bei grösseren

Finanzierungsvolumen Marketing-Überlegungen wichtiger sind. Als zweiter Punkt fällt auf, dass die Mobilisierung von Geldgebern bei allen Projekten sehr wichtig war. Die Projektinitiiierenden konnten bestehende Adresslisten von Kundinnen und Kunden nutzen und sich teilweise weitere Kontakte über Netzwerke erschliessen (bspw. Tourismus-Organisationen, Kontakte von Projektpartnern, etc.). Dies ist umso entscheidender mit dem Wissen darum, dass die «Crowds» bei Online-Finanzierungen häufig eher lokal als global sind. Eine professionelle Vorbereitung der Kommunikation dürfte sich also positiv auf den Finanzierungserfolg von Crowdfunding-Kampagnen auswirken.

3.2.1.5. Fazit

Im Grundsatz eignet sich Crowdfunding sehr für den Einsatz im touristischen Bereich in der Schweiz. Dies aus den folgenden Gründen:

- Touristische Projekte bieten meist attraktive Gegenleistungen. Diese sind einfach verständlich. In der einfachsten Form können Gegenleistungen auch lediglich als Gutscheine dargestellt werden (beispielsweise Verkauf von Gutscheinen durch Arosa Tourismus während der Corona-Zeit im Frühling 2020 über CHF 1 Mio.).
- Crowdfunding eignet sich für die Bindung von Kunden. Gerade touristische Destinationen und die entsprechenden Betriebe verfügen oft über eine hohe Identifikation von (Stamm-)Gästen. Sowohl Crowdsupporting als auch Crowdinvesting ermöglicht die Einbindung von Kunden in Projekte. Über Crowdinvesting werden Kunden sogar langfristig mit einem Unternehmen verbunden, was auch entsprechendes Interesse am unternehmerischen Fortgang fördert.
- In den meisten Fällen ist Crowdfunding nicht die Hauptfinanzierungsquelle, sondern eine Ergänzungsfinanzierung. Dies erlaubt das Schliessen von finanziellen Lücken (auch im touristischen Bereich), welche sonst über alternative Finanzierungskanäle nur schwierig erschlossen werden könnten.
- Crowdfunding kann die Erschliessung anderer Finanzierungsquellen vereinfachen. Einerseits kann dies über die Finanzierung von Eigenkapital geschehen (Crowdinvesting). Andererseits findet beim Crowdfunding auch eine Art «crowd assessment» statt. Das heisst, viele Menschen bewerten ein Projekt als aus ihrer Sicht finanzierungswürdig. Eine Unterstützung durch viele Personen kann durch die erhöhte Aufmerksamkeit zudem auch den Druck für die tatsächliche Durchführung des Projekts erhöhen.

Es ist erstaunlich, dass Crowdfunding im Schweizer Tourismus noch keine grosse Verbreitung fand. Die Gründe dafür sind schwierig festzumachen. Im Gespräch mit Projektinitiantinnen und -initianten wurde aber durchgängig darauf hingewiesen, dass mit einem Crowdfunding entsprechender Aufwand für Kommunikation sowie Bereitstellen von Gegenleistungen hoch ist. Insbesondere für die Mobilisierung von Geldgebern muss viel Zeit investiert werden. Zudem benötigt die Durchführung einer Crowdfunding-Kampagne fachspezifisches Wissen, welches erst aufgebaut werden muss. Dazu kommen Kosten für die Benutzung von Plattformen (i.d.R. ca. 0 bis 10%). Aus dieser Sicht ist Crowdfunding-Kapital teures Kapital.

Insofern ist es nicht überraschend, dass Crowdfunding in der «Finanzierungs-Hackordnung» häufig am Ende steht.

Ein weiterer möglicher Aspekt, welche die noch geringe Verbreitung von Crowdfunding erklären könnte, ist, dass die Chancen von Crowdfunding aus einer Marketingperspektive in Bezug auf Kundengewinnung, -bindung sowie Bekanntheit in der Schweiz noch zu wenig erkannt wurden. Crowdfunding ist weder lediglich Finanzierung noch lediglich Marketing. Insbesondere die Beispiele im Bereich Crowdinvesting aus Österreich zeigen jedoch, dass eine ganzheitliche Sicht zum Erfolg führen kann. Gleichzeitig sind Kommunikations- und Marketingeffekte schwierig messbar. Die Kosten von Crowdfunding-Finanzierung relativieren sich aber erst, wenn genau diese Kommunikations- und Marketingeffekte bei der Beurteilung von Finanzierungsalternativen einbezogen werden.

3.2.2. Öffentliche Anleihen

Öffentliche Anleihen sind von sogenannten «privaten» Anleihen zu unterscheiden. Sie sind am Kapitalmarkt bzw. an der Börse kotiert und handelbar. Im Jahr 2019 wurden am Schweizer Kapitalmarkt (öffentliche) Anleihen mit einem Volumen von CHF 62 Mrd. aufgenommen. Im internationalen Vergleich liegt die Schweiz bei den Anleihsenmissionen in Prozent des BIP deutlich unterdurchschnittlich. KMUs mit einem Emissionsvolumen von weniger als CHF 100 Mio. sind am Kapitalmarkt nur sehr sporadisch vertreten.

Für eine Kotierung an der SIX Swiss Exchange muss das Anleihensvolumen mindestens CHF 20 Mio. betragen. Gleichzeitig muss das ausgewiesene Eigenkapital des Emittenten mindestens CHF 25 Mio. betragen.⁹⁰ In der Praxis gilt aus einer Kosten/Nutzen-Perspektive verbreitet ein Mindestvolumen von CHF 100 Mio. als Faustregel.

3.2.2.1. Aktuelle Situation

Die Emittenten verfügen in der Mehrheit der Fälle über ein sogenanntes «Investment Grade Rating». Dazu gehören die Ratingkategorien AAA bis BBB. In den letzten Jahren sind zunehmend kleinere Anleihen mit einem Volumen zwischen CHF 20 und 100 Mio. und mit Subinvestment Grade Rating zu beobachten. Man spricht auch von Mittelstandsanleihen. Aufgrund des schlechteren Ratings und einer daraus folgend höheren Rendite gehören die Anleihen zur Kategorie der High-Yield-Bonds. Gemäss der Helvetischen Bank, welche Emittenten in diesem Marktsegment unterstützt, müssen die Emittenten entweder über ein Rating im Bereich BBB- bis BB aufweisen oder implizite Rating-Überlegungen müssten auf ein Rating von mindestens BB schliessen lassen können. Für eine gute «Bond-Story» braucht ein Unternehmen nachhaltig stabile Cashflows und ein gutes Eigenkapitalpolster. Eine Jahresrechnung nach Swiss GAAP FER oder sogar IFRS von Vorteil.

Die typischen Laufzeiten öffentlicher Anleihen liegen zwischen 5 und 8 Jahren. Anleihen mit einem Rating von mindestens etwa AA- oder besser können auch zu deutlich längeren Laufzeiten bis zu 20 Jahren platziert

⁹⁰ SIX Swiss Exchange, Zusatzreglement für die Kotierung von Anleihen, vom 4. April 2018.

werden. Voraussetzung ist jedoch ein öffentlicher Schuldner bzw. ein Schuldner, welcher von einer Staatsgarantie profitiert. In diesem Fall ist das Rating der bürgenden Institution (z.B. Bund oder Kanton) für die Anleihsenemission massgeblich.

Es sind explizite von impliziten Garantien zu unterscheiden. Angenommen, eine Gemeinde unterstützt ein Unternehmen bei der Kreditaufnahme mit einer Bürgschaft. In diesem Fall springt die Gemeinde bei einem Zahlungsausfall für das Unternehmen ein. Das Rating der Gemeinde ist daher für die Finanzierung massgeblich. Es handelt sich um eine explizite Garantie durch die Gemeinde. Im Falle einer impliziten Garantie ist eine Unterstützung der Gemeinde nicht mit Sicherheit zu erwarten. Der Kapitalgeber kann nur ahnen, dass die Gemeinde im Zahlungsausfall einspringt. Hinweise für eine implizite Gemeindegartantie könnten beispielsweise sein: Die Gemeinde ist Aktionärin des Schuldners. Die Gemeindeversammlung hat sich bereits in diversen Abstimmungen als dem Schuldner positiv gestimmt gezeigt. Der Schuldner hat einen hohen Anteil an der regionalen Wertschöpfung. Im Vergleich zu einer expliziten Garantie hat eine implizite Garantie einen geringeren Effekt auf Rating und Zinssatz. Sowohl bei expliziten als auch impliziten Garantien gilt es unbedingt das Verhältnis zwischen Finanzkraft des Garantiegebers und Finanzierungsvolumen des Garantienehmers zu berücksichtigen. Eine Gemeinde mit Jahreseinnahmen von CHF 10 Mio. kann beispielsweise nicht für eine Finanzierung über CHF 100 Mio. garantieren.

Grundsätzlich sind Anleihseninvestoren sehr sachlich. Im Vordergrund ihrer Überlegungen steht die «Downside-Protection». Im Bereich der wenig regulierten institutionellen Anleger und vor allem im Segment der vermögenden Privatanleger ist es jedoch gut möglich, dass emotionale Überlegungen eine «Nebenrolle» spielen können. Ein Investor, welcher seit 20 Jahren beispielsweise nach Davos in die Skiferien geht, könnte ein Investment in Davos durchaus etwas entgegenkommend beurteilen und sich zu einer Finanzierung entscheiden oder renditemässig leichte Abstriche in Kauf nehmen. Grundsätzlich muss aber die Bond-Story schon robust sein. Emotionale, unsachliche Argumente dürfen nicht Überhand gewinnen. Dass dies zur Gefahr werden kann, zeigte sich im Segment der Mittelstandsanleihen in Deutschland. Viele der Konsumenten bestens bekannte Unternehmen wie Biermarken oder Schifffahrtsgesellschaften haben sich über Mittelstandsanleihen finanziert und vor allem bei Retailinvestoren Nachfrager gefunden. Nicht-sachliche Anlageentscheidungen haben an Bedeutung gewonnen. Rund ein Drittel der betreffenden Unternehmen konnten ihrem Schuldendienst nicht mehr bzw. nicht mehr fristgerecht nachkommen. Der Ruf der Mittelstandsanleihen hat dadurch stark gelitten.

3.2.2.2. Beteiligte Investoren

Die wichtigsten Investoren am Anleihsenmarkt sind grössere Institutionelle wie Krankenkassen oder Versicherungen. Für diese ist das Vorliegen eines Ratings aus dem Investment Grade Bereich Voraussetzung für eine Kapitalanlage. Das heisst, der Kapitalnehmer braucht ein Rating von mindestens BBB. Es gibt auch Pensionskassen, welche noch vorsichtiger sind und beispielsweise nur in Anleihen mit einem Rating von mindestens A investieren. Eine Begründung dazu ist, dass diese lieber mit Aktien als mit Anleihen Risiken eingehen. Zu berücksichtigen ist weiter, dass viele grossen institutionellen Investoren aufgrund ihrer Anlagerichtlinien nicht mehr als 10% einer Emission übernehmen dürfen. Gleichzeitig sollte das investierte

Volumen nicht mindestens CHF 10 Mio. betragen. Diese beiden Zielsetzungen lassen sich nur ab einer Emissionsgrösse von CHF 100 Mio. vereinbaren.

Etwas risikofreudiger sind Family Offices, welche teilweise bis zu einem Rating B in sogenannte High-Yield-Bonds aus dem Subinvestment Grade investieren. Entscheidend ist, wie stark ein Investor in seinen Anlagen reglementiert ist. Neben Family Offices sind auch vereinzelt private Vermögensberater und Unternehmen (nicht aus der Finanzbranche), welche Negativzinsen vermeiden wollen, bereit für Investitionen in High-Yield-Bonds. Insgesamt muss jedoch davon ausgegangen werden, dass der Grossteil der institutionellen Investoren nicht im Subinvestment Grade tätig ist. Diese Zuordnung deckt sich auch mit den Erfahrungen der Helvetischen Bank, wonach die folgenden Anlegerkategorien im Fokus der Vermarktung von kleinen Anleihen stehen: Family Offices/(U)HNWI, unabhängige Vermögensberater und «sophistizierte» Privatanleger. Falls ein Schuldner einen hohen Bekanntheitsgrad hat und eine Kreditbeziehung mit einer Bank hat, ist eine Fremdkapitalaufnahme bei institutionellen Investoren auch ohne Rating (einer Ratingagentur) möglich. Die Kreditwürdigkeit wird in diesem Fall über die Bank abgeholt.

3.2.2.3. Praxisbeispiele

3.2.2.3.1. Anleihen Andermatt Swiss Alps

Andermatt Swiss Alps hat in den Jahren 2015, 2018 und 2019 je eine Anleihe von jeweils CHF 50 Mio. aufgenommen. Beide Anleihen haben eine Laufzeit von 5 Jahren. Der Couponsatz der Anleihen lag zwischen 3.75% und 4%. Beide Anleihen bzw. die Andermatt Swiss Alps verfügen nicht über ein Rating. Aufgrund der aktuellen Finanzsituation mit hohen Verlusten sowohl im Jahr 2018 und 2019 wäre ein Rating mit Sicherheit schlecht ausgefallen. Für grosse institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen dürften diese Anleihen daher kaum investierbar sein. Die Anleihen haben aber ihre Nachfrage gefunden. Die Existenz des finanzkräftigen Investors Samih Sawiris und der Glaube, dass er die Andermatt Swiss Alps stützen wird, dürften dabei sicherlich hilfreich gewesen sein. Glaubt man an eine impliziten Garantie durch den Hauptinvestor, sind die Couponsätze von 3.5% bis 4% sehr attraktiv. Da es sich um ein Entwicklungsprojekt handelt, sind jedoch auch die Risiken beträchtlich.

3.2.2.3.2. Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau

Die EGW unterstützt nach Massgabe des Wohnraumförderungsgesetzes gemeinnützige Wohnbauträger mit günstigen Mitteln für die Finanzierung von Wohnbauten. Sie erfüllt diese Aufgabe, indem sie am Kapitalmarkt öffentliche Anleihen auflegt und die Mittel daraus an die beteiligten Wohnbauträger weiterleitet. Die Anleihen der EGW werden vom Bund verbürgt und bieten den Investoren deshalb grösstmögliche Sicherheit.

Seit ihrer Gründung im Jahr 1990 hat die EGW im Rahmen von 85 Anleihensemissionen insgesamt rund CHF 6.5 Milliarden aufgenommen. Die Laufzeiten der Anleihen variieren zwischen 5 und 20 Jahren. Der

Schwerpunkt der Laufzeiten liegt bei rund 15 bis 20 Jahren.⁹¹ Von den 85 Emissionen wurden deren 13 privat platziert. In den letzten Jahren hat die EGW das Instrument der Privatplatzierung allerdings nicht mehr eingesetzt. Der Grund dafür ist, dass Investoren im Rahmen von Privatplatzierungen keine langen Laufzeiten von 15 bis 20 Jahren eingehen. Aufgrund der Illiquidität der privat platzierten Anleihen wollen sich die Investoren nicht so lange binden.

Die EGW meldet die Anleihen beim Bund an. Dann erfolgt die Poolbildung. Quoten werden an die beteiligten Wohnbaugenossenschaften verteilt. Über die definitive Beteiligung an der Finanzierung entscheidet eine Prüfungskommission, welcher auch unabhängige Experten angehören. Um an der Finanzierung zu partizipieren müssen die Wohnbaugenossenschaften Mitglied der EGW sein und einen Anteilsschein besitzen. Um die Finanzierungsbedürfnisse der Wohnbaugenossenschaften zu befriedigen, ist es wichtig, dass zwei bis dreimal jährlich eine Anleihe platziert werden kann. Die attraktiven Konditionen der EGW-Anleihen entschädigen die Wohnbaugenossenschaften für eine gewisse Wartezeit. Banken bieten Überbrückungsfinanzierungen an, falls der Zeitpunkt des Kapitalbedarfs nicht mit den Anleihensemissionen übereinstimmt. Für die Anleihensemissionen ist weiter ein Volumen von mindestens CHF 100 Mio. und die damit verbundene REPO-Fähigkeit von grossem Vorteil.

Die EGW finanziert die Projekte der Wohnbaugenossenschaft bis zu 80% des Ertragswerts. In Ausnahmefällen können auch mehr als 80% finanziert werden. Dann muss der Mehrbetrag allerdings beispielsweise von der Standortgemeinde verbürgt werden. Die an der Finanzierung beteiligten Wohnbaugenossenschaften gehen keine Solidar- bzw. Quotenhaftung ein. Da der Bund ohnehin für die gesamte Anleihe haftet, würde es eigentlich sowieso nicht zu einer Solidarhaftung kommen. Bei der Lancierung der EGW war jedoch eine Abgrenzung zur Emissionszentrale der Schweizer Gemeinden (ESG), welche eine Quotenhaftung kannte, wichtig. Für seine Bürgschaft bekommt der Bund von der EGW keine Entschädigung. Der Bund geht mit der Bürgschaft ein Commitment zur Unterstützung des gemeinnützigen Wohnungsbaus ein. Eine Entschädigung für das eingegangene Risiko ist daher nicht notwendig, im Vordergrund steht die Zielsetzung den gemeinnützigen Wohnungsbau zu fördern. Sämtliche an einer Anleihe beteiligten Wohnbaugenossenschaften zahlen im Innenverhältnis den gleichen Zinssatz an die EGW. Da sich dank der Bundesbürgschaft ohnehin alle Beteiligten deutlich günstiger finanzieren können, wird ein Einheitszinssatz akzeptiert. Die Wohnbaugenossenschaften werden zwar durch die EGW vier Ratingklassen zugeordnet. Die Zuordnung dient jedoch nur dem internen Risikomanagement. Zudem sind die Reportingpflichten der Wohnbaugenossenschaft von der Ratingzuordnung abhängig.

Die EGW verlangt von den Wohnbaugenossenschaften 0.1% für die Kreditprüfung, 0.1% für Aufwand/Vorbereitung der Anleihen sowie 0.06% pro Laufzeitjahr für Rückstellungen für Gestionskosten. Für eine 20jährige Anleihe kommen so Gebühren von 1.4% zusammen. Die aktuellste Anleihensemission der EGW datiert vom 1. April 2020. Das Emissionsvolumen betrug CHF 137.5 Mio. Bei einem Ausgabepreis von 101.85% und einem Couponsatz von 0.35% resultierte für die Investoren eine Rendite auf Verfall von 0.26%. Zum gleichen Zeitpunkt lag die Rendite von Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit bei -0.19%. Die EGW-Anleihe weist somit einen Spread von 45 Basispunkten auf. Im August 2020 hat die EGW nochmals

⁹¹ Geschäftsbericht EGW 2019.

eine zwanzigjährige Anleihe mit einer Rendite von -0.03% platziert. Die April-Anleihe wurde um diese Tranche aufgestockt. Die Rendite der Bundesanleihe lag Anfang August bei -0.42%. Für die EGW-Anleihe ergibt dies einen Spread von 39 Basispunkten. Gegenüber der Bundesanleihe verlangen die Investoren von der EGW eine rund 40 bis 45 Basispunkte höhere Rendite. Gründe für die höhere Rendite liegen einerseits in der geringeren Liquidität der Anleihe. Andererseits stellt sich die Frage, wieso der Investor die EGW-Anleihe kaufen soll, wenn er auch die Bundesanleihe haben kann. Trotz vorliegender Garantieverpflichtungsvereinbarung zwischen Bund und EGW, dürfte ein geringes Restrisiko bestehen.

Die totalen Emissionskosten (für die gesamte Laufzeit) betragen rund CHF 2.9 Mio. und wurden mit dem Emissionsagio verrechnet, so dass 99.729% bzw. CHF 137.1 Mio. an die EGW ausgezahlt wurden. Inkl. Gebühren der Emissionsbank, Rückstellungen für Zinsausfälle von 0.15% sowie Coupon-Inkassokommissionen resultierten All-in-Costs von 2.12% über die gesamte Laufzeit bzw. 0.364% p.a.⁹² Solide Wohnbaugenossenschaften müssten derzeit für zehnjährige Hypotheken einen Zinssatz von ca. 0.8% bis 1% bezahlen. Dank der EGW profitieren die Wohnbaugenossenschaften einerseits von einem Zinskostenvorteil von rund 0.5% p.a. und andererseits von einer längeren Finanzierungsdauer.

Die EGW beschäftigt kein eigenes Personal. Die Geschäfte werden über eine Drittfirma, welche über ca. 5 Vollzeitstellen verfügt, abgewickelt. Per Ende 2019 hat die EGW 508 Mitglieder. 391 davon weisen eine Anleiensquote auf. An den im Jahr 2019 platzierten Anleihen von zusammen CHF 308 Mio. haben sich 73 Wohnbauträger beteiligt. Dies entspricht einem durchschnittlichen Anteil von CHF 4.2 Mio.

3.2.2.3.3. Spitalanleihen

Öffentliche Spitäler haben eine Bonitätseinschätzung, die besser ist, als ihre wirtschaftlichen Kennzahlen erwarten lassen.⁹³ Grund dafür ist die strukturelle Bedeutung dieser Spitäler für die Bevölkerung und damit verbunden eine implizite Staatsgarantie. Im Jahr 2018 hat das See-Spital (Horgen) eine Anleihe mit einem Volumen von CHF 100 Mio. und einer Laufzeit von 8 Jahren aufgenommen. Zum Ausgabezeitpunkt betrug die Rendite auf Verfall 1.23%. Das ZKB-Rating der Anleihe liegt mit BBB im Investment Grade. Gegenüber dem Stand-alone-Rating des See-Spitals liegt es zwei Stufen höher. Im Falle von finanziellen Schwierigkeiten kann von einer impliziten Garantie der Gemeinden des Bezirks Horgen ausgegangen werden (mässig hohe Unterstützungswahrscheinlichkeit).⁹⁴ Eine explizite Staatsgarantie besteht hingegen nicht.

Per Ende 2018 weist das See-Spital verzinsliche Schulden von rund CHF 128 Mio. auf. Diesen stehen flüssige Mittel (inkl. Wertschriften) von rund CHF 87 Mio. gegenüber. Damit lässt bei einem laufenden EBITDA von CHF 12.7 Mio. sich eine Entschuldungsdauer von 3.2 Jahren berechnen. Es gilt dabei jedoch zu berücksichtigen, dass die bestehenden flüssigen Mittel zu einem grossen Teil in ein Neubauprojekt fliessen werden. Somit wird die Entschuldungsdauer demnächst deutlich steigen. Die EBIT-Marge ist mit 3% im Jahr

⁹² Globalkostenabrechnung für die EGW-Anleihe Serie 63.

⁹³ Aussage Richard Schindler, Leiter Kapitalmarkt bei der ZKB, zitiert in Medizinische Pflege für das Portfolio, Neue Zürcher Zeitung vom 15. Oktober 2018.

⁹⁴ See-Spital gibt Debüt, Finanz und Wirtschaft vom 9. Juni 2018.

2019 branchenbedingt tief. Wie eingangs dieses Abschnitts erwähnt, sind die Finanzkennzahlen des See-Spitals in einem Standalone-Szenario wohl nicht einem Investment Grade entsprechend.

Sowohl die Immobilien als auch die Mobilien der See-Spitäler gehören der Stiftung See-Spital. Diese bezweckt die gesetzlich vorgeschriebene Sicherstellung der Spitalversorgung und des Rettungsdienstes.⁹⁵ Falls der See-Spital-Betrieb aufgegeben wird, fallen die Aktiven und Passiven auf die Trägergemeinden der Stiftung zurück. Die zurückfallenden Aktiven sind von den Trägergemeinden in diesem Fall weiterhin im Sinne der Gesundheitsversorgung zu verwenden.⁹⁶ Diese Stiftungsstruktur dürfte die implizite Staatsgarantie sicherlich positiv begünstigen.

Regionalspitäler und Skigebiete sind für ihre Standortgemeinden wichtig. Ein Regionalspital zu besitzen, welches für die Bewohner beispielsweise in fünf bis zehn Minuten zu erreichen ist, kann ein Standortvorteil sein. Für ausländische Zuzügler ist dies etwas weniger wichtig, da sie sich längere Distanzen oft gewohnt sind. Für den Schweizer kann dies jedoch ein wichtiger Faktor sein. Aus Sicht des Gesundheitssystems ist ein Regionalspital halt ein gewisser Luxus. Die entscheidende Frage ist, ob man dafür bezahlen will. Die gleiche Frage stellt sich wohl auch in einigen Skigebieten. Es wird immer wieder diskutiert, ob umliegende Spitäler die Patienten des See Spitals übernehmen könnten. Tendenziell wird die Frage mit «Ja» beantwortet. Auch diese Frage stellt sich für die Skigebiete. Mit Ausnahme sehr weniger Spitzentage könnten andere Skigebiete die Gäste eines vom Markt verschwindenden Skigebiets problemlos aufnehmen. Das Problem ist jedoch, dass die meisten Skigebiete eine höhere regionalwirtschaftliche Bedeutung hat als zum Beispiel das See Spital. Angenommen, in Leukerbad würde die Bergbahnunternehmung ihren Betrieb aufgeben. Arbeitsplatzverlust und Abwanderung würden Leukerbad relativ betrachtet sicherlich stärker treffen als Horgen im Falle einer Stilllegung des See Spitals.

3.2.2.4. Erfolgsvoraussetzungen für touristische Unternehmen

Der Kapitalmarkt bzw. institutionelle Anleger berücksichtigen hauptsächlich das reale Zinsumfeld, da sehr viele dieser Anleger aufgrund der Höhe des Anlagevolumens mittlerweile auch Negativzinsen auf deren Anlagen bezahlen müssen. Daher wird der Risikozuschlag zu einem negativen Basiszinssatz addiert. Dies ist mit ein Grund, warum im aktuellen Zinsumfeld ein verstärkter Einbezug institutioneller Anleger in die Finanzierung touristischer Unternehmen attraktiv sein könnte. Es gibt diverse Gründe, wieso öffentliche Anleihen für touristische Unternehmen kein bewährtes Finanzierungsinstrument werden. Dazu gehören beispielsweise:

- Die Bonität der meisten Unternehmen ist zu schlecht und ein Investment Grade-Rating wird deutlich verfehlt.
- Jene Unternehmen, welche das Rating-Kriterium erfüllen, haben eine starke Innenfinanzierungskraft und bekommen von den Banken günstige Kredite.
- Die Jahresrechnungen erfolgen nur nach den Vorschriften des Obligationenrechts

⁹⁵ See-Spital, Stiftungsurkunde, Artikel 2.

⁹⁶ See-Spital, Stiftungsurkunde, Artikel 12.

- Der Kapitalbedarf ist absolut zu gering.

Der geringe Kapitalbedarf könnte derart gelöst werden, dass mehrere Unternehmen im Kollektiv, z.B. in Form einer Emissionszentrale, Kapital aufnehmen (Abschnitt 4.5.1). Weiter könnte sich für einen geringeren Kapitalbedarf eine Privatplatzierung (Abschnitt 3.2.3) empfehlen. Auch im Falle einer Privatplatzierung dürfte die Bonitätsfrage allerdings kritisch bleiben.

Institutionelle Investoren weisen darauf hin, dass sie implizite Garantien bei der Anlageentscheidung in touristische Unternehmen nicht bzw. kaum positiv berücksichtigen. Der Vergleich mit den Spitalanleihen macht für die Zukunft etwas Hoffnung. Im Spitalsegment, welches durchaus vergleichbar mit dem Tourismus ist, scheinen institutionelle Investoren weniger vorsichtig zu sein. Voraussetzungen werden jedoch immer ein ausreichend grosser Kapitalbedarf und ein akzeptables Rating sein.

Die geringe Verbreitung von öffentlichen und auch privat platzierten Anleihen liegt nicht nur an den soeben beschriebenen Problemen. Auf Anleihen spezialisierte Finanzintermediäre berichten, dass die Form der Anleihe in einigen Fällen nicht gewählt wird, weil die Bankfinanzierungen günstiger sind. Im Gegensatz zu lokal verankerten Banken spielen für Anleihensinvestoren Umwegrenditen und regionalwirtschaftliche Aspekte keine Rolle. Ein weiteres Problem besteht darin, dass viele CFOs die Finanzierungsmöglichkeiten über Anleihen zu wenig kennen. Unternehmen sollten nicht nur auf die Kosten einer Finanzierung schauen. Eine Anleihe kann einem Unternehmen weitere Vorteile bringen. Dies sind beispielsweise: Keine Amortisation während der Laufzeit, keine Covenants, Diversifikation der Kapitalgeber.

3.2.3. Privatplatzierungen

Im Rahmen einer Privatplatzierung werden Anleihen oder Darlehen bei Investoren platziert. Im Vergleich zu den im vorherigen Abschnitt beschriebenen öffentlichen Anleihen richtet sich das Angebot nicht ans gesamte Anlegerpublikum, sondern an eine beschränkte Anzahl ausgewählte Anleger. Im Vergleich zu einer öffentlichen Anleihe kann das Unternehmen auf die Erstellung eines Emissionsprospekts verzichten. Unter dem Begriff «Privatplatzierung» ist zumeist die Kapitalaufnahme bei institutionellen Anlegern gemeint. Eine Platzierung bei Privatanlegern ist aber auch nicht ausgeschlossen. Die Abgrenzung zur Finanzierungsform «Private Debt» besteht im Wesentlichen darin, dass sich Privatplatzierungen in der Regel an mehrere Kapitalgeber richten. Im Rahmen von Private Debt besteht in der Regel nur ein Kapitalgeber oder ein kleineres Syndikat (auch «Club Deal» genannt).

Privatplatzierungen haben vieles gemeinsam mit den öffentlich platzierten Anleihen. Viele Argumente aus Abschnitt 3.2.2 haben daher auch in diesem Abschnitt Gültigkeit. Ein wichtiger Unterschied gibt es bezüglich Laufzeiten. Aufgrund der fehlenden bzw. stark beeinträchtigten Verkäuflichkeit von nicht an der Börse gehandelten Anleihen sind die Laufzeiten von Privatplatzierungen kürzer, typischerweise zwischen 5 und 8 Jahren.

Ein mittelgrosses bis grosses Bergbahnunternehmen, welches zu den Renditeunternehmen zu zählen ist, hat vor einigen Jahren die Idee einer Privatplatzierung verfolgt.⁹⁷ Das Interesse institutioneller Investoren wäre grundsätzlich gegeben gewesen. Das Platzierungsvolumen hätte bei ca. CHF 20 Mio. gelegen. Faktoren, welche die Transaktion zum Scheitern brachten, waren ein fehlendes Rating sowie ein Rechnungsabschluss nur nach Obligationenrecht.

Es ist schwierig einzuschätzen, inwieweit das Instrument der Privatplatzierung im Bereich Schweizer Tourismus angewendet wird. Es gibt vereinzelt Beispiele, aber der Bankenmarkt ist sehr dominant. Eine moderate Zunahme von Privatplatzierungen ist durchaus möglich. Der wichtigste Hinderungsgrund ist das Nicht-Vorhandensein eines Ratings. Die allermeisten institutionellen Anleger brauchen ein Rating.

In der Hotellerie finden vereinzelt Privatplatzierungen statt. Diese sind oft mezzanisch bzw. nachrangig ausgestaltet und zu 4% bis 8% verzinslich. Ein Treiber des Zinssatzes sind die Rückzahlungsmodalitäten. Ein Verzicht auf eine Amortisation über die Laufzeit führt zu einem höheren Zinssatz. Kapitalgeber sind HNWI oder Family Offices. Diese Investoren investieren allgemein in Immobilien, die Hotellerie in den Städten und in den Bergen ist ein Bestandteil davon. Die mezzanische Finanzierung muss im Zusammenhang mit der vorrangigen Bankfinanzierung betrachtet werden, so dass im Durchschnitt akzeptable Finanzierungskosten resultieren. Typische Finanzierungsnehmer sind Hotels, welche ein Vorhaben finanzieren, das zu einer Erhöhung der Cashflows führt, aus welchen die Finanzierungskosten zu decken sind. Wenn die Bankfinanzierungsstranche zulasten der mezzanischen Finanzierung reduziert werden kann, verzichten die Banken im Gegenzug auf strengere Covenants (z.B. Dividendeneinschränkungen). Die beschriebenen Finanzierungen zeichnen sich durch eine hohe Flexibilität bei der Festsetzung von Zins und Rückzahlungsmodalitäten aus. Im Vergleich zu Bankinstituten gehen die Investoren pragmatischer und weniger bürokratisch vor. Für den nachrangigen Investor ist die Immobilie als Sicherheit wichtig. Die Cashflows aus dem Hotelbetrieb sind weniger von Bedeutung. Daher braucht es nicht zusätzlich nochmals eine Finanzplanung. Wenn sich das Hotel gut entwickelt, profitiert der Investor von einer guten Verzinsung.

3.2.4. Fremdkapitalaufnahme «Private Debt»

Birrer/Bauer/Amrein definieren Private Debt als «(...) nicht börsengehandelte, «private» Kreditfinanzierungen von Unternehmen durch Nicht-Banken. Typischerweise werden KMU und kleinere Grossunternehmen finanziert.» Die Autoren weisen darauf hin, dass Private Debt jedoch keinesfalls als eine homogene Anlageklasse zu sehen ist. Innerhalb von Private Debt gibt es verschiedene Unterkategorien, sowohl was Instrumente zur Kreditvergabe als auch Sub-Assetklassen betrifft.⁹⁸

⁹⁷ Das Unternehmen ist den Autoren bekannt.

⁹⁸ Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Dr. Manuel Bauer, Simon Amrein (2019), Unternehmensfinanzierung mit Private Debt in der Schweiz, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, Hochschule Luzern.

3.2.4.1. Aktuelle Situation

Das Wachstum des globalen Private Debt Fonds Marktes in den Jahren 2007 bis Mitte 2019 betrug durchschnittlich 12.7% p.a. Das aktuell weltweit in die Anlageklasse Private Debt Fonds allozierte Kapital wird auf USD 812 Mrd. geschätzt. Pro Jahr wurde weltweit schätzungsweise mehr als USD 100 Mrd. neues Kapital von Private Debt Fonds aufgenommen.⁹⁹ Nicht in obiger Schätzung eingeschlossen sind jedoch Private Debt Finanzierungen im weiteren Sinne, d.h. beispielweise direkte Fremdfinanzierungen durch Pensionskassen, Versicherungen oder Sovereign Wealth Funds, Leasing, etc. Für diesen Markt sind verlässliche globale Zahlen noch nicht erhältlich.

Das Wachstum des Private Debt Marktes lässt sich erstens mit dem starken Wachstum des Private Equity Marktes erklären, da Private Debt insbesondere zur Finanzierung von Private Equity Transaktionen (Abschnitt 3.2.5) eingesetzt wird. Zweitens haben die Anzahl sowie das Volumen der nicht durch Private Equity-gesponserten Transaktionen, sog. «nicht-gesponserte, resp. (engl.) non-sponsored transactions» zugenommen.¹⁰⁰ Drittens wird Private Debt vermehrt bei der Finanzierung von Immobilien, Infrastrukturprojekten und Rohstoffen eingesetzt.

Trotz der beachtlichen Dimensionen stellt Private Debt als Anlageklasse im Vergleich zum gesamten globalen Bankenkredit- und dem Fremdfinanzierungskapitalmarkt aber noch immer eine Nische dar. Nicht nur der Private Debt Markt wächst stark. Auch andere Formen der privaten Nicht-Bankensektor-Finanzierungen wie CLOs, Leasing, Schuldscheindarlehen, Direktinvestitionen von grossen Pensionskassen und Versicherungen, Crowdfunding / Marketplace Lending sind stark auf dem Vormarsch.

Birrer/Bauer/Amrein schätzen das bestehende Schweizer Private Debt Marktvolumen in den letzten Jahren durchschnittlich auf ungefähr CHF 3 Mrd.¹⁰¹ Wie auch in Europa zu beobachten, sind die durch Private Equity Investoren gesponserten Schweizer Transaktionen volumenmässig die grössten Kreditnehmer von Private Debt Fonds.

Der Schweizer Private Equity Markt ist in den letzten drei Jahren mit über 15% gewachsen. Daher dürfte in den letzten Jahren auch der Private Debt Markt strukturell mit einer ähnlichen Wachstumsrate gewachsen sein. Bei anhaltendem Private Equity Wachstum und weiterhin stattfindenden nicht-gesponserten Transaktionen wird der Schweizer Private Debt Markt auch zukünftig mit einer zweistelligen Prozentzahl wachsen.

3.2.4.2. Beteiligte Investoren

Wie im obigen Abschnitt beschrieben, wird Private Debt immer noch hauptsächlich in Verbindung zu Private Equity Transaktionen angewendet. Der Hauptgrund liegt darin, dass Private Debt Fonds ihren Anlegern relativ hohe Renditen versprochen haben, welche nur bei einem relativ hohen Leverage zu rechtfertigen sind.

⁹⁹ Preqin (2020), 2020 Preqin Global Private Debt Report

¹⁰⁰ Der Begriff «sponsored transaction» stammt vom englischen Wort «Sponsor» ab, welche im Zusammenhang mit Management Buy-out («MBO») von Bedeutung ist. Damit ist eine Private Equity Firma gemeint, welche als «Sponsor» eines Managementteams im Rahmen eines MBO agiert.

¹⁰¹ Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Dr. Manuel Bauer, Simon Amrein (2019), Unternehmensfinanzierung mit Private Debt in der Schweiz, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, Hochschule Luzern.

Die sog. nicht-gesponserten Transaktionen sind jedoch auf dem Vormarsch, da aufgrund der historischen Tiefzinspolitik Kapital neue Anlagemöglichkeiten ausloten muss.

Da der Markt von Private Equity Transaktionen im Schweizer Bergtourismus relativ klein ist (Abschnitt 3.2.5) erstaunt es auch nicht, dass der Private Debt Markt in diesem Bereich auch relativ klein ist. Dazu kommt, dass die grossen Private Debt Fond wie Oaktree, GSO Capital (Private Debt Arm von Blackstone), Apollo, Ares, etc. allgemein die Schweiz wegen der tendenziell zu kleinen Transaktionsgrössen nicht auf dem Radar haben und daher keine lokalen Investmentteams vor Ort in der Schweiz haben. Auch die kleineren auf Direkt Lending spezialisierten Fonds wie Bluebox, Muzinich, etc. haben nur sehr beschränkte Ressourcen im Schweizer Markt beschäftigt.¹⁰² Jedoch sind auch die lokal verankerten, spezialisierten Private Debt Fonds, wie Partners Group, Patrimonium Capital, Tavis Capital oder Capital Transmission nicht oder nur sehr wenig im Bereich Tourismus aktiv.

Die typischen Laufzeiten von Private Debt Finanzierungen sind 7-8 Jahre. Der Hintergrund ist, dass eine Private Equity Firma «typischerweise» eine gekaufte Unternehmung 5 Jahre halten will. Oft braucht es aber etwas länger, bis eine Unternehmung verkauft ist, daher ca. 2-3 Jahre Puffer.

3.2.4.3. Praxisbeispiele

Wie oben beschrieben wird typischerweise zwischen «gesponserten» und «nicht-gesponserten» Transaktionen unterschieden.

«Gesponserte Transaktionen»

Basierend auf unseren Untersuchungen und den durchgeführten Interviews sind uns keine materiellen gesponserten Private Debt Transaktion im Bereich Tourismusfinanzierung in der Schweiz bekannt. Unsere Interviewpartner haben bestätigt, dass bei den beiden grössten in letzter Zeit in der Schweiz durchgeführten Tourismusprojekten (Swiss Andermatt Resorts und Bürgenstock) keine «Private Debt» Finanzierung durchgeführt wurde. Offensichtlich gab es Gespräche mit Private-Debt-Anbietern, aber diese waren nicht zielführend. Beide Projekte wurden anderweitig finanziert.

Wir gehen davon aus, dass folgende Gründe dazu führen, dass dieser Bereich momentan nicht existent oder sehr klein ist:

- Die Schweiz ist allgemein nicht als «Private Debt»-Land bekannt. Das Gesamtvolumen (abgesehen von international syndizierten Transaktionen Schweizer Unternehmen) ist allgemein klein und die grossen Private Debt Fonds sind nicht in der Schweiz präsent
- Auch die einzelnen Transaktionsvolumina sind – ausser bei einigen grossen Projekten wie Andermatt und Bürgenstock – relativ klein. Zu kleine Transaktionsvolumen sind für Private Debt Fonds nicht attraktiv. Im Unterschied zu lokal verankerten Banken, welche Projekte und deren

¹⁰² In der deutschsprachigen Praxis wird «Direct Lending» oft als Synonym von Private Debt verwendet. In der angelsächsischen Praxis wird er aber hauptsächlich als eine Unterkategorie von Private Debt verwendet. Er umfasst meist die Aktivitäten der sogenannten «Direct Lending Fonds», welche grundsätzlich «direkt» in Unternehmen investieren wollen, das heisst nicht in von Banken syndizierten Krediten.

Akteure meist über viel Jahre kennen, muss ein Private Debt Fond sich dieses Know How bei jeder Transaktion neu aneignen. Die Deal-bezogenen Eintrittshürden / «Barriers of Entry» sind daher sehr hoch und nur bei «grossen» Volumen zu rechtfertigen.

- Unsere Interviews haben bestätigt, dass allgemein Skepsis, insbesondere unter lokalen Investoren, aber auch zunehmend unter internationalen Investoren herrscht, dass der Schweizer Tourismus für Private Equity oder Private Debt keine angemessenen Renditen aufweist.
- Andere lokal verankerte Finanzierungspartner (Banken, NRP, etc.) finanzieren die guten Projekte bevor diese je auf den Finanzierungsmarkt kommen. Nicht lokal verankerte Investoren haben einen bedeutenden Informationsnachteil.
- Von Privat Debt geforderte Zielrenditen von ca. 5 – 10+% sind nur bei den allerwenigsten Schweizer Tourismusprojekten zu erwirtschaften.
-

«Nicht-gesponserte Transaktionen»

Tabelle 10: Nicht-gesponserte Private Debt Transaktionen im Schweizer Tourismus

Kreditnehmer	Kreditgeber	Datum	Betrag (CHF)	Art Kredit	Kommentar
Poscom Ferien Holding AG	BVK (Personalvorsorge Kanton Zürich)	10/2002	Ca. 100 Mio.	Grundpfandgesichert	BVK hat Kredit von Kanton Zürich übernommen
<u>Das Zelt</u>	Tavis Capital	Nicht bekannt	Nicht bekannt	Nachrangig	

Grundsätzlich sind auch in diesem «nicht-gesponserten» Bereich nicht viele Transaktionen bekannt. Ein Negativbeispiel ist sicherlich die Finanzierung des Kantons Zürich, resp. der BVK (Personalvorsorge des Kantons Zürich) als Nachfolgeschuldnerin der Poscom Ferien Holding AG, ehemals Berner Ferienverein. Der Ferienverein wurde 1963 von PTT-Angestellten gegründet. Den Pösteler-Familien wollte man so die Möglichkeit bieten, günstige Ferien machen zu können. Eine ausserordentliche Generalversammlung des Berner Ferienvereins, bzw. der Poscom Ferien Holding AG hat dann aber im Februar 2018 entschieden, dass alle vier Schweizer Hotels, zwei Ferienanlagen, ein Campingplatz und ein Reisebüro in der Schweiz, in Spanien und auf Sardinien verkauft werden müssen. Als Käufer wurde der saudiarabische Industrielle Sami al-Angari gefunden, welcher dafür 58 Millionen Franken geboten hat. Danach wurde auch die Holding liquidiert.¹⁰³

Tavis Capital, als einer der bekanntesten lokalen Mezzanine Anbieter in der Schweiz hat vor kurzem den Veranstaltungsanbieter «das Zelt» finanziert. Vereinzelt finden weitere Finanzierungen durch Versicherungen oder Pensionskassen statt.

¹⁰³ SRF, Regionaljournal Bern Freiburg Wallis, Februar 2019.

3.2.4.4. Erfolgsvoraussetzungen für touristische Unternehmen

Wie oben beschrieben befindet sich der Private Debt Markt im touristischen Bereich noch in den Kinderschuhen. Es stellt sich die Frage, ob dieser Bereich weiterwachsen wird oder ob es bis auf absehbare Zeit ein kleiner Nischenbereich bleiben wird.

Basierend auf Untersuchungen und geführten Interviews sind folgende Punkte zu beachten:

- Private Debt Anbieter finanzieren nur profitable bis sehr profitable Projekte. Andere Aspekte wie lokale Verankerung, gemeinwirtschaftlicher Nutzen etc. sind für diese Kapitalgeber nicht relevant. Projekte müssen über eine Rendite von klar über 5% bis 10% aufweisen, sonst kann den Kapitalkostenforderungen der Private Debt Anbieter nicht genügt werden. Es gibt im Schweizer Tourismus nur wenige Projekte / Gesellschaften, welche konsistent über so hohe Renditen verfügen.
- Jene Gesellschaften, welche den Renditeanforderungen von Private Debt Anbietern genügen sind jedoch oft auch jene Unternehmen, welche eine starke Innenfinanzierung aufweisen und gar keinen Bedarf für viel Fremdfinanzierung aufweisen.
- Hinzu kommt, dass sehr wenige Unternehmen im Tourismusbereich einen hohen Leverage anstreben, da das Geschäft doch auch zyklisch ist.

Abschliessend ist anzumerken, dass der Bereich Private Debt sicherlich weiterwachsen wird, dass er aber wohl nie zu einem Hauptfinanzierungsbereich des Schweizer Tourismus wird. Zu renditearm, zu klein und zu lokal verankert ist der Schweizer Tourismusmarkt, dass viel Private Debt Kapital in diesen Markt fliesst.

3.2.5. Eigenkapitalaufnahme «Private Equity»

Private Equity – auch ausserbörsliches Eigenkapital oder privates Beteiligungskapital genannt – bezeichnet eine Kapitalbeteiligung an einem nicht börsenkotierten Unternehmen. Investoren können sowohl qualifizierte private Anleger als auch institutionelle Anleger sein.¹⁰⁴ Obwohl Investitionen zunehmend direkt getätigt werden ist die häufigste Anlageart immer noch eine Investition durch einen sog. «Private Equity» Fonds. Der grösste internationale Private Equity Manager ist die Blackstone Gruppe. In der Schweiz ist die Partners Group führend.

3.2.5.1. Aktuelle Situation

Die Kapitalflüsse in den globalen Private Equity Markt waren 2019 weiterhin robust. Da die Zinsen niedrig blieben, legten Anleger auf der Suche nach Rendite weiterhin viel Geld in Private-Equity-Fonds an. Mehr als 500 Mrd. USD flossen 2019 in den Sektor und erhöhten den Bestand und das Investitionsvolumen der Fondsmanager. Dieses Wachstum an verfügbarem Kapital, zusammen mit einem Anstieg von 11% in nicht realisiertem Wert, erhöhten das verwaltete Vermögen (AUM) auf einen Rekordwert von 4,11 Mrd. USD (Juni 2019).

¹⁰⁴ NZZ Finanzlexikon.

3.2.5.2. Beteiligte Investoren

Die grossen globalen Private Equity Unternehmen, wie beispielsweise Blackstone, sind bedeutende Investoren in Tourismus, Entertainment und Hotels. Als wichtigstes und bekanntestes Beispiel ist das sehr erfolgreiche Investment von Blackstone in Hilton zu erwähnen. Aber auch die Starwood Capital Group hat viele Investments in Hotels gemacht, unter anderem hat sie die Starwood Group, welche später mit Marriott fusioniert hat, gegründet. Diese umfasst heute Brands wie Marriott, Westin, W. Hotels, St. Regis, Le Meridien, Alof, Element und einige andere. Blackstone hat zudem in 2019 einige weitere grössere Deals im Entertainment-Bereich gemacht, wie beispielsweise die Investments in Merlin Entertainment (unter anderem Betreiber der Legoland Parks), Great Wolf Resorts (Betreiber von Wasserparks in touristischen Gebieten) oder das Bellagio (eines der grössten Hotels in Las Vegas).

Es existieren auch einige spezialisierte Private Equity Firmen, wie beispielsweise KSL Capital Partners (ein Spin-Off von KKR), welche sich auf Skigebiete (wie Vail, Whistler, etc.) oder andere Tourismusunternehmen (wie Kreuzfahrtschiffe), etc. spezialisiert haben.

Gemäss dem führenden internationalen Real Estate Broker HVS war Private Equity in Europa in 2018 auch der anteilmässig grösste Investor in Hotels mit EUR 3.9 Mrd. Investitionsvolumen. Dies machte in 2018, 21% des Gesamtinvestitionsvolumens von EUR 18.6 Mrd. aus. 2019 sank dieser Anteil jedoch auf ca. 6%, da in diesem Jahr vermehrt auch institutionelle Anleger (Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) aktiv waren.¹⁰⁵

Schweizer und internationale Private Equity Fonds sind betreffend touristischen Investments in der Schweiz sehr zurückhaltend. Weder die international agierenden noch die führenden Schweizer PE-Firmen, wie Partners Group, Capvis, Invasion, Ufenau Capital, etc. haben viele Investments in Schweizer Tourismusunternehmen gemacht. Die wenigen bekannten Beispiele sind unten aufgeführt.

3.2.5.3. Praxisbeispiele

Z Capital, eine amerikanische Private Equity Firma, hat das Hotel Waldhaus Films Ende 2015 aus der Konkursmasse gekauft. Gemäss Presseberichten wurden dann anschliessend rund 40 Mio. in Umbauten und Erneuerungen investiert. Invision Capital hat 2016 im Rahmen eines Management Buy-outs die Mehrheit des Parkresort Rheinfelden übernommen. Da diese Transaktionen «privat» sind, sind keine Kennzahlen betreffend der Performance dieser Investments erhältlich.

Betreffend der durch die ACRON, einer spezialisierten Immobiliengesellschaft, getätigten Investition in das Hey Hotel in Interlaken sind Zahlen vorhanden und illustrativ für die Art wie eine Private Equity Transaktion im Bereich Tourismus durchgeführt wird.¹⁰⁶ Acron rechnet mit einer Zielrendite von 15.5% in 4 Jahren. Die

¹⁰⁵ HVS Hodges, Ward and Elliott, 2018 and 2009 European Hotel Transactions

¹⁰⁶ ACRON HELVETIA XII IMMOBILIEN AG CITY HOTEL OBERLAND INTERLAKEN

Akquisition und Renovierung des Hotels wurde mit ca. 50% Fremdkapital finanziert: CHF 21 Mio. von der Raiffeisenbank und 4 Mio. von der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit.¹⁰⁷

Tabelle 11: Private Equity Transaktionen in der Schweizerischen Tourismusbranche

Kapitalnehmer	Kapitalgeber	Datum	Betrag (CHF)	Art Investition	Kommentar
Waldhaus Flims	Z Capital	2015		Eigenkapital	Z Capital hat das Hotel 2015 aus der Konkursmasse gekauft
Parkresort Rheinfelden	Invision Capital	2016			Management Buy-out durch Auskauf existierender Investoren.
The Hey Hotel Interlaken	Acron	2018	47.6	Eigenkapital	

Nicht in obiger Aufstellung enthalten sind die Investments. resp. Transaktionen Private Equity ähnlicher Institutionen, wie Aevis Victoria, dem Credit Suisse Hospitality Fund, sowie diverser Family Offices (z.B. der Anda, resp. Bührle Familie gehörender IHAG), welche einen Private Equity Approach besitzen.

3.2.5.4. Erfolgsvoraussetzungen für touristische Unternehmen

Folgende Faktoren tragen dazu bei, dass Private Equity Fonds nur sehr selten Investitionen im Bereich des Schweizer Tourismus machen:

- Private Equity Fonds haben Brutto-Renditeanforderungen typischerweise im Bereich von 15 – 20%. Während dieser Wert historisch noch höher lag sind die Renditeerwartungen der Anleger in Private Equity Fonds mittlerweile aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds etwas gesunken, aber bewegen sich immer noch im Bereich 10 bis 15%+ Brutto (d.h. vor Fees). Wie in dieser Studie ausgeführt, gibt es nur wenige Schweizer Tourismusprojekte, welche diese Renditen erwirtschaften können.
- Ein Grund für die tieferen Renditen sind sicherlich die hohen Preise, welche insbesondere von Family Offices oder Sovereign Wealth Funds (wie Katara Hospitality) und ähnlichen spezialisierten Investmentgesellschaften wie Swiss Andermatt Resorts, dem Credit Suisse Hospitality Fund oder AEVIS Victoria für Tourismusobjekte in der Schweiz bezahlt werden. Gleichzeitig existieren auch noch viele Familienbetriebe, welche tiefe oder keine Kapitalverzinsungsanforderungen haben und auf die operativen Margen drücken.
- Es gibt viele negative Beispiele, bei denen professionelle Investoren mit touristischen Assets in der Schweiz materiell Geld verloren haben. Gemäss Aussagen gewisser Interviewpartner werden diese Negativbeispiele in der Private Equity Gemeinschaft regelmässig diskutiert und halten von Investitionen ab.
- Private Equity Gesellschaften investieren gerne in gut skalierbare oder replizierbare Modelle. Mit Ausnahme von Swiss Andermatt Resort existieren in der Schweiz nur sehr wenige grosse oder replizierbare Modelle, da die lokalen Gegebenheiten und Anforderungen immer sehr unterschiedlich sind.

¹⁰⁷ Aufgrund der durch die Covid-19 materiell reduzierten ausländischen Touristenzahlen in 2020 und eventuell Folgejahren, ist es im momentanen Zeitpunkt fraglich, ob diese Renditen zu erreichen sind.

- Nicht zuletzt sei zu erwähnen, dass im Vergleich zum globalen Private Equity Market und auch dem globalen Tourismusmarkt, die Schweiz eine kleine Nische ist. Für international spezialisierte Private Equity Fonds ist die Schweiz zu klein, um eigene Teams hier vor Ort aktiv werden zu lassen.

Es ist davon auszugehen, dass das globale Private Equity Investitionsvolumen auch in den nächsten Jahren stark wachsen wird. Nach der Covid-19 bedingten Krise ist es gut möglich, dass sich Private Equity wieder stärker im Entertainment und Tourismus-Bereich engagieren wird. Die oben angesprochenen strukturellen Defizite des Schweizer Tourismus-Marktes werden kaum behoben, ausser es kommt zu einer sehr materiellen Reduktion der Kapazität oder einer Konkurswelle, bei welcher Private Equity zu sehr günstigen Preisen kaufen kann.

4. Handlungsempfehlungen

4.1. Ausgangslage

Aus der SWOT-Analyse touristischer Unternehmen lassen sich zusammengefasst die folgenden wichtigsten Rückschlüsse ziehen (Abschnitt 2.4):

- Es besteht eine kleine Gruppe (ca. 10%) von Renditeunternehmen, welche über eine starke Ertragskraft verfügt und den Investoren eine zumindest annähernd risikogerechte Rendite bieten kann.
- Einige wichtige Erfolgsfaktoren sind: Auslastung, Positionierung, Infrastruktur, Kapital- und Kosteneffizienz. In der Gruppe der Selbsterhaltungsunternehmen gibt es eine Anzahl Unternehmen mit Wertsteigerungspotenzial bzw. dem Potenzial zum Renditeunternehmen.
- Ein substanzieller Teil der Unternehmen, welcher mindestens einem Drittel der Unternehmen entspricht, weist für finanziell orientierte Investoren, auch wenn diese einen grösseren Liebhaberdiscount auf Stufe Rendite in Kauf nehmen, keine Bedeutung auf.
- Die Kombination von einer eher schwachen Ertragskraft, hohen Fixkosten und einer durch externe Faktoren bedingten hohen Volatilität der Erträge ist aus finanzieller Hinsicht die grösste Herausforderung.
- Die wichtigsten Risiken sind neben dem gerade erwähnten Operating Leverage die Klimaerwärmung sowie durch das Corona-Virus ausgelöste Veränderungen des Reiseverhaltens.
- Sowohl die Klimaerwärmung als auch ein verändertes Reiseverhalten bieten vielen touristischen Unternehmen auch Chancen.
- Die touristischen Unternehmen sind oft sehr kleinstrukturiert. Sowohl horizontale als auch vor allem vertikale Verbindungen oder Kooperationen haben das Potenzial zur Wertsteigerung.
- Dank für den Kunden emotionalen touristischen Dienstleistungen besteht ein Potenzial eine Liebhaber-Community aufzubauen. Kunden können dadurch zum Kapitalgeber gemacht werden.
- Touristische Unternehmen können attraktive Naturalien ausschütten.
- Bergbahnen haben eine sehr hohe regionalwirtschaftliche Bedeutung. Für viele Destinationen sind sie sogenannten «Too Big to Fail».

Touristischen Unternehmen stehen vereinfacht dargestellt die unten aufgeführten Investorentypen mit folgenden Ansprüchen gegenüber (Abschnitte u.a. 3.1.2.2, 3.1.3.2, 3.1.5, 3.2.2.2).

- **Strategischer Investor (vertikal oder horizontal):**¹⁰⁸ Der Investor verfolgt das Ziel einer Wertsteigerung durch horizontale oder vertikale Unternehmensverbindungen. Um strategischen Einfluss ausüben zu können braucht der Investor eine Mehrheitsbeteiligung. Finanzielle Motive

¹⁰⁸ Angenommen ein Investor kauft 100% der Aktien eines Unternehmens. In diesem Fall kommt es im übernommenen Unternehmen zu keinem Geldzufluss. Der Geldzufluss geht an den alten Aktionär. Steigert sich der Cashflow des übernommenen Unternehmens zukünftig, entsteht eine Finanzierungswirkung. Zusätzlich kann der neue Eigentümer ins übernommene Unternehmen investieren.

spielen eine bedeutende Rolle beim Investor. Es handelt sich um Eigenkapitalfinanzierungen. Der Fokus liegt auf der Wertsteigerung. Ausschüttungen dürften von untergeordneter Bedeutung sein.

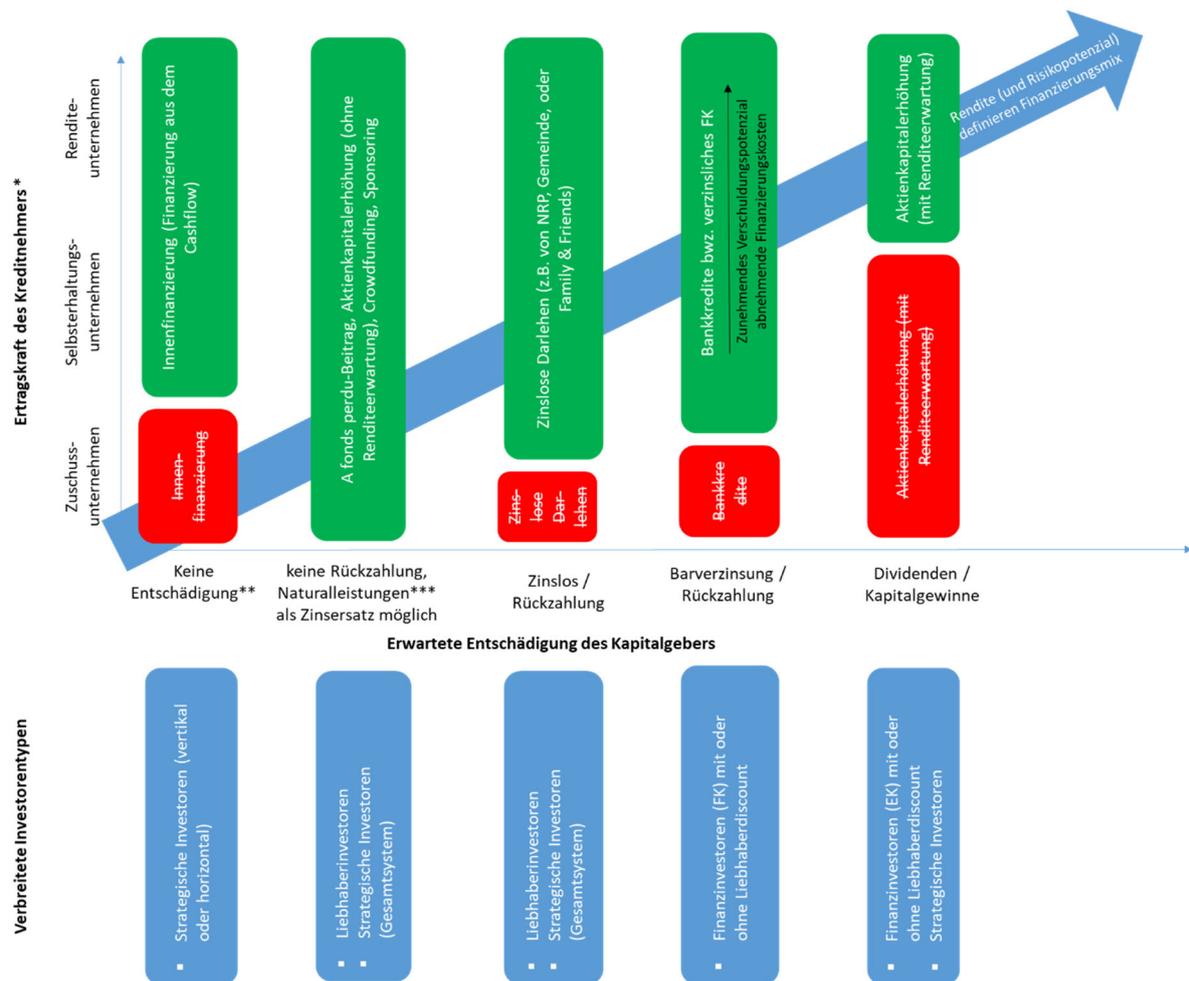
- **Strategischer Investor (Gesamtsystem):** Im Gegensatz zum strategischen Investor (vertikal und horizontal) stehen finanzielle Ziel im Hintergrund. Im Vordergrund steht die Erhaltung des touristischen Gesamtsystems. Als Investoren kommen die öffentliche Hand oder private Investoren in Frage. Es kann sich sowohl um Eigen- als auch um Fremdkapitalfinanzierungen handeln.
- **(Reiner) Finanzinvestor (EK, Mehrheit):** Die Anlagemotive sind rein finanzieller Art. Das Erzielen einer Wertsteigerung liegt für den Eigenkapitalinvestor im Vordergrund.
- **(Reiner) Finanzinvestor (EK, Minderheit):** Die Anlagemotive sind rein finanzieller Art. Der Fokus dürfte auf Wertsteigerung und Ausschüttungen liegen.
- **(Reiner) Finanzinvestor (FK):** Der Finanzinvestor verlangt auf dem zur Verfügung gestellten Fremdkapital eine risikogerechte Verzinsungserwartung. Die Finanzierung kann auch nachrangigen Charakter haben, was zu einer höheren Verzinsungserwartung führt. Die Banken spielen in dieser Kategorie mit Krediten und Leasing eine wichtige Rolle.
- **Liebhaberinvestor (Mehrheit):** Der Liebhaberinvestor, welcher ganze Unternehmen bzw. die Mehrheit daran übernimmt, stellt grundsätzlich keine Renditeerwartung. Im Vordergrund steht zumeist der Erhalt des eingesetzten Kapitals. Einige Investoren scheinen allerdings die Vernichtung des Kapitals bewusst in Kauf zu nehmen. Die Investitionsmotive können sich mit jenen der Kategorie «Strategischer Investor (Gesamtsystem) stark überlappen.
- **Liebhaberinvestor (Minderheit):** Für diesen Investor spielen Naturalausschüttungen eine bedeutende Rolle. Hinzu kommt das Bedürfnis etwas Gutes für den Ort bzw. für die Destination zu tun. Die Investitionsmotive können sich mit jenen der Kategorie «Strategischer Investor (Gesamtsystem) stark überlappen.
- **Finanzinvestor (EK) mit Liebhaberdiskont:** Dieser Investor ist grundsätzlich auf eine finanzielle Rendite aus. Aufgrund des Liebhaberwerts der entsprechenden Aktien gibt er sich jedoch mit einer «geringen», nicht risikogerechten Rendite zufrieden.

In der aktuellen Finanzierungspraxis touristischer Unternehmen ist ein starker Zusammenhang zwischen dem gewählten Finanzierungsmix (sowie den involvierten Investoren) und dem Rendite- und Risikopotenzial der Unternehmen zu beobachten. Das Rendite/Risiko-Profil determiniert sozusagen den Finanzierungsmix. Abbildung 9 veranschaulicht den Zusammenhang. Von links nach rechts sind Finanzierungsarten nach ihrer Beanspruchung der flüssigen Mittel eines Unternehmens aufgeführt. Je weiter rechts eine Finanzierungsart positioniert ist, umso stärker belastet die Finanzierung Gewinn, Cashflow und die flüssigen Mittel.

In der Literatur werden das Finanzierungsverhalten der Unternehmen bzw. deren Finanzierungsprioritäten mit der Pecking Order Theorie beschrieben.¹⁰⁹ Danach finanzieren sich Unternehmen am liebsten nach folgender Rangfolge: 1. Innenfinanzierung, 2. Bankkredite bzw. Fremdkapital, 3. Aktienkapitalerhöhungen. Grundsätzlich lässt sich dieses Verhalten auch auf touristische Unternehmen übertragen.

¹⁰⁹ Myers (1984), The Capital Structure Puzzle, In: Journal of Finance, Vol. 39, No. 3.

Abbildung 9: Finanzierungsmix in Abhängigkeit des Rendite- und Risikopotenzials der touristischen Unternehmen¹¹⁰



* Für den Gläubiger ist neben dem Renditepotenzial auch das Ausfallrisiko zentral. Die beiden Größen dürften relativ stark negativ korrelieren. Unter sonst gleichen Bedingungen gilt: Je höher die Ertragskraft, umso geringer das Ausfallrisiko. ** Streng genommen erwarten die Eigenkapitalgeber auf dem (gesamten) Eigenkapital eine Rendite. Für Renditebahnen sind einbehaltene Gewinne daher eigentlich keine «Gratisfinanzierung». *** Aufpassen: Gratistickets sind für Unternehmen nicht «gratis». Sie sind unter Umständen über entgangene Erträge zu bezahlen.

Die vermutlich «beste» Finanzierungsart ist die sogenannte Innenfinanzierung bzw. die Finanzierung über den Cashflow (Abschnitt 3.1.1). Es müssen dabei keine neuen Kapitalgeber gesucht werden und es entstehen weder Transaktionskosten noch neue Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Kapitalgebern. Die Innenfinanzierung hat eine doppelte Bedeutung. Zum einen dient sie der Finanzierung von Investitionen und zum anderen begründet sie die Höhe des Verschuldungspotenzials. Zwischen den unterschiedlichen touristischen Unternehmen variiert die Innenfinanzierungskraft sehr stark. Die Bandbreite geht von negativen Cashflows bis zu Cashflows, welche die gesamten Investitionen finanzieren können. Um die Finanzierungsmöglichkeiten zu verbessern bzw. zu erweitern ist ein steigender Cashflow sicherlich das effektivste Mittel. Mehr Cashflow resultiert bei steigenden Einnahmen und/oder geringeren Ausgaben.

Mit der Finanzierung über à-fonds-perdu-Beiträge entstehen einem Unternehmen ebenfalls keine weiteren finanziellen Verpflichtungen. Dasselbe kann für Crowdsupporting, Crowdinvesting (Abschnitt 0) und Aktienkapitalerhöhungen (Abschnitt 3.1.2) zutreffen. In der Mehrheit der Fälle dürften touristische Unternehmen nicht in der Lage zur Ausschüttung von Dividenden sein, und die Aktionäre erwarten dies auch

¹¹⁰ Grün bedeutet, dass die Chance auf die entsprechende Finanzierung gegeben ist. Rot bedeutet, dass keine bzw. kaum eine Chance auf die entsprechende Finanzierung besteht.

teilweise nicht. Sowohl Aktionäre als auch die Teilnehmer von Crowdfunding-Aktionen können über Naturalleistungen entschädigt werden. Wichtig ist, dass Gutscheine oder Gratisfahrten für das ausgebende Unternehmen nicht wirklich gratis sind, sondern je nach Ausgestaltung mehr oder weniger Ertragsausfälle resultieren können. Crowdfunding kann sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. Die Finanzierungen können in Cash, in Naturalien oder gar nicht verzinslich sein. Zudem sind rückzahlbare und nicht rückzahlbare Varianten möglich.

Das Fremdkapital ist grundsätzlich in verzinsliche und rückzahlbare Finanzierungen sowie in nicht verzinsliche rückzahlbare Finanzierungen zu unterscheiden. Je höher der Zinssatz ausfällt, umso stärker die Belastung für das Unternehmen. Wie Abbildung 9 zeigt, sind nicht alle touristischen Unternehmen in der Lage rückzahlbares bzw. verzinsliches Fremdkapital zu tragen (Abschnitt 3.1.3). Das Potenzial Fremdkapital zu tragen kann auf unterschiedliche Arten vergrössert werden. Wie bereits erwähnt führt ein erhöhter Cashflow zu einem grösseren Verschuldungspotenzial. Weitere Möglichkeiten, welche eine verbesserte Verfügbarkeit von Fremdkapital bewirken können, sind Sicherheiten wie beispielsweise Garantien oder eine Stärkung des Eigenkapitals.

Die grössten Hürden muss ein touristisches Unternehmen für die Eigenkapitalbeschaffung bei (rein) finanziell- bzw. renditeorientierten Eigenkapitalinvestoren überwinden. Dazu braucht das Unternehmen eine starke Ausschüttungskraft und/oder eindeutige Wertsteigerungspotenziale.

Eine Verbesserung der Finanzierungssituation resultiert für ein touristisches Unternehmen, falls

- es mehr Finanzierungen bekommt
- es günstigere Finanzierungen bekommt
- es länger laufende Finanzierungen bekommt
- es die Basis der Kapitalgeber diversifizieren kann

Es stellt sich nun die Frage, was touristische Unternehmen, Investoren und auch die öffentliche Hand zu einer Verbesserung der Finanzierungssituation beitragen können. Für Rendite- und «gute» Selbsterhaltungsunternehmen dürfte vor allem das Bedürfnis von günstigeren Finanzierungen im Vordergrund stehen. Zuschussunternehmen und das Schlussfeld der Selbsterhaltungsunternehmen dürften zudem stark an einer Ausweitung der Finanzierungsmöglichkeiten interessiert sein. Es stellt sich die Frage, wie die touristischen Unternehmen aus den in Abbildung 9 dargestellten Abhängigkeiten ausbrechen kann. Mögliche Ansatzpunkte, welche in den folgenden Abschnitten dargelegt werden, sind beispielsweise:

- **Stärkung der Innenfinanzierungskraft** (Abschnitt 4.3): Eine Stärkung der Innenfinanzierungskraft stärkt auch die Eigenkapitalbasis und führt zu einem grösseren Verschuldungspotenzial. Dank einer besseren Bonität können Finanzierungen günstiger erhältlich sein. Auch längere Laufzeiten sind möglich. Auf rein operative Ansätze zur Verbesserung des Cashflows wird im Folgenden nicht eingegangen. Im Fokus stehen Unternehmensverbindungen oder allenfalls Kooperationen, welche eine Verbesserung der Strukturen und damit des Cashflows bezwecken können.

- **Stärkung der Eigenkapitalbasis** (Abschnitt 4.4 und Abschnitt 4.6): Mit einer verstärkten Eigenkapitalbasis steigt unter sonst gleichen Bedingungen die Bonität und damit das Vertrauen von Investoren. Finanzierungen werden günstiger und eine bessere Verfügbarkeit von Fremdkapital ist wahrscheinlich. Die Eigenkapitalbasis steigt einerseits mit einer zunehmenden Innenfinanzierungskraft. Andererseits können Aktienkapitalerhöhungen und Crowdfunding das Eigenkapital stärken. Auch à-fonds-perdu-Zuschüsse und Gewinne aus Immobiliengeschäften können zu einer Verbesserung des Eigenkapitals führen. Ansätze bzw. Ideen, welche die Verfügbarkeit von Eigenkapital verbessern, stehen im Zentrum der folgenden Ausführungen.
- **Einbezug von institutionellen Investoren** (Abschnitt 4.5 und Abschnitt 4.6): Es ist gut möglich, dass der Einbezug institutioneller Investoren in die Fremdkapitalfinanzierung zu einer Vergünstigung der Kapitalkosten führen kann. Ob sich das Finanzierungspotenzial vergrössern lässt und unter welchen Voraussetzungen längere Laufzeiten möglich sind, ist zu prüfen. Auf jeden Fall steigt der Kreis der potenziellen Kapitalgeber. Die grösste Herausforderung besteht darin, institutionelle Investoren zu einem Engagement im Sub-Investment Grade-Bereich zu bewegen.
- **Förderung von Bankkrediten** (Abschnitt 4.7): Bankkredite haben eine wichtige Bedeutung für die Finanzierung touristischer Unternehmen (Abschnitt 3.1.3.1). Trotzdem können Überlegungen angestellt werden, wie touristische Unternehmen erstens an mehr bzw. zweitens an günstigere Bankfinanzierungen gelangen könnten.

Bei allen aufgeführten Stossrichtungen stellt sich die Frage, ob eine Verbesserung der Situation ohne staatliche Unterstützung funktioniert, oder ob die öffentliche Hand eingreifen muss. Falls ein Eingreifen der öffentlichen Hand notwendig ist, stellt sich als weitere Frage, ob dies sinnvoll ist. Da der öffentlichen Hand aktuell und wohl auch in Zukunft eine bedeutende Rolle in der Finanzierung touristischer Unternehmen zukommt, erfolgen zunächst ein paar generelle Überlegungen zu staatlicher Unterstützung (Abschnitt 4.2).

4.2. Überlegungen zu staatlicher Unterstützung

Hotel- und Ferienwohnungsimmobilienerwickler sowie Investoren antworten auf die Frage nach den Anforderungen an einen idealen Standort unter anderem mit folgenden Faktoren (nicht abschliessend): Das Bergbahnunternehmen muss laufend in die Infrastruktur investieren, von der Politik muss ein Wille den Tourismus zu unterstützen spürbar sein, Rückendeckung der Gemeinde in Bewilligungsprozessen, Destination mit internationaler Ausstrahlung, Standort mit Ski-in/Ski-out. Am besten ist, wenn das Bergbahnunternehmen die laufenden Investitionen in die Erneuerung selbständig finanzieren kann. Gelingt dies nicht, muss sich die öffentliche Hand eine Unterstützung gut überlegen. Im Hinblick auf die Schaffung attraktiver Gästebetten scheint die Bergbahninfrastruktur eine hohe Bedeutung zu haben. Umgekehrt gilt eine ausreichende Anzahl an warmen Betten auch als Erfolgsfaktor der Bergbahnunternehmen.

Finanzierungshilfen von Bund, Kantonen und Gemeinden sind etablierte Instrumente zur Förderung von touristischen Unternehmen. Die Unterstützung kann sehr unterschiedliche Formen annehmen. Es kann sich

um direkte Finanzierungen oder um Garantien handeln. Zudem sind Fremdkapital von Eigenkapitalfinanzierungen zu unterscheiden. Eigenkapital kann als Aktienkapital zur Verfügung gestellt werden. A-fonds-perdu-Beiträge führen letztendlich auch zu einer Stärkung des Eigenkapitals. Der Kapitalgeber wird dadurch allerdings nicht zum Aktionär und erhält keine Stimmrechte.

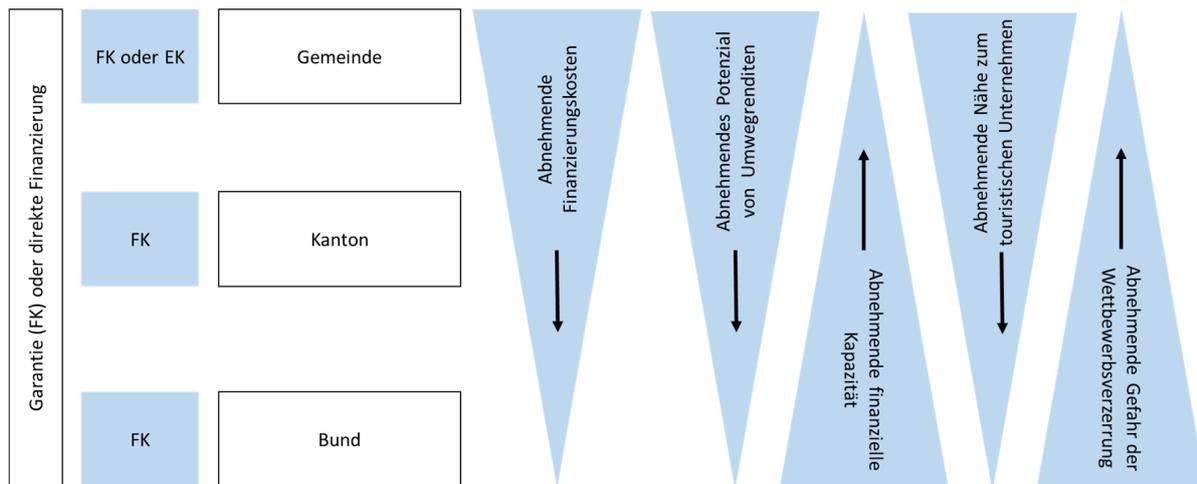
Die Anforderungen an staatliche Finanzierungen sind sehr vielfältig und herausfordernd. Die staatliche Unterstützung sollte

- die Realisierung von (guten) Projekten sichern und damit das regionale touristische Angebot verbessern
- einen möglichst hohen Multiplikator ausweisen, das heisst ein möglichst hohes Investitions- und Finanzierungsvolumen auslösen
- möglichst den Wettbewerb nicht verzerren
- und Steuergelder sollten effizient eingesetzt werden

4.2.1. Ebene der Unterstützung

Die Gemeinde ist am nächsten beim touristischen Unternehmen und daher eigentlich am besten für die Finanzierung geeignet. Falls der Kanton Graubünden beispielsweise in Scuol einen Kredit des Bergbahnunternehmens garantiert, können sich die Bergbahnen in St. Moritz die Frage stellen, wieso er dies nicht auch bei ihnen macht. Wenn der Bund unterstützend eingreift, stellt sich die Frage zwischen der Gleichbehandlung der Kantone. Das Potenzial für Umwegrenditen ist auf Stufe Gemeinde mit Abstand am grössten. Auch dies spricht dafür, dass der Gemeinde die grösste Bedeutung zukommen muss. Ob die Gemeinde Eigenkapitalinvestor touristischer Unternehmen sein soll, ist eine Grundsatzfrage. Ein starkes Eigenkapital ist für die Unternehmenssicherung zentral, weshalb sich die Gemeinden schon die Frage stellen sollten, ob sie ihre Unternehmen mit Eigenkapital oder Fremdkapital finanzieren wollen. Die Stärkung des Eigenkapitals erhöht das Verschuldungspotenzial. Insofern kann es sinnvoller sein, dem Bergbahnunternehmen Eigenkapital zur Verfügung zu stellen und damit gleichzeitig die Verschuldungskapazität zu erweitern. Wird die Gemeinde zum Mehrheitsaktionär oder zumindest zum bedeutendsten Aktionär, wird die Unternehmensführung zunehmend politisiert, was weitere Eigen- und Fremdkapitalinvestoren abschrecken kann. Andererseits ist jedoch auch dem Grundsatz Rechnung zu tragen, wonach wer zahlt befiehlt. Falls die Gemeinde keine Aktien von Unternehmen halten will, bieten sich à-fonds-perdu-Zahlungen an. Investitionszuschüsse führen langfristig ebenfalls zu einer Stärkung des Eigenkapitals.

Abbildung 10: Unterstützung durch die öffentliche Hand



Vorteil des Bundes als Kapital- oder Garantgeber sind gegenüber den Kantonen und Gemeinden günstigere Finanzierungsbedingungen. Per Ende August 2020 liegt die Rendite der Bundesobligation mit 10jähriger bzw. 20jähriger Restlaufzeit bei -0.41% bzw. bei minus -0.26%. Zum gleichen Zeitpunkt weisen Anleihen des Kantons Zürich (AAA) eine Rendite von -0.05% bzw. 0.03% auf für Laufzeiten von 12 bzw. 18 Jahren. Kantone mit einem schlechteren Rating weisen demgegenüber höhere Finanzierungskosten auf. Im Allgemeinen ist davon auszugehen, dass die Gemeinden noch etwas höhere Finanzierungskosten aufweisen. Im Vergleich zu den touristischen Unternehmen dürften sich die Gemeinden allerdings günstiger finanzieren können.

Eine Staatsgarantie durch den Bund wäre für touristische Unternehmen finanziell am lukrativsten. Ökonomisch am sinnvollsten wäre allerdings wohl eine Unterstützung durch die Gemeinde. Die Gemeinde kennt die lokalen Gegebenheiten am besten. Es sollte die geringsten Informationsasymmetrien geben. Denkbar wäre auch ein Mix. Beispielsweise könnte der Kanton Wallis eine öffentliche oder privatplatzierte Anleihe aufnehmen. Der Kanton vergibt nun Darlehen an touristische Unternehmen. Bedingung an die Vergabe könnte nun sein, dass die Standortgemeinde ebenfalls eine Finanzierung ans touristische Unternehmen spricht. Diese kann auch die Form von Eigenkapital oder gegenüber dem Kanton nachrangigem Fremdkapital haben.

4.2.2. Darlehensfinanzierungen vs. à-fonds-perdu-Beiträge

Für den Empfänger der staatlichen Unterstützung ist ein à-fonds-perdu-Beitrag in jedem Fall besser als eine betragsmässig identische Darlehensfinanzierung. Die Unternehmen stehen nicht unter dem Druck die Kredite zurückzuführen. Aufgrund fehlender Amortisationsleistungen bleiben mehr Mittel für zukünftige Investitionen übrig. Sowohl bei NRP-Darlehen als auch bei SGH-Darlehen waren die Ausfälle in den letzten Jahren sehr gering. A-fonds-perdu-Beiträge kommen hingegen, wie es der Name impliziert, nicht zurück zum Kapitalgeber. Zumindest nicht direkt, sondern im Erfolgsfall indirekt über Umwegrenditen. Das Risiko für den Kapitalgeber ist daher im Vergleich zur Darlehensvergabe grösser und die Umwegrenditen oft schwer

zu bemessen. Der Eingriff in den Wettbewerb dürfte bei à-fonds-perdu-Unterstützungen unter sonst gleichen Bedingungen noch etwas stärker sein. Das Unbehagen seitens gut aufgestellter Tourismusunternehmen, welche keine staatliche Unterstützung beanspruchen, dürfte daher noch stärker ausfallen.

Wenn es Tragbarkeitsüberlegungen bzw. die Gemeindefinanzen zulassen, sollten am ehesten Gemeinden auf à-fonds-perdu-Beiträge setzen. Zum einen haben sie das grösste Potenzial für Umwegrenditen. Zum anderen müssen sie sich nicht bzw. deutlich weniger dem Vorwurf der Wettbewerbsverzerrung aussetzen. Falls eine Gemeinde bzw. die Bevölkerung beschliesst das Bergbahnunternehmen mit einer à-fonds-perdu-Zahlung zu unterstützen, ist dies durchaus legitim.

Im Hinblick auf die definierten Anforderungen haben à-fonds-perdu-Zahlungen den Vorteil eines wohl besseren Multiplikators. Da die Verschuldung der Unternehmen nicht weiter ansteigt und das Eigenkapital langfristig profitiert, kann der à-fond-perdu-Zuschuss womöglich mehr zusätzliche Finanzierungen und damit Investitionen auslösen. Der Nachteil gegenüber den Darlehen ist, dass das Kapital aus Sicht des Steuerzahlers nicht direkt zurückfliesst. Hinzu kommt je nach Ebene der Unterstützung das Argument der Wettbewerbsverzerrung. Es stellt sich nun die Frage, welcher Aspekt höher zu gewichten ist. Dies müsste je nach Projekt, Gemeinde und Kanton unterschiedlich zu beantworten sein. Zu empfehlen ist daher wohl in den meisten Fällen ein Mix aus den beiden Instrumenten.

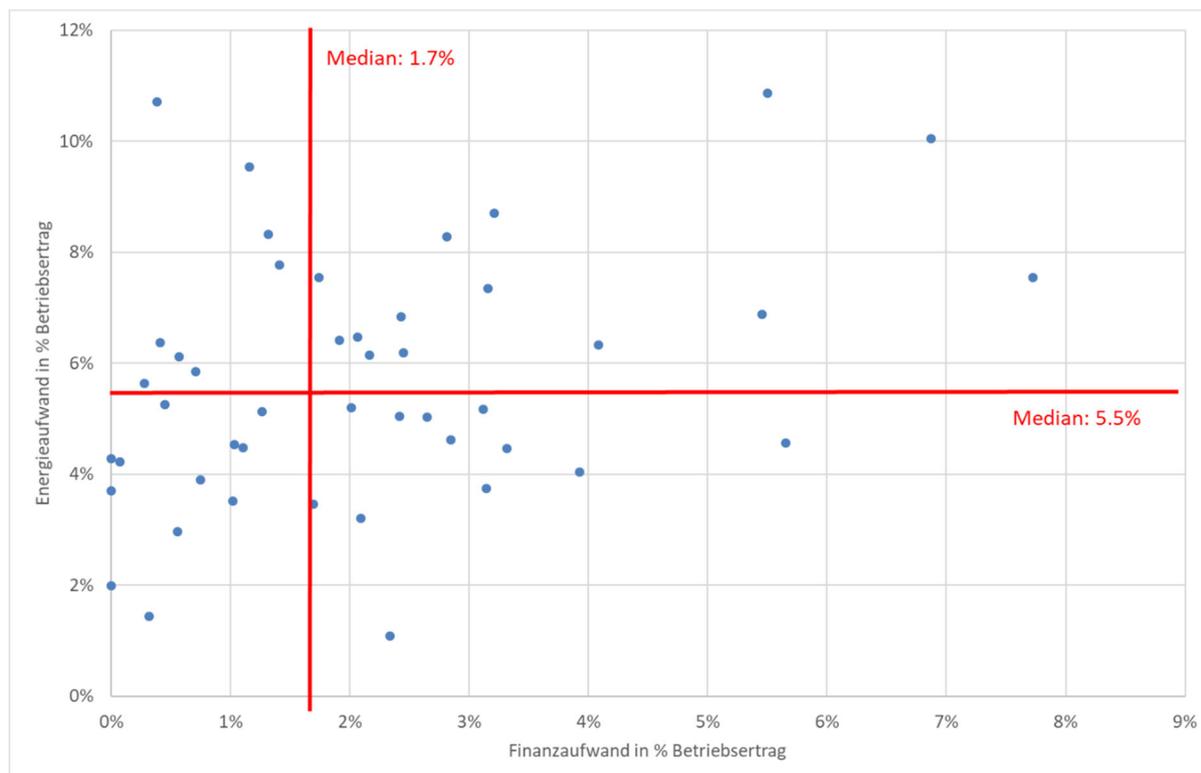
Eine Mischform könnten nachrangige, grundsätzlich nicht rückzahlbare Darlehen sein. Von den Gläubigern würden diese als wirtschaftliches Eigenkapital berücksichtigt. Falls sich die Unternehmensfinanzen in den Jahren nach dem Investitionszeitpunkt positiv entwickeln, könnte eine Rückzahlungspflicht ausgelöst werden. Dabei stellen sich zwei Herausforderungen. Zum einen dürfen diese Rückzahlungsverpflichtungen die Stellung der Bankfinanzierungen nicht gefährden. Und zum anderen dürfen keine Anreize gesetzt werden, dass das staatlich unterstützte Unternehmen die eine Rückzahlung auslösende Richtgrösse absichtlich verfehlt. Das erste Problem kann dadurch gelöst werden, dass eine um den zu erwartenden Schuldendienst und um zu erwartende Ersatzinvestitionen bereinigte Cashflow- oder EBITDA-Grösse verwendet wird. Das zweite Problem ist schwieriger zu beheben. Schlussendlich muss den touristischen Unternehmen vertraut werden. Falls die Zielgrösse übertroffen ist, wird eine definierte Amortisationszahlung ausgelöst. Wie diese Finanzierungen buchhalterisch behandelt würden, wäre noch abzuklären.

4.2.3. Investitionsfinanzierungen vs. Betriebskostenbeiträge

Sowohl die NRP- als auch die SGH-Förderung konzentriert sich auf die Finanzierung von Investitionen. Eine Alternative zur Investitionsfinanzierung sind Beiträge an die Betriebskosten. Die Finanzierung der Investitionen müsste in diesem Fall ohne Unterstützung der öffentlichen Hand erfolgen. Neben Bankkrediten sind dann wohl vor allem die lokalen Nutzniesser zur Finanzierung gebeten. Die Standortgemeinden könnten auch den lokalen Nutzniesser zugeordnet werden. Sie könnten die touristischen Unternehmen weiterhin mit Investitionsfinanzierungen unterstützen. Bund und Kantone verzichten jedoch auf eine Finanzierung von Investitionen. Als Belohnung für das lokale Commitment beteiligen sich Bund und Kantone jedoch an den Betriebskosten.

Ein möglicher Ansatzpunkt könnten bei den Bergbahnunternehmen beispielsweise die Energiekosten sein. In Abbildung 11 ist auf der vertikalen Achse für 46 Schweizer Bergbahnunternehmen der Energieaufwand in Prozent des Betriebsertrags abgebildet. Die Aufwendungen für Energie machen für diese Unternehmen zwischen 1% und 11% des Betriebsertrags aus. Am unteren Ende dieser Bandbreite befinden sich vor allem Bergbahnunternehmen ohne Wintersportgeschäft und Unternehmen mit einem geringen Verkehrsertragsanteil. Der Median beträgt 5.5%. Auf der X-Achse ist der Anteil des Finanzaufwands am Betriebsertrag abgebildet. Der Median liegt bei 1.7%. Die Bandbreite der Werte geht von 0% bis 7.7%.

Abbildung 11: Finanz- und Energieaufwand in Prozent des Betriebsertrags von Schweizer Bergbahnen¹¹¹



Die jährlichen Energieaufwendungen dieser Stichprobe, welche rund 90% des Branchenverkehrsertrags umfasst, liegen zusammen bei ca. CHF 65 Mio. In Prozent des jährlichen Cashflows machen die Energieaufwendungen rund 17% aus. Falls der Staat einen Viertel der Energiekosten subventioniert, steigen die Cashflow-Margen der analysierten Bergbahnunternehmen um 0.3 bis 2.7 Prozentpunkte. Der Median liegt bei 1.4%. Unter Ausklammerung steuerlicher Effekte würde eine Subventionierung der Energieaufwendungen um einen Viertel die Unternehmen der Stichprobe um jährlich rund CHF 16 bis 17 Mio. entlasten. Für die Gesamtbranche wäre wohl mit einer Entlastung von bis zu CHF 20 Mio. zu rechnen. Damit Bergbahnunternehmen dank zinslosen Darlehen (z.B. bei einer Laufzeit von 15 Jahren) eine jährliche Zinsersparnis von CHF 20 Mio. verzeichnen, wären zinslose Darlehen von mehr als CHF 1.35 Mrd. notwendig.¹¹² Den Energieaufwand der Branche zu rund 25% zu subventionieren stiftet somit den gleichen

¹¹¹ Quelle: Geschäftsberichte.

¹¹² Angenommen, der Zinssatz für eine 15jährige Finanzierung wäre bei 3%. Ein zinsloses Darlehen von CHF 1.35 Mrd. bringt dann im ersten Jahr der Laufzeit eine Zinsersparnis von 40.5 Mio. Am Anfang des letzten Laufzeitjahres beträgt das ausstehende Darlehen noch rund CHF 90 Mio. Die Zinsersparnis ist dann noch CHF 2.7 Mio. Im Durchschnitt über die Laufzeit resultiert eine Zinsersparnis von CHF 20.3 Mio. bzw. knapp CHF 17.2 Mio. (diskontiert).

Nutzen wie zinslose Darlehen mit einem Volumen von mehr als CHF 1.3 Mrd. zu vergeben. Der wichtigste Unterschied besteht darin, dass sämtliche Unternehmen, auch die finanziell gut aufgestellten, profitieren. Eine Marktverzerrung würde somit nicht bestehen. Dafür werden mit der Giesskanne einige Unternehmen gefördert, welche keine Unterstützung benötigen.

In der Hotellerie ist die Energieintensität gegenüber der Bergbahnbranche deutlich geringer. Der Median der Kennzahl Energieaufwand/Betriebsertrag liegt für die Ferienhotellerie bei 2.4% (3-Sterne), 3.5% (4-Sterne) bzw. 2.5% (5-Sterne).¹¹³ Für die waren- und personalintensive Hotellerie und Gastronomie wäre eine Subventionierung der Energieaufwendungen daher weniger bedeutend. In diesem Fall wäre ein Ansatz über die Personalkosten vorteilhaft.

Falls die Fremdkapitalfinanzierungskosten von 53 analysierten Bergbahnunternehmen um jeweils 100 Basispunkte abnehmen, sparen diese zusammen einen jährlichen Betrag von CHF 9.6 Mio.¹¹⁴ Die Cashflow Margen der einzelnen Unternehmen würden dadurch zwischen 0% und 6.5% (Median: 0.9%) ansteigen. Eine Übernahme von beispielsweise Energieaufwendungen wäre sicherlich sinnvoller als von Finanzaufwendungen. Ansonsten nimmt der Nutzen der Unternehmen mit zunehmender Verschuldung zu.

Der Vorteil von Beiträgen an die Betriebskosten liegt zum einen darin, dass die gesamte Branche profitiert. Damit sind Vorwürfe der Wettbewerbsverzerrung nicht mehr haltbar. Zudem wäre der Ansatz einfach, da keine Förderkriterien mehr zu berücksichtigen sind. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Gefahr der Förderung von sich nachträglich nicht als förderungswürdig herausstellenden Projekten minimiert wird. Nachteilig ist, dass an sich förderungswürdige Projekte womöglich verhindert werden. Um diese beiden Zielsetzungen etwas auszugleichen, könnte ein Mix von Investitions- und Betriebsbeiträgen sinnvoll sein.

Es ist zum Schluss zu erwähnen, dass auch Investitionsbeiträge an die Gesamtbranche ausbezahlt werden könnten. In der Bergbahnbranche könnten beispielsweise 10 Prozent von Investitionen in die technische Beschneidung durch den Staat übernommen werden. Auch in diesem Fall würde der Aufwand im Zusammenhang mit Förderkriterien wegfallen.

4.2.4. Entschädigung für staatliche Unterstützung

Unabhängig davon, ob der Staat eine direkte Finanzierung einget, oder ob er beispielsweise einen Bankkredit garantiert, geht er damit ein Risiko ein. Je nach Bonität des unterstützten Unternehmens fällt das Risiko höher oder geringer aus. Grundsätzlich sollten die profitierenden Unternehmen die öffentliche Hand für die Übernahme des Risikos entschädigen.

Dem regionalen Personenverkehr und der Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau stellt der Bund die Staatsgarantie ohne Entschädigung zur Verfügung. Es stellt sich die Frage, ob etwas gegen eine Staatsgarantie für touristische Unternehmen spricht. Auf den ersten Blick unterscheiden sich die touristischen

¹¹³ Quelle: ERFA-Gruppen von HotellerieSuisse, Betriebsstatistik 2017/18. Die Anzahl berücksichtigter Betriebe beträgt 28 (3-Sterne), 34 (4-Sterne) bzw. 12 (5-Sterne).

¹¹⁴ Nicht alle der 53 analysierten Unternehmen weisen einen Energieaufwand separat aus. Daher konnten beim Energieaufwand nur 46 Unternehmen analysiert werden.

Unternehmen vom regionalen Personenverkehr und vom gemeinnützigen Wohnungsbau dadurch, dass sie grundsätzlich gewinnorientiert ausgerichtet sind. Dies setzt die Branche dem Vorwurf aus, dass die Gewinne privatisiert werden und die Verluste sozialisiert. Oder anders formuliert, die Aktionäre bekommen die Dividenden, der Staat garantiert die Verluste. Bei einem genaueren Blick auf die Finanzsituation zeigt sich jedoch, dass der Grossteil der Branche kaum Gewinne privatisieren kann und schon gar keine Dividenden ausschüttet. Gerade die Bergbahnunternehmen in Destinationen mit hohem Residenzgästeanteil haben starken Service-Public-Charakter. Eine Staatsgarantie von Seiten der Gemeinden oder Bergkantone ist daher schon zu rechtfertigen. Auf Bundesebene ist es etwas schwieriger.

Auf Bürgschaften der schweizerischen Bürgschaftsgenossenschaften zahlen die profitierenden Unternehmen eine Risikoprämie von 1.25%. Der Bund übernimmt bis zu 65% der Verluste. Wenn eine staatliche Unterstützung den Zweck hat die Finanzierung für die touristischen Unternehmen zu vergünstigen, dann geht eine Risikoprämie zulasten des erreichbaren Zinskostenvorteils. Eine Prämie für die Staatsgarantie von beispielsweise 1.25% würde den Zinskostenvorteil für Renditeunternehmen und wohl auch für viele Selbsterhaltungsunternehmen mehr als neutralisieren. Profitieren würden dann nur die Problemfälle unter den Zuschussunternehmen. Geht es hingegen darum, dass Finanzierungspotenzial der Unternehmen zu erweitern, könnte eine Prämie belastet werden. Diese würde allerdings den Schuldendienst der Unternehmen zusätzlich erhöhen und damit die Förderwirkung etwas einschränken.

Im Rahmen von kollektiven Anlagegefässen (Abschnitt 4.5.1) ist der administrative Aufwand zur Abwicklung der Finanzierungen zu berücksichtigen. Dieser reduziert den zu erzielenden Zinskostenvorteil. Die Spielräume für eine Belastung einer Prämie für die Staatsgarantie wird dadurch enger. Im Hinblick auf eine politische und gesellschaftliche Akzeptanz einer Staatsgarantie wäre jedoch zumindest eine symbolische Entschädigung von Vorteil.

Denkbar wären auch flexible Rückzahlungs- und Verzinsungsmodalitäten. Je besser sich die Finanzen des touristischen Unternehmens entwickeln, umso schneller erfolgt die Amortisation (Abschnitt 3.1.4.2). Für die öffentliche Hand als Kapitalgeber reduziert sich mit einer schnelleren Amortisation das Risiko. Zudem stehen die Mittel schneller für neue Projekte zur Verfügung.

4.2.5. Mehrwertsteuer-Sondersatz für Bergbahnen

Die Schweizer Hotellerie profitiert von einem Mehrwertsteuer-Sondersatz von 3.7%, welcher vier Prozentpunkte unter dem «normalen» Mehrwertsteuersatz von 7.7% liegt.¹¹⁵ Die Gründe für die spezielle Behandlung der Hotellerie sind einerseits Branchenschwierigkeiten, welche durch den Strukturwandel und Wechselkursschwankungen entstanden sind. Andererseits ist die Exportorientiertheit der Hotellerie ein weiterer Grund. Die Schweizer Mehrwertsteuer fällt auf Exportgütern nicht an und die Hotellerie wird somit als Exportdienstleistung betrachtet. Wie die Hotelübernachtung ist auch ein Skiticket oder eine Bergbahneinzelfahrt Bestandteil eines touristischen Produkts, welches inländische und ausländische Gäste

¹¹⁵ Die Sonderbehandlung der Hotellerie gilt seit 1996. Inzwischen wurde der Sondersatz schon fünfmal verlängert. Letztmals wurde der Sondersatz 2017 für zehn weitere Jahre bestätigt.

kaufen. Es gibt viele Gründe, welche dafür sprechen die Bergbahntickets wie die Hotellerie zu behandeln. Dazu einige Fakten:¹¹⁶ Der Anteil von ausländischen Gästen an den in der Schweiz verzeichneten Skierdays dürfte in etwa bei einem Drittel liegen. Aufgrund den von Ausländern gekauften Ticketarten (keine Saisonkarten, keine einheimischen Rabatte, keine Promotionen) dürfte ihr Anteil am Verkehrsertrag deutlich höher als ein Drittel liegen. Die Exportorientiertheit der alpinen Destinationen zeigt sich nicht nur an den Ausländern, welche ihre Ferien in den Schweizer Bergen verbringen, sondern auch an den Schweizern, welche ihre Ferien in ausländischen Bergdestinationen verbringen und an Ausländern, welche ihre Ferien nicht (oder nicht mehr) in der Schweiz verbringen. Zwischen 2008/09 und 2018/19 waren die in der Schweiz verzeichneten Skierdays um rund 4 Mio. rückläufig.¹¹⁷ Schätzungen zufolge ist knapp die Hälfte des Rückgangs die Folge von Gästen aus dem Euroraum, welche ihre Skiferien von der Schweiz ins Ausland verlagert haben. Bei knapp einem Viertel des Rückgangs handelt es sich um Schweizer Gäste, welche ihre Skiferien von der Schweiz ins Ausland verlagert haben. Diese Zahlen machen die Exportorientierung der Schweizer Bergtourismus und der Schweizer Bergbahnunternehmen als Bestandteil davon deutlich.

Die Bergbahnbranche hat sehr ähnliche Probleme wie die Hotellerie. Die erwähnten Gästeverluste drücken auf die Entwicklung von Ertrag und Cashflow. Ein Grossteil der Bergbahnunternehmen hat grosse Mühe die zukünftig anstehenden Investitionen zu finanzieren.¹¹⁸ Eine Reduktion des Mehrwertsteuersatzes auf Bergbahntickets von 7.7% auf 3.7% wäre für die Bergbahnunternehmen eine substanzielle finanzielle Entastung und würde die Investitionsfähigkeit der gesamten Branche verbessern, was der Wettbewerbsfähigkeit der gesamten touristischen Destination zugutekommen würde. Unter sonst gleichen Bedingungen, d.h. bei konstanten Ticketpreisen, würde die Cashflow-Marge der Unternehmen um 4 Prozentpunkte steigen.

Im Geschäftsjahr 2018/19 verdienten die Schweizer Bergbahnen zusammen einen Verkehrsertrag von CHF 1.03 Milliarden. Eine Reduktion des Mehrwertsteuersatzes von 7.7% auf 3.7% würde somit bei konstanter Ertragsentwicklung einen Mehrwertsteuerausfall von rund CHF 40 Mio. verursachen. Die Schweizer Bergbahnen haben in den letzten Jahren im Durchschnitt ca. CHF 400 bis 500 Mio. pro Jahr investiert.¹¹⁹ Die Steuerentlastung würde somit rund 10% der Investitionstätigkeit entsprechen. Gerade in der aktuellen «Corona-Zeit», in welcher viele Bergbahnunternehmen Investitionsprojekte sistiert haben, könnte eine Reduktion des Mehrwertsteuersatzes einen wichtigen Beitrag zur Zukunftssicherung der Berggebiete leisten. Reduzierte Mehrwertsteuersätze auf Skitickets sind auch in einigen Nachbarländern üblich. In Österreich beispielsweise gilt auf Skitickets eine Umsatzsteuer von 10%. Der Normalsatz liegt bei 20%. Dies verdeutlicht die Argumentation einer Reduktion.

¹¹⁶ Die folgenden Zahlen und Einschätzungen stammen aus der folgenden Quelle: Vgl. Lütolf/Stettler/Wagenseil (2020), Neue Preismodelle der Schweizer Bergbahnen, Innotour-Studie, SBS Schrift 10, Verlag Seilbahnen Schweiz Kapitel 2, Seite 22ff.

¹¹⁷ Die Wetter- und Schneebedingungen 2008/09 und 2018/19 waren sehr gut vergleichbar. Der Rückgang ist daher nicht mit schlechten meteorologischen Verhältnissen zu begründen.

¹¹⁸ Vgl. Abschnitt 2.3.2.

¹¹⁹ Lütolf (2019), OTC-X Research – Branchenstudie Bergbahnen, Dezember 2019.

4.2.6. Regulierung

Touristische Unternehmen, insbesondere Bergbahnunternehmen, beklagen sich regelmässig über den hohen Aufwand, welcher als Folge von diversen Regulierungen entsteht. Begriffe wie «Regulierungswut» oder «überbordender Papierkram» sind weit verbreitet. Diesbezüglich Erleichterungen könnten die touristischen Unternehmen sowohl finanziell als auch vor allem personell entlasten. Da es sich dabei nicht um Finanzierungsinstrumente im engeren Sinne handelt, wird an dieser Stelle auf eine Weiterbehandlung verzichtet. Falls die Sicherheit der Infrastruktur und damit auch der Gäste sowie die wichtigsten Umweltaspekte durch allfällige Lockerungen nicht gefährdet würden, hätte ein Regulierungsabbau grosse Vorteile. Zum einen würden alle Unternehmen davon profitieren. Zum anderen kosten die Massnahmen den Steuerzahler nichts.

4.2.7. Fazit

Im Hinblick auf eine staatliche Beteiligung an der Finanzierung touristischer Unternehmen sind folgende Grundsätze zu berücksichtigen.

- Bundes- und Kantonsfinanzierungen sollten die Gemeindefinanzierungen und Finanzierungen von anderen lokalen Nutzniessern nicht verdrängen.
- Bei Finanzierung auf Bundes- oder Kantonebene ist unbedingt zu prüfen, ob untergeordnete Ebenen in die Finanzierung miteinbezogen werden können.
- Staatliche Finanzierungen in Form von Fremdkapital dürfen keine Eigenkapitalfinanzierungen verdrängen. Im Gegenteil, gefragt sind Finanzierungslösungen, welche das Eigenkapital stärken.
- Die öffentliche Hand sollte prüfen, ob sie mit einer Finanzierungszusage auf die Strukturen so Einfluss nehmen kann, dass eine Verbesserung der Ertragskraft resultiert.
- Finanzierungen von Bund und Kanton sollten möglichst wettbewerbsneutral ausgestaltet sein. Beispielsweise wäre es sinnvoll Massnahmen zu prüfen, von welchen alle Unternehmen profitieren.
- Die Entschädigung einer Staatsgarantie ist zu prüfen, wenn der damit erreichte Zinskostenvorteil nicht durch höhere Kosten eliminiert wird. Die Entschädigung könnte erfolgsabhängig ausgestaltet sein.

4.3. Stärkung der Innenfinanzierung dank verbesserten Strukturen

Eine Stärkung des Cashflows ist möglich durch eine Steigerung der Einnahmen oder durch eine Senkung der Ausgaben. Mehr Einnahmen resultieren, falls die Preise erhöht werden oder sich das Gästeaufkommen vergrössert. Weniger Ausgaben fallen an, falls die Dienstleistungen günstiger erstellt werden können. Potenzielle Massnahmen, welche die Einnahmen- und Ausgabenseite beeinflussen, sind vielfältig. Im Folgenden dieses Abschnitts werden nur Massnahmen erläutert, welche bei den Unternehmensstrukturen ansetzen.

Ob vertikal integrierte Tourismusunternehmen bzw. die entsprechenden Destinationen erfolgreicher sind als übrige Destinationen lässt sich nicht abschliessend beurteilen. Die Weisse Arena Gruppe ist mit dem

vollintegrierten Geschäftsmodell in den letzten Jahren erfolgreich unterwegs. Sowohl die Zermatt Bergbahnen als auch die gesamte Destination Zermatt sind ebenfalls sehr erfolgreich. Das Bergbahnunternehmen fokussiert sich allerdings praktisch nur auf den Transport und die Pisten. Die Einflussfaktoren auf den wirtschaftlichen Erfolg sind vielfältig. Die Ausgestaltung des Geschäftsmodells ist nur einer von vielen Parametern. Zudem ist die Anzahl Destinationen für eine quantitative Analyse der Bedeutung der vertikalen Integration zu gering. Nichtsdestotrotz gibt es zahlreiche erfolgsversprechende, cashflowsteigernde Beispiele vertikaler Kooperationsformen mit und ohne Kapitalbeteiligung (Abschnitt 3.1.2.2.2). Auch horizontale Unternehmensverbindungen können eine positive Wirkung auf den Cashflow ausüben. Gute Beispiele sind etwa die Bergbahnfusionen in den Regionen Davos/Klosters und in Zermatt (Abschnitt 3.1.2.2.1).

Unternehmensverbindungen können auch negative Folgen mit sich bringen. Als Erfolgsfaktoren der österreichischen und südtirolischen Hotellerie werden unter anderem die Gastfreundschaft und die Fähigkeit auf die Gäste möglichst persönlich einzugehen genannt. Diese Fähigkeiten sind eigentümergeführten Betrieben tendenziell stärker zugesprochen als grösseren Unternehmensgruppierungen. Bei Unternehmensverbindungen ist daher darauf zu achten, dass bezüglich Gastfreundschaft keine Kompromisse gemacht werden. Ansonsten kann dies dazu führen, dass die finanziellen Vorteile einer Unternehmensverbindung zumindest teilweise neutralisiert werden.

Sowohl die Bildung von nutzbringenden vertikalen Unternehmensverbindungen als auch die Entstehung von horizontalen Verbindungen, welche schlagkräftigere touristische Unternehmen hervorbringen, können auf Basis von rein privaten Initiativen entstehen. Die Davos Klosters Bergbahnen haben ihre inzwischen über 2000 Betten bzw. die dazugehörenden Betriebe ohne staatliche Unterstützung erworben. Falls eine Unternehmensverbindung eine nachhaltige Steigerung des Cashflows oder zumindest eine Absicherung des Cashflows ermöglicht, ist mit einer privaten Initiative zu rechnen. Es stellt sich dann aber noch die Frage, ob die finanzielle Situation einen Zukauf ermöglicht. Angenommen, ein Hotelbetrieb möchte den Nachbarshotelbetrieb, welcher als Folge ungelöster Nachfolge vor der Schliessung steht, übernehmen. Für die Tragbarkeit der Finanzierung kann der Hotelier nur mit den auf seinem Hotel realisierbaren Cashflows kalkulieren. Wenn die Gästebetten erhalten bleiben können, profitieren jedoch auch das Bergbahnunternehmen und weitere Leitungsträger. Eine Unterstützung durch die Gemeinde könnte in diesem Fall sinnvoll sein.

Viele touristische Unternehmen sind zu kleinstrukturiert. Es fehlt eine kritische Grösse. Hinzu kommt, dass auch an sich rentierende Kleinprojekte für Kapitalgeber auf ihrer zu geringen Grösse unattraktiv sein können. Ein weiteres Problem kann eine ungenügende Koordination der einzelnen Leistungsträger in der Destination sein. Es werden zu unterschiedliche Ziele verfolgt. Strategien und Investitionen erfolgen zu wenig aufeinander abgestimmt. Es stellt sich die Frage, wie diese Probleme behoben werden können.

- Wie kann die «Cashflow-Kraft» in einer Destination durch verstärkte Zusammenarbeit verbessert werden?
- Wie können gemeinsam koordinierte Investitionsstrategien in einer Destination erreicht werden?
- Wie ist eine gemeinsame Finanzierung dieser Investitionen möglich?

- Lässt sich die Attraktivität der touristischen Unternehmen auf diese Weise verbessern?
- Lässt sich das Verschuldungspotenzial dadurch steigern und/oder lassen sich die Finanzierungskonditionen dadurch reduzieren?

4.3.1. Lösungen innerhalb der Destination

In den nachfolgenden Abschnitten werden einige Lösungsansätze präsentiert, welche zur Lösung bzw. zur Linderung der vorher genannten Problemstellungen beitragen können. Tabelle 12 zeigt die wichtigsten Vor- und Nachteile der einzelnen Ansätze.

Tabelle 12: Vor- und Nachteile verschiedener Formen von Unternehmensverbindungen¹²⁰

	Betriebsgesellschaft	Supportgesellschaft	Infrastrukturgesellschaft	Fusionen/Übernahmen	Finanzierungsgesellschaft	Investitionskoordinationsstelle
Vorteile						
Keine Eigentumsübertragungen notwendig	X	X			X	X
Gemeinsame operative Führung	X			X		
Reduktion Betriebsaufwand	X	X	X	X		
Steigerung Betriebsertrag möglich	X	(X)	(X)	X	(X)	(X)
Förderung einer destinationsweiten gemeinsamen Investitionsstrategie	X		X	X	X	X
Gemeinsamer Auftritt gegenüber Kapitalgeber			X	X	X	
"Eher" geringer Aufwand für Lancierung		X				X
Schaffung von transparenteren Kriterien für öffentliche Unterstützung	X				X	X
Öffentliche Hand muss nur noch eine Gesellschaft finanzieren	(X)		X		X	X
Erhöhung Verschuldungspotenzial möglich	X	(X)	X	X	X	X
Reduktion Finanzierungskosten möglich	(X)		X	X	X	(X)
Nachteile						
Eigentumsübertragungen notwendig			X	X		
Konfliktpotenzial: Bewertungsprobleme, Umtauschverhältnisse, etc.			X	X		
Konfliktpotenzial: Kontrolle, Besetzung VR der geschaffenen Gesellschaften	X		X	X	X	X
Konfliktpotenzial: Bestimmung der teilnehmenden Unternehmen	X		X		X	X
Psychologische Hürden: Kontrollverlust, übernommen werden, etc.	X		(X)	X		

4.3.1.1. Betriebsgesellschaften

Eine Betriebsgesellschaft führt die ihr angeschlossenen Gesellschaften zentral. Mit einer gemeinsamen Betriebsgesellschaft lassen sich zum einen Kosten einsparen und zum anderen kann sich die gemeinsame Führung auch positiv auf der Ertragsseite auswirken. Unternehmen, welche ihre Betriebsführung an die gemeinsame Betriebsgesellschaft abtreten, werden zu reinen Infrastrukturgesellschaften, welche die Anlagen finanzieren und abschreiben. Dafür werden sie von der Betriebsgesellschaft mit einer Miete abgegolten.

¹²⁰ Ein (X) bedeutet, dass es zu Vor- bzw. Nachteilen kommen kann. Diese sind jedoch in abgeschwächter Form zu erwarten. Beim Argument «Erhöhung Verschuldungspotenzial möglich» ist zu berücksichtigen, dass dies der Fall ist, wenn die Cashflows steigen. Dies ist dann der Fall, falls entweder der Betriebsertrag steigt und/oder die Betriebsaufwendungen fallen. Der Betriebsertrag kann steigen, wenn mit einer gemeinsamen Investitionsstrategie die Destination bzw. die einzelnen Leistungsträger vorwärtsgebracht werden. Es zeigt sich somit, dass die einzelnen Vor- und Nachteile zusammenhängen.

Ein Beispiel für eine Betriebsgesellschaft ist die My Leukerbad AG (Abschnitt 3.1.2.2.2). Ausgangspunkt war die Sanierung der Torrentbahnen. Es ist wohl kein Zufall, dass die Betriebsgesellschaft quasi aus einer Notlage heraus entstand. Dann dürfte die Aufgabe der Betriebsführung unter sonst gleichen Bedingungen leichter fallen. Dass die Eigentümer der Gesellschaften die Betriebsführung aufgeben müssen, ist sicherlich das Haupthindernis. Das Modell Leukerbad könnte vor allem für mittelgrosse Destinationen prüfenswert sein.

Gemeinsame Angebote und eine einheitliche Strategie können Leistungsträger einer Destination auch ohne Betriebsgesellschaft lancieren, indem sie einfach miteinander kooperieren. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass dies nicht immer gut funktioniert. Mit einer Betriebsgesellschaft dürfte das Ziel etwas besser erreichbar sein.

Im Idealfall beteiligen sich die wichtigsten Leistungsträger an der Betriebsgesellschaft als Eigentümer. Die Gemeinde kann als Minderheitsaktionär mitfinanzieren. Entsteht die Betriebsgesellschaft aus einer Notlage heraus, muss die Gemeinde wohl als Mehrheitseigentümer auftreten. Der Kanton kann die Entstehung einer Betriebsgesellschaft mit einer à-fonds-perdu-Zahlung unterstützen.

Aufzupassen ist, falls Betriebe in die Betriebsgesellschaft integriert werden, welche mit nicht-integrierten Gesellschaften in Konkurrenz stehen. Dies ist besonders dann zu berücksichtigen, wenn die öffentliche Hand die Betriebsgesellschaft unterstützt und/oder wenn die Tourismusorganisation, welche für die Vermarktung der Gesamtdestination zuständig ist, ebenfalls integriert ist.

4.3.1.2. Supportgesellschaften

Eine Supportgesellschaft übernimmt keine Betriebsführungen der ihr angeschlossenen Unternehmen. Sie unterstützt Unternehmen beispielsweise im Bereiche Finanzen oder. Beispiele von Supportgesellschaften sind etwa die Support Engadin St. Moritz AG oder die Zermatt Support AG. Letztere ist im Besitz der Zermatt Bergbahnen AG und der Burgergemeinde Zermatt und beschäftigt 11 Mitarbeitende. Zu den Kunden gehören auch Hotel- und Handwerksbetriebe sowie ein weiteres Bergbahnunternehmen aus dem Oberwallis. Die Zermatt Support AG hat grundsätzlich ein Prinzip der offenen Türen. Auch Unternehmen ausserhalb Zermatt können zu Kunden werden.

Im Vergleich zu einer Betriebsgesellschaft dürfte eine Supportgesellschaft deutlich einfacher zu realisieren sein. Die beteiligten Unternehmen geben wenig Autonomie ab. Dass jemand externes Einsicht in die Finanzen erhält ist allerdings für viele Unternehmen gewöhnungsbedürftig und kann ein Stolperstein darstellen. Die Erfahrung zeigt, dass ein mittlerer Hotelbetrieb mit einem Anschluss an eine Finanzsupportgesellschaft eine halbe bis eine ganze Stelle einsparen kann. Hinzu kommt, dass sich der Hotelier vermehrt seiner Kerntätigkeit «Betreuung der Gäste» widmen kann. Die Buchhaltung in die Hände von Spezialisten zu legen führt zudem zu einer Qualitätsverbesserung. Reportings haben eine bessere Qualität und sind schneller verfügbar, was bessere unternehmerische Entscheidungen ermöglicht. Die die Zermatt Support AG mit der Buchhaltung beauftragte Bergbahnunternehmung spart sich dadurch rund zwei bis drei Stellen.

Die Gründung einer Supportgesellschaft erfordert wenig Kapital. Die Gemeinde kann Aktien der Supportgesellschaft zeichnen oder allenfalls mit Know-how unterstützen. Angesichts der eher geringen Kosten und Auswirkungen ist eine Unterstützung durch die öffentliche Hand allerdings wohl nicht notwendig.

4.3.1.3. Infrastrukturgesellschaften

Die einzelnen Leistungsträger bzw. Unternehmen bringen ihre Infrastruktur gegen Sacheinlage in eine zentrale Infrastrukturgesellschaft ein. Diese Gesellschaft vermietet die Infrastruktur an die einzelnen Unternehmen. Der Betrieb der Anlagen ist nach wie vor Sache der einzelnen Leistungsträger. Es ist nach wie vor denkbar, dass die einzelnen Leistungsträger gegeneinander arbeiten, da keine zentrale Führung etabliert wird. Die Gefahr dürfte jedoch abnehmen.

Ob sich die Bildung einer Infrastrukturgesellschaft lohnt, hängt in erster Linie davon ab, ob sich die Finanzierungskosten reduzieren lassen. Besonders vielversprechend ist es, wenn die Gemeinde für die Finanzierungen der Infrastrukturgesellschaft zumindest teilweise garantiert. Je grösser der Ratingunterschied zwischen Gemeinde und den touristischen Unternehmen ausfällt, umso stärker können die Finanzierungskosten gesenkt werden. Ohne staatliche Unterstützung könnten die Finanzierungskosten höchstens von einem Grösseneffekt profitieren. Ohne staatliche Garantien macht eine Infrastrukturgesellschaft allerdings eher wenig Sinn. Es stellt sich dann nämlich die Frage, ob nicht eine Fusion oder Übernahme vorteilhafter wäre (Abschnitt 4.3.1.4).

Ein Beispiel einer «teilweisen» Infrastrukturgesellschaft ist die Finanzinfra AG, welche die Beschneigungsinfrastruktur in der Weissen Arena im Eigentum hat und diese finanziert. Die Weisse Arena Gruppe pachtet die Infrastruktur von der Finanzinfra AG. Das Modell ist auf die Beschneigungsinfrastruktur beschränkt. Theoretisch könnten jedoch auch Transportanlagen, Kongresszentren oder Beherbergungsinfrastruktur in eine Infrastrukturgesellschaft eingebracht werden. In diesem Fall ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Komplexität ansteigt. Befindet sich nur die Beschneigungsinfrastruktur in der Gesellschaft, dürfte in der Regel nur die Gemeinde und das Bergbahnunternehmen involviert sein. Sobald noch andere Leistungsträger beteiligt sind, stellen sich komplexe Fragestellungen wie etwa die Bewertung der Sacheinlagen und damit die Regelung der Beteiligungsverhältnisse und der Zusammensetzung des Verwaltungsrats.

4.3.1.4. Fusionen und Übernahmen

Wenn einzelne Unternehmen fusionieren oder das eine Unternehmen das andere übernimmt, werden die Varianten Betriebsgesellschaft und Infrastrukturgesellschaft kombiniert. Die beteiligten Unternehmen werden zentral geführt, deren Infrastruktur wird gemeinsam gehalten und finanziert. Der Zusammenschluss von lokalen Bergbahnunternehmen erfolgte in der Vergangenheit oft über Fusionen. Sämtliche Gesellschaften werden in eine neue Gesellschaft eingebracht. Psychologisch hat dies den Vorteil, dass kein

Übernehmer und kein Übernommener bestehen. Es ist jedoch auch denkbar, dass ein (starker) Leistungsträger andere Unternehmen akquiriert. In diesem Fall werden entweder die Aktiven und Passiven des Zielobjekts übernommen oder es werden die Aktien des Zielobjekts gekauft. Unternehmensverbindungen, welche das Ziel der vertikalen Integration verfolgen, werden wohl eher als Übernahmen strukturiert sein.

Als Übernehmer kommen beispielsweise Bergbahnunternehmen oder Immobilienentwickler (z.B. in Andermatt) in Frage. Der Immobilienentwickler kann einen Teil der Gewinne aus Immobilienverkäufen in das touristische Angebot investieren und so den Immobilienpreis hochhalten.

Als Voraussetzung von erfolgreichen Bergbahnfusionen hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass die beteiligten Unternehmen «gesund» sein sollten. Eine Fusion von gesunden Unternehmen sollte ohne Finanzierung der öffentlichen Hand erfolgen können. Die beteiligten Unternehmen werden mit den positiven Wirkungen der Fusion belohnt. Wenn ein Hotel- oder Bergbahnunternehmen einen defizitären Hotelbetrieb übernimmt, gehen diese ein beträchtliches Risiko ein, welches monetär in der Regel nicht entschädigt werden kann. Gleichzeitig kann die Erhaltung der Betten im Interesse der gesamten Destination liegen. In diesem Fall ist es vertretbar, wenn die Gemeinde den Übernehmer in irgendeiner Form unterstützt.

Im Erfolgsfall hat die Fusion/Übernahme das grösste Synergiepotenzial. Insbesondere Fusionen sind sehr aufwändig und komplex. Austauschverhältnisse von Aktien sind gerichtlich anfechtbar und es kann zu langwierigen Rechtsstreitigkeiten kommen. Falls ein grosses, integriertes Tourismusunternehmen entsteht, kann es zu einer Machtkonzentration kommen. Dies kann sich sowohl negativ wie auch positiv auswirken.

4.3.1.5. Finanzierungsgesellschaften

Eine neu zu gründende Gesellschaft übernimmt die Finanzierungsfunktion für Leistungsträger aus der Gemeinde. Diese Gesellschaft nimmt Fremdkapital auf und leiht dieses an die Leistungsträger aus. Die Leistungsträger stellen das Eigenkapital der Finanzierungsgesellschaft zur Verfügung und bilden den Verwaltungsrat. Die Finanzierungsgesellschaft ist der neue Ansprechpartner für die Banken und allenfalls für den Kapitalmarkt bei ausreichender Grösse. Der Verwaltungsrat der Gesellschaft muss den Businessplan der Destination verantworten und eine Investitionsstrategie festlegen. Dies dürfte die Voraussetzung dafür sein, dass die koordinierte Finanzierung zum Erfolg führt. Konfliktpotenzial ist bei der Besetzung des Verwaltungsrats zu erwarten, welcher die für die Destination einheitliche Strategie definieren muss.

Der gemeinsame Kapitalbedarf wird absolut grösser, was die Finanzierungsbedingungen verbessern kann. Falls die öffentliche Hand touristische Unternehmen finanziell unterstützt, muss sie sich nur noch über die zentrale Finanzierungsgesellschaft engagieren.

Die Finanzierungsgesellschaft kann Bankkredite aufnehmen, Privatplatzierungen durchführen oder eine öffentliche Anleihe platzieren, z.B. eine Arosa-Anleihe (falls Bedingungen erfüllt sind). Eine Finanzierungsgesellschaft in diesem Stil hat gewisse Ähnlichkeiten zu den in Abschnitt 4.5.1 präsentierten kollektiven Finanzierungslösungen. Es ist daher an dieser Stelle auf Abschnitt 4.5.1 zu verweisen.

Theoretisch könnten die angeschlossenen Unternehmen die Finanzierungsgesellschaft umgehen und parallel «eigenes» Fremdkapital aufnehmen. Dieser Weg könnte allerdings vertraglich unterbunden bzw. eingeschränkt werden. Aufgrund der hohen Komplexität und eines hohen Koordinationsaufwands kommt eine Finanzierungsgesellschaft nur für grosse Destinationen in Frage.

Gemeinden haben die Möglichkeit die Finanzierungsgesellschaft mit einer Teilgarantie auszustatten. Investitionen, welche der festgelegten Destinationsstrategie entsprechen, werden so von einer Garantie profitieren. Für Destinations- und Investitionsstrategien könnten auch kantonale Richtlinien bzw. Anforderungskriterien festgelegt werden. Bei Erfüllen könnte sich auch der Kanton mit einer Teilgarantie beteiligen. Dies würde es dem Kanton auch ermöglichen Einfluss auf die Entwicklung der touristischen Strukturen zu nehmen.

4.3.1.6. Investitionskordinationsstelle

Eine neu zu gründende Gesellschaft wird mit der Erarbeitung eines Businessplans der Destination beauftragt. Die Leistungsträger der Destination sind als Eigentümer und Verwaltungsräte eingebunden. Die Gesellschaft erarbeitet auch einen Investitionsplan und eine Investitionsstrategie. Investitionsprojekte, welche dieser Investitionsstrategie entsprechen und ein «Gütesiegel» der Investitionskordinationsstelle erhalten, können als Belohnung auf eine (teilweise) Garantie der Gemeinde zählen. Kriterien müssen transparent definiert werden. Eventuell sind auch unabhängige Personen in der Koordinationsstelle enthalten. Die Finanzierung wird dann jedoch vom Leistungsträger direkt aufgenommen. Der Koordinationsaufwand fällt daher gegenüber einer Finanzierungsgesellschaft deutlich geringer aus. Die Realisierungschancen sind im Vergleich zu einer Finanzierungsgesellschaft als deutlich höher einzuschätzen. Sinn macht dieser Ansatz, wenn geförderte Projekte von einer finanziellen Unterstützung profitieren. Im Gegenzug ist jedoch sichergestellt, dass die Projekte im Interesse der Gesamtdestination stehen. Neben der Gemeinde könnten allenfalls auch die Kantone einbezogen werden. In diesem Fall müssten auch kantonale Richtlinie zur Förderwürdigkeit von Investitionen bestehen.

4.3.2. Destinationsübergreifende Lösungen

Generell ist davon auszugehen, dass lokale Unternehmensverbindungen grössere Synergien freisetzen können als überregionale Verbindungen. Einige der unter Abschnitt 4.3.1 aufgeführten Lösungsansätze könnten aber auch in überregionaler Form verfolgt werden. Dazu zählen beispielsweise Supportgesellschaften. In diese Richtung geht beispielsweise die Einkaufsgemeinschaft POOL ALPIN Schweiz AG, welche den angeschlossenen Bergbahnunternehmen einen gemeinsamen Einkauf von Verbrauchs- und Investitionsgütern bietet. Durch die Mengenbündelung erreichen die Mitglieder Preisvorteile. Die Idee des gemeinsamen Einkaufens könnte auch auf das gemeinsame Finanzieren übertragen werden.

Eine Steigerungsform von überregionalen Support- oder Einkaufsgemeinschaften sind überregionale Ketten. Neben Synergien beispielsweise im Einkauf, im Versicherungswesen und Chancen in der Vermarktung kann

sich das Zusammenschliessen mehrerer Betriebe auch auf der Finanzierungsseite positiv auszahlen. Angenommen, in einem Kettenhotel besteht ein Investitionsbedarf. Die Belehnungsgrenze ist jedoch (fast) erreicht. Falls ein anderes Kettenhotel aktuell wenig Investitionsbedarf hat und eine geringe Beanspruchung der Belehnung, kann es zu einer temporären Querfinanzierung kommen. Hinzu kommt, dass je nach Standorten auch ein Diversifikationseffekt zum Tragen kommt. Wichtig ist, dass die Vorteile eines horizontalen Zusammenschlusses den höheren Organisationsaufwand rechtfertigen bzw. übersteigen.

Hotels, welche auf eine eigens geführte Restauration verzichten, haben unter sonst gleichen Bedingungen die beste Performance. Der Verzicht auf die waren- und personalintensive Gastronomie wirkt sich dann positiv aus. Je nach Betriebsart bzw. Betriebskonzept kann eine Auslagerung an einen professionellen Gastrobetreiber Sinn machen, falls dieser mehrere Betriebe führt. In diesem Fall kann dieser von Skaleneffekten profitieren.

Auf Kantonsebene könnte eine Finanzierungs- oder Infrastrukturgesellschaft für Anlagen der technischen Beschneidung initiiert werden. Eine Schneefinanzierungsgesellschaft wäre sicherlich einfacher und vor allem mit geringerem Kapitalbedarf zu realisieren. Da der Beschneidung generell ein sehr hoher «Public-Faktor» zugesprochen wird und praktisch alle Destinationen betroffen sind, könnte sich diese für eine kantonale Lösung eignen.

4.4. Stärkung des Eigenkapitals

Das Eigenkapital ist das Haftungssubstrat eines Unternehmens. Je grösser das Eigenkapital ist, umso mehr Verluste können aufgefangen werden. Für Fremdkapitalinvestoren schafft das Eigenkapital Vertrauen. Zusagen für Fremdkapitalfinanzierungen sind zurecht oft an Eigenkapitalbeteiligungen geknüpft. Nicht immer gelingt es den Projektinitianten die sogenannte Eigenkapitallücke zu schliessen. Die Problematik von fehlendem Eigenkapital dürfte für Betriebe der Hotellerie/Gastronomie schwerwiegender sein als für Bergbahnen. Letztere haben aufgrund ihrer regionalwirtschaftlichen Bedeutung deutlich bessere Chancen zur Eigenkapitalbeschaffung bei Family & Friends (inkl. Gemeinden).

Besonders betroffen von der Problematik sind oft kleine Betriebe mit fehlendem Track-Record (Bilanz- und Erfolgsrechnung über mehrere Jahre hinweg). Trotz vielversprechender, innovativer Geschäftsmodelle ist der Zugang zu Bankfinanzierungen oft erschwert. Der Eigenkapitalbedarf ist dann umso grösser. Es stellt sich die Frage, welche Möglichkeiten zum Schliessen der Eigenkapitallücke bestehen. Im Folgenden werden diesbezüglich einige Ideen aufgeführt. Ein Teil der Empfehlungen zielt jedoch auch darauf ab, wie Unternehmen, welche bereits Publikumseigenkapitalfinanzierungen durchführen, dies noch effizienter gestalten können.

4.4.1. Attraktivität für Finanzinvestoren

Für Finanzinvestoren ist vor allem das Rendite/Risiko-Profil der Unternehmen entscheidend. Es ist in aller Deutlichkeit festzuhalten, dass ein Grossteil der Branche sehr wahrscheinlich nie das Potenzial zur

Gewinnung von Finanzinvestoren erreichen wird. Für Unternehmen mit starker Ertragskraft gilt es diese durch eine Steigerung der Jahresauslastung und verbesserter Kosten- und Kapitaleffizienz konsequent zu verbessern. Beispiele zeigen, dass Finanzinvestoren in diesem Fall zumindest sporadisch in den Tourismus investieren. Ein weiteres Hindernis ist eine zu geringe Betriebsgrösse bzw. absolut zu geringe Finanzierungs- und Anlagebeträge. Hier könnten unter Umständen die in Abschnitt 4.3 erläuterten Ansätze zu Unternehmensverbindungen eine Lösung darstellen. Auf grösseres Investoreninteresse würden kollektive Anlagegefässe stossen. Der Investor profitiert dann von einem Diversifikationsvorteil. Auf die Bereitstellung von Eigenkapital durch institutionelle Investoren wird in Abschnitt 4.6 eingegangen.

4.4.2. Nachrangiges Fremdkapital vs. Eigenkapital

Eigenkapital ist nicht fix zu verzinsen und unkündbar. Im Hinblick auf die Solidität des Unternehmens ist Eigenkapital daher die beste Finanzierungsform. Wenn keine Aussicht auf regelmässige Gewinnausschüttungen besteht und das Wertsteigerungspotenzial eher bescheiden ist, kann nachrangiges Fremdkapital aus Investorensicht attraktiver sein. Das Risiko ist aufgrund der Nachrangigkeit und der damit verbundenen Schlechterstellung gegenüber den übrigen Gläubigern mit dem Eigenkapital zu vergleichen. Der Investor kann jedoch mit einer Rückzahlung und einer fixen Verzinsung (falls nicht zinslos) rechnen. Reichen die Liebhaber-Motive nicht für eine Eigenkapitalfinanzierung, könnte nachrangiges Fremdkapital eine Alternative sein. Es sei jedoch betont, dass eine Verschiebung von «richtigem» Eigenkapital zu nachrangigem Fremdkapital wenig sinnvoll ist.

4.4.3. À-fonds-perdu-Beiträge

In den Abschnitten 3.1.8 sowie 4.2.2 wurde bereits auf die Möglichkeit von à-fonds-perdu-Zuschüssen eingegangen, welche die Form von Investitions- oder Betriebskostenbeiträge annehmen können. Wichtig aus Sicht der touristischen Unternehmen ist es, die staatlichen oder privaten Möglichkeiten überhaupt zu kennen.

4.4.4. Abstimmung von Investitionsobjekt und Finanzierungsart

Nicht jedes Investitionsobjekt eignet sich gleichermassen für eine Finanzierungsart. Reine Ersatzinvestitionen, welche dem Gast keinen spürbaren Mehrwert bringen wie etwa die Renovierung einer Küche oder der Ersatz einer Pendelbahn durch eine neue Pendelbahn werden bei den potenziellen Liebhaberinvestoren kaum Emotionen wecken. Crowdfunding-Kampagnen oder Aktienkapitalerhöhungen sollten daher eher für andere Investitionsprojekte eingeplant werden. Um die Family & Friends-Investoren zu gewinnen, sind ein «instagram-tauglicher» Infinity-Pool auf der Dachterrasse, eine mit einer Cabrio-Seilbahn vergleichbare Seilbahn-Innovation oder eine Freizeitanlage mit einer Ausprägung «die längste, die höchste der Welt» sicherlich viel besser geeignet.

Um Geldgeber zu gewinnen braucht es die so genannte Investment Story, welche das Potenzial für Ausschüttungen und Gewinnwachstum schmackhaft machen soll. Für Liebhaberinvestoren braucht es ebenfalls eine passende Story. Die Investoren, welche sich grundsätzlich im Umfeld des Unternehmens befinden, müssen begeistert werden. Liebhaberinvestoren haben teilweise auch das Bedürfnis «ihr» Unternehmen bzw. die gesamte Destination vorwärtszubringen. Auch daran kann sich die Story orientieren. Hilfreich für die Kapitalbeschaffung sind einfache, einprägsame Slogans wie etwa «Nonstop to the Top». Unter diesem Motto stand die Crowdfunding-Kampagne zur Finanzierung der neuen Schlossalmbahn der Bad Gasteiner Bergbahnen, welche dem Gast einen Umsteigevorgang erspart. Kapitalerhöhungen oder Crowdfunding-Kampagnen sind nicht nur reine Finanztransaktionen. Sie müssen zwingend auch aus einer Marketing- und Kommunikationsperspektive betrachtet werden. Unter Berücksichtigung von Marketingeffekten kann die Finanzierung über vermeintlich «teures» (mit viel Aufwand verbundenem) Kapital durch Crowdfunding sehr attraktiv sein. Wichtig ist zudem der Hinweis, dass es sich bei Finanzierungen über Crowdfunding in der Regel um Teilfinanzierungen handelt, welche mitunter auch den Zugang zu anderen Finanzierungsquellen ermöglichen können (vgl. Abschnitt 3.2.1.5).

4.4.5. Aufbau und Pflege von Kundenkontakten

Sowohl für eine erfolgreiche Aktienplatzierung als auch für eine gelungene Crowdfunding-Kampagne braucht es ein Publikum bzw. eine Crowd. Jedes touristische Unternehmen muss sich seine eigene Crowd schaffen. Im Normalfall handelt es sich dabei um die Kundengruppe, häufig bestehend aus Personen aus der Region und Stammgästen. Diese Kundenkontakte müssen nicht erst mit dem Kapitalbedarf gepflegt werden. Es handelt sich vielmehr um eine Daueraufgabe. Faktoren, welche sich positiv auf das Potenzial zur Kapitalaufnahme beim Publikum bzw. bei der Crowd auswirken, sind beispielsweise.

- Das touristische Unternehmen sollte ein einfach verständliches Produkt bzw. eine Dienstleistung anbieten, von welchem die Gäste «Fan» sein können. Gerade der touristische Bereich wäre dafür prädestiniert. Häufig besteht unter den Kundinnen und Kunden auch bereits eine hohe Identifikation mit den entsprechenden Destinationen und Unternehmen, was den Erfolg von entsprechenden Finanzierungen unterstützen kann.
- Regionale Meinungsbildner sollten in eine Kampagne eingebunden werden
- Gute Pflege der bestehenden Aktionäre und Gäste: Informieren, einbeziehen, wertschätzen, etc. Ein Hotel kann mit Aktionärsangeboten Belegungsmanagement betreiben und attraktive Angebote in beschäftigungsarmen Zeiten lancieren.
- Falls schon länger keine Kapitalbeschaffung erfolgt ist, soll die aufgestaute Nachfrage ausgenutzt werden: Voranmeldungen zulassen, Spannung aufbauen, Countdown etc.

Auch wenn die Investoren keine (regelmässigen) Gewinnausschüttungen bekommen, die Aktionäre sollen trotzdem einen angemessenen Preis für eine Aktie bzw. für eine Crowdfunding-Finanzierung bezahlen. Auch Liebhaberaspekte haben ihren Preis. Touristische Unternehmen müssen ihren Kapitalgebern das Gefühl einer «Win-Win-Situation» und nicht einer Spendenaktion vermitteln.

4.4.6. Know-how aufbauen bzw. bereitstellen

Die Beziehungspflege mit Aktionären und Gästen bzw. der Aufbau einer Crowd ist eine aufwändige Angelegenheit. Sowohl Aktienkapitalerhöhungen als auch Crowdfunding-Kampagnen sind daher was den Einsatz von personellen Ressourcen betrifft teure Finanzierungsarten. Gleichzeitig können Aktienkapitalerhöhungen mit Kleinaktionären oder Crowdfunding-Kampagnen aber auch gut in ohnehin geplante Marketingaktivitäten eingebettet werden.

Internetbasierte Plattformen wie «wemakeit» oder «lokalhelden» können den Unternehmen den Aufwand für die Mobilisierung von Geldgebern nicht abnehmen. Netzwerkpflege und «Klinkenputzen» ist Sache des Unternehmens. Der Vermittler bzw. die Plattformen können unterstützend wirken und ihr Know-how zur Verfügung stellen. Die in der Schweiz verfügbaren Plattformen sind diesbezüglich gut aufgestellt. Weil jedes Unternehmen bzw. zumindest jede Region eine eigene Crowd aufweist, ist es fraglich, ob eine auf touristische Projekte spezialisierte Plattform einen grossen zusätzlichen Nutzen stiften kann.

4.4.7. Mindeststückelung der Finanzierung

Die Erfahrungen vieler erfolgreicher Publikumsaktienemissionen zeigen, dass sich ein Mindestinvestitionsbetrag bzw. ein Ausgabepreis von beispielsweise mindestens CHF 2000 oder mehr lohnt. Mit einer tieferen Stückelung von CHF 200 oder noch weniger werden sicherlich etwas mehr Kapitalgeber angesprochen. Viele werden jedoch den Mindestbetrag wählen, so dass das Kapitalbeschaffungsvolumen trotz grösserem Teilnehmerkreis deutlich geringer ausfällt.

4.4.8. Naturalleistungen

Naturalleistungen wie Gutscheine oder Gratisfahrten stellen für den Liebhaberinvestor attraktive geldwerte Leistungen dar. Sie können daher sowohl bei Aktienkapitalerhöhungen als auch bei Crowdfunding-Komponenten einen wichtigen Erfolgsfaktor darstellen. Unternehmen müssen sich jedoch bewusst sein, dass bezogene Naturalleistungen in Zukunft zu einem Umsatzrückgang führen werden. Es handelt sich teilweise um Vorfinanzierungsmodelle. Indem zukünftige Einnahmen vorgezogen und zur Investitionsfinanzierung eingesetzt werden, können diese zukünftig nicht mehr anderswertig eingesetzt werden. Angesichts der Dringlichkeit und der Bedeutung einzelner Investitionen ist eine Vorfinanzierung sicherlich gerechtfertigt. Besonders lohnend ist eine derartige Finanzierung für Projekte, welche glaubhaft eine Steigerung des Betriebsertrags erwarten lassen.

Für die konkrete Ausgestaltung einer Kapitalbeschaffung mit in Erwartung gestellten Naturalleistungen sind verschiedene Spielarten denkbar. Einige Beispiele sind:

- **Reines Vorfinanzierungsmodell:** Investor kauft z.B. eine dreijährige Saisonkarte.
- **Aktienbeteiligung:** Investor erhält eine Naturaldividende als Ersatz oder als Ergänzung zu einer Cashdividende. Die Aktie hat keine beschränkte Laufzeit, die Naturalleistung ist daher zeitlich

unbeschränkt. In Relation zum bezahlten Aktienpreis kann die Naturaldividende beispielsweise 5% ausmachen.

- **A-fonds-perdu-Beitrag:** Investor wird nicht zum Aktionär und erhält eine Naturalleistung entweder zeitlich beschränkt oder unbeschränkt. Der Wert der Leistung kann ebenfalls ca. 5% des Investitionsbetrags ausmachen. Im Gegensatz zur Aktienbeteiligung kann der Investor seine Anlagen nicht weiterverkaufen.
- **Fremdkapital:** Investor spricht beispielsweise ein Darlehen über 7 Jahre. Statt einer Cashverzinsung erhält der Gläubiger zum Beispiel einen Gutschein. Am Ende der Laufzeit wird das Darlehen zurückbezahlt. Das Darlehen kann auch nachrangig sein.

In der Regel lassen sich die Kunden nur zur Vorfinanzierung bewegen, wenn sie dafür einen Rabatt erhalten. Zum Vergleich: Saisonkarten in Schweizer Skigebieten, welche bereits im April oder Mai gekauft werden müssen, haben im Vorverkauf einen durchschnittlichen Discount von 27%, Saisonkarten, für welche bis Ende November oder Mitte Dezember mit einem Vorkauf gewartet werden kann, haben einen durchschnittlichen Vorverkaufsrabatt von 14%.¹²¹ Damit ein Gast oder ein potenzieller Gast über eine Crowdfunding-Kampagne einen Betrag spricht, welcher beispielsweise drei Jahre zum Bezug einer Saisonkarte berechtigt, wäre folglich ein deutlich höherer Discount als 27% notwendig. Das Skigebiet Saas Fee hat mit einer derartigen Aktion (Wintercard) finanziell schlechte Erfahrungen gemacht. Der gewährte Discount und die für die Aktion notwendigen Aufwendungen waren zu gross und konnten über eine gestiegene Anzahl Gäste nicht kompensiert werden. Bei Modellen, welche Finanzierungsaspekte und Preispolitik verbinden, ist daher Vorsicht angebracht. Wichtig ist beispielsweise für eine Aktienkapitalerhöhung oder eine Crowdfunding-Kampagne, dass der Investor nicht nur über einen Rabatt oder Gratisfahren geködert wird. Die Idee, aus Gelegenheitsgästen Saisonkartengäste zu machen ist grundsätzlich gut. Die Frage ist nur, zu welchem Preis dies geschieht. Der den Investoren gewährte Rabatt kann kleiner ausfallen, wenn diese noch weitere Vorteile bekommen, wie etwa spezielle (Aktionärs-)Events oder Zusatzleistungen wie «früher auf die Piste.»

Im aktuellen Tiefzinsniveau sind Naturalrenditen von beispielsweise 4% oder 5% noch attraktiver. Voraussetzung ist, dass die Investoren ihre Tickets oder Hotel- und Essensgutscheine auch wirklich nutzen. Die Erfahrung zeigt nämlich, dass viele Gutscheine gar nie eingelöst werden. Wichtig ist, dass die touristischen Unternehmen ihre Naturalleistungen in eine gute Liebhaber-Investment-Story einbetten können. Ein gutes Beispiel dafür ist die Crowdfunding-Kampagne der Bad Gasteiner Bergbahnen (Abschnitt 3.2.1.4), welche durch Slogans wie «Skisparen» oder «Von der Sparkasse zur Bergbahn» geprägt war.

Gutscheine oder Gratistickets können entweder je Aktionär, je Aktie oder erst ab einer bestimmten Menge Aktien zugeteilt werden. In Abschnitt 4.4.7 wurde darauf hingewiesen, dass eine Mindeststückelung einer Finanzierung von ca. CHF 2000 vorteilhaft sein kann. Dass Vergünstigungen erst ab einem Investitionsvolumen von beispielsweise CHF 2000 erhältlich sind, oder dass der Investor ab diesem Anlagebetrag beispielsweise in einen speziellen «Club» kommt, welcher bestimmte Vorteile und Annehmlichkeiten hat, ist daher eine prüfungswerte Option.

¹²¹ Vgl. Lütolf/Stettler/Wagenseil (2020), Neue Preismodelle der Schweizer Bergbahnen, Innotour-Studie, SBS Schrift 10, Verlag Seilbahnen Schweiz, Seite 17ff.

4.5. Fremdkapital von institutionellen Investoren

Bei der Bestimmung der Finanzierungskosten gehen die Banken im derzeitigen Zinsumfeld grundsätzlich von 0% als Basis aus und schlagen eine Marge bzw. einen Risikozuschlag drauf. Ein Hauptgrund liegt darin, dass viele Banken sich immer noch stark über Spareinlagen von Privatpersonen finanzieren, wo nur bei sehr grossen Beträgen Negativzinsen angewandt werden. Der Kapitalmarkt bzw. institutionelle Anleger berücksichtigen hauptsächlich das reale Zinsumfeld, da sehr viele dieser Anleger aufgrund der Höhe des Anlagevolumens mittlerweile auch Negativzinsen auf deren Anlagen bezahlen müssen. Daher wird der Risikozuschlag zu einem negativen Basiszinssatz addiert. Dies ist ein Grund, warum im aktuellen Zinsumfeld ein verstärkter Einbezug institutioneller Anleger in die Finanzierung touristischer Unternehmen attraktiv sein kann.¹²² Im Sinne einer Zusammenfassung zeigt Tabelle 13 nochmals, welche institutionellen Anleger in welcher Form Fremdkapital zur Verfügung stellen. Die wichtigste Hürde auf dem Weg zur Finanzierung durch institutionelle Anleger ist ein adäquates Rating bzw. eine ausreichende Bonität. Falls sich diese Hürde bewältigen lässt, stellt sich als nächstes die Frage nach dem Finanzierungsvolumen. Für eine öffentliche Anleihe wäre ein Volumen von mindestens CHF 100 Mio. von grossem Vorteil. Für eine sogenannte Mittelstandsanleihe ist ein Volumen von CHF 20 Mio. typischerweise die Mindestschwelle. Viele touristische Unternehmen haben nie oder höchstens sporadisch einen (Fremd-)kapitalbedarf in dieser Grössenordnung. Dann verbleibt als einzige Möglichkeit der Weg über eine Privatplatzierung.

Tabelle 13: Kapitalaufnahme bei institutionellen Investoren

Grade	Rating	Investoren	Anlageform	Volumen (in Mio. CHF)		Laufzeit (in Jahren)	
				ÖFF	PP	ÖFF	PP
Investment	AA- oder besser	Alle (z.B. Versicherungen, Krankenkassen, Pensionskassen, Family Offices & (U)HNWI, unabhängige Vermögensverwalter, "sophisierte" Privatanleger)	Öffentliche Anleihen (ÖFF), Privatplatzierungen PP (Anleihen oder Darlehen)	i.d.R. > 100	> ca. 20	bis 15-20	3-8
	A bis BBB					bis 10	
Subinvestment	BBB- bis BB	Family Offices & (U)HNWI, unabhängige Vermögensverwalter, "sophisierte" Privatanleger	Öffentliche Anleihen, Privatplatzierungen	"Mittelstandsanleihen": 20 bis 100	deutlich geringere Untergrenze	4-6	
	B	grundsätzlich gleiche Investoren wie bei BBB- bis BB, jedoch deutlich geringere Nachfrage, Family & Friends-Bezug evt. von Bedeutung	Privatplatzierungen	-	-	-	

Die meisten touristischen Unternehmen verfügen nicht über ein Investment Grade Rating. Und auch über bestehende Bankenratings lässt sich wohl in vielen Fällen keine entsprechende Bonität begründen.

Grundsätzlich kann zwischen einer direkten bilateralen Kapitalbeschaffung und einer kollektiven Kapitalaufnahme unterschieden werden. In letzterem Falle nehmen verschiedene Unternehmen eine gemeinsame Finanzierung bei institutionellen Investoren auf. In den folgenden Abschnitten werden verschiedene mögliche Lösungen für eine kollektive Kapitalaufnahme, z.B. in Form einer Emissionszentrale für Schweizer Tourismus, diskutiert.

¹²² Je nach Finanzierungssituation einer Bank sind ebenfalls Refinanzierungsmöglichkeiten über den Markt denkbar.

4.5.1. Kollektive Finanzierungslösungen

4.5.1.1. Vorteil der Diversifikation

Eine kollektive Kapitalaufnahme und Anlage bringt dem Investor den Vorteil einer Risikodiversifikation. Voraussetzung dafür ist zum einen, dass die Erträge und Cashflows der an der kollektiven Finanzierung beteiligten Unternehmen nicht perfekt positiv korrelieren bzw. im besten Fall gar nicht oder sogar negativ korrelieren. Noch stärker wäre der Diversifikationseffekt, wenn alle beteiligten Unternehmen solidarisch gegenseitig haften würden. Dies bedeutet, dass die Unternehmen gegenseitig für ihre Finanzierungsausfälle haften. Eine mit einer Solidarhaftung ausgestattete Emissionszentrale dürfte allerdings praktisch keine Realisierungschancen haben. Renditeunternehmen und die besten Selbsterhaltungsunternehmen würden sich unter diesen Umständen kaum an einer Finanzierung beteiligen. Aus Sicht dieser Unternehmen wären notwendige Rückstellungen, welche für Zahlungsausfälle gebildet werden müssten, zu hoch. Aufgrund einer fehlenden Solidarhaftung würden Ausfälle zulasten der Investoren bzw. zunächst zu Lasten gebildeter Rückstellungen gehen. Doch auch ohne Solidarhaftung bringt die Diversifikation dem Anleger Vorteile. Angenommen, ein an der kollektiven Finanzierung teilnehmendes Unternehmen fällt aus und die Verlustquote beträgt 100%. Falls das betreffende Unternehmen das Kapital gemeinsam mit 19 anderen Unternehmen aufgenommen hat, verliert der Investor «nur» fünf Prozent des eingesetzten Kapitals. Bei einer Verlustquote von 50% verlieren die Investoren 2.5%.

Eine touristische Anleihe hat definitionsgemäss nicht den Vorteil der Diversifikation über mehrere Branchen hinweg. Der Diversifikationseffekt innerhalb der Schweizer Tourismusbranche ist jedoch nicht zu unterschätzen. Abbildung 12 zeigt die Korrelation der Verkehrserträge von dreissig Schweizer Bergbahnunternehmen.¹²³ Korrelationen von weniger als 0.2 sind gelb markiert. Negative Korrelationen sind zusätzlich rot aufgeführt. Die Stanserhornbahn (Nr. 2 in Abbildung 12) und die Rigi-Bahnen (Nr. 19) fallen beispielsweise dadurch auf, dass deren Verkehrsertrag negativ mit vielen anderen Unternehmen korreliert. Der Grund dürfte darin liegen, dass diese beiden ihre Erträge vorwiegend im Sommerhalbjahr verdienen. Eine negative Korrelation haben beispielsweise auch die Bergbahnunternehmen der Aletsch Arena (Nr. 15) und der Melchsee Frutt (Nr. 5). Der Grund für die negative Korrelation dürfte zumindest teilweise daran liegen, dass die Melchsee Frutt sehr stark von Tagesgästen abhängig ist, die Aletsch Arena hingegen sehr stark von Residenzgästen besucht wird. Faktoren wie das Wetter oder die Wechselkursentwicklung beeinflussen die beiden Unternehmen daher unterschiedlich.

¹²³ Die Korrelation von Jahresgewinnen oder Cashflows wäre aussagekräftiger. Entsprechende Daten liegen jedoch nicht vor.

Abbildung 12: Korrelation der Verkehrserträge von Schweizer Bergbahnen 2006/07 bis 2018/19¹²⁴

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1	1.0	0.2	0.3	0.6	-0.1	0.6	-0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.5	0.6	0.2	0.6	0.6	0.7	-0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3	0.5	0.5	0.2	0.1	0.6	0.1
2	0.2	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.3	0.1	0.4	-0.4	-0.1	-0.5	-0.0	-0.1	-0.0	0.1	-0.2	-0.0	-0.4	-0.5	0.4	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
3	0.3	0.4	1.0	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.8	0.4	0.4	0.6	0.6	0.4	0.6	0.1	0.2	0.0	0.8	0.6	0.5	0.1	0.8	0.7	0.9	0.4	0.8	0.5	0.8
4	0.6	-0.2	0.3	1.0	-0.0	0.7	0.3	0.3	0.7	0.7	0.6	0.1	0.9	0.4	0.6	0.9	0.4	0.8	-0.3	0.2	-0.0	0.2	0.2	0.6	0.7	0.5	0.1	0.4	0.9	0.4
5	-0.1	0.5	0.2	-0.0	1.0	0.2	0.1	0.4	-0.1	0.1	-0.1	0.6	0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0	0.2	-0.1	0.1	0.6	0.2	0.2	0.3	0.2	-0.0	-0.0	0.3
6	0.6	0.3	0.2	0.7	0.2	1.0	0.1	0.6	0.4	0.4	0.2	-0.0	0.6	0.1	0.5	0.6	0.2	0.4	-0.6	0.1	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.7	0.4	0.0	-0.0	0.5	0.3
7	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	1.0	0.4	0.1	0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.3	0.7	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.2	-0.4	-0.3	0.0	0.4	0.3	0.1	-0.2	0.1	0.4	-0.1
8	0.1	0.4	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	1.0	0.1	0.4	-0.2	0.2	0.3	-0.0	0.5	0.2	-0.4	-0.2	-0.1	0.5	-0.3	0.2	0.1	0.5	0.7	0.5	0.1	-0.0	0.2	0.1
9	0.4	-0.4	0.3	0.7	-0.1	0.4	0.1	0.1	1.0	0.8	0.8	0.2	0.7	0.4	0.2	0.8	-0.0	0.7	0.1	0.2	0.4	0.6	0.3	0.5	0.6	0.2	0.6	0.4	0.6	0.3
10	0.4	-0.1	0.8	0.7	0.1	0.4	0.1	0.4	0.8	1.0	0.6	0.5	0.8	0.6	0.4	0.9	0.0	0.5	0.2	0.6	0.4	0.6	0.3	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
11	0.4	-0.5	0.4	0.6	-0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.8	0.6	1.0	0.1	0.7	0.6	0.2	0.8	0.3	0.7	0.0	0.2	0.7	0.4	0.1	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5
12	-0.1	-0.0	0.4	0.1	0.6	-0.0	-0.3	0.2	0.2	0.5	0.1	1.0	0.3	0.6	-0.3	0.2	-0.3	0.1	0.6	0.2	0.2	0.3	0.7	0.4	0.2	0.4	0.5	0.3	0.1	0.5
13	0.5	-0.1	0.6	0.9	0.3	0.6	0.2	0.3	0.7	0.8	0.7	0.3	1.0	0.6	0.4	0.8	0.3	0.7	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.4	0.8	0.8	0.7	0.3	0.6	0.9	0.6
14	0.6	-0.0	0.6	0.4	0.3	0.1	-0.3	-0.0	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	1.0	-0.1	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5	0.6	0.2	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7	0.4	0.5	0.4
15	0.2	0.1	0.4	0.6	-0.2	0.5	0.7	0.5	0.2	0.4	0.2	-0.3	0.4	-0.1	1.0	0.5	0.0	0.1	-0.4	0.5	-0.1	-0.0	-0.3	0.5	0.7	0.5	-0.2	0.3	0.6	0.3
16	0.6	-0.2	0.6	0.9	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.8	0.9	0.8	0.2	0.8	0.5	0.5	1.0	0.3	0.8	-0.1	0.3	0.4	0.5	0.3	0.6	0.8	0.5	0.4	0.5	0.8	0.6
17	0.6	-0.0	0.1	0.4	-0.2	0.2	-0.2	-0.4	-0.0	0.0	0.3	-0.3	0.3	0.4	0.0	0.3	1.0	0.5	-0.4	-0.0	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.3	-0.3	0.3	0.5	0.2
18	0.7	-0.4	0.2	0.8	-0.1	0.4	-0.1	-0.2	0.7	0.5	0.7	0.1	0.7	0.6	0.1	0.8	0.5	1.0	0.0	-0.0	0.3	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.8	0.2
19	-0.3	-0.5	0.0	-0.3	-0.0	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.6	-0.1	0.4	-0.4	-0.1	-0.4	0.0	1.0	0.1	0.2	-0.1	0.4	0.1	-0.2	0.0	0.5	0.2	-0.1	-0.1
20	0.3	0.4	0.8	0.2	0.2	0.1	0.2	0.5	0.2	0.6	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.3	-0.0	-0.0	0.1	1.0	0.4	0.3	-0.1	0.7	0.7	0.8	0.4	0.6	0.4	0.4
21	0.2	-0.1	0.6	-0.0	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.4	0.4	0.7	0.2	0.2	0.6	-0.1	0.4	0.1	0.3	0.2	0.4	1.0	0.4	0.0	0.1	0.3	0.3	0.7	0.5	0.1	0.5
22	0.2	0.1	0.5	0.2	0.1	0.3	-0.3	0.2	0.6	0.6	0.4	0.3	0.4	0.2	-0.0	0.5	-0.2	0.1	-0.1	0.3	0.4	1.0	0.1	0.4	0.4	0.2	0.5	0.4	0.1	0.5
23	0.1	0.0	0.1	0.2	0.6	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.1	0.7	0.4	0.5	-0.3	0.3	-0.2	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.1	1.0	0.1	0.1	0.1	0.5	-0.1	0.3	0.1
24	0.3	0.1	0.8	0.6	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.9	0.4	0.4	0.8	0.4	0.5	0.6	0.1	0.3	0.1	0.7	0.1	0.4	0.1	1.0	0.7	0.8	0.2	0.8	0.7	0.6
25	0.5	0.2	0.7	0.7	0.2	0.7	0.3	0.7	0.6	0.8	0.5	0.2	0.8	0.4	0.7	0.8	0.0	0.4	-0.2	0.7	0.3	0.4	0.1	0.7	1.0	0.8	0.4	0.5	0.7	0.5
26	0.5	0.3	0.9	0.5	0.3	0.4	0.1	0.5	0.2	0.7	0.3	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3	0.0	0.8	0.3	0.2	0.1	0.8	0.8	1.0	0.3	0.7	0.7	0.5
27	0.2	-0.1	0.4	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3	0.7	-0.2	0.4	-0.3	0.3	0.5	0.4	0.7	0.5	0.5	0.2	0.4	0.3	1.0	0.1	0.2	0.1
28	0.1	-0.1	0.8	0.4	-0.0	-0.0	0.1	-0.0	0.4	0.6	0.5	0.3	0.6	0.4	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.6	0.5	0.4	-0.1	0.8	0.5	0.7	0.1	1.0	0.5	0.8
29	0.6	-0.1	0.5	0.9	-0.0	0.5	0.4	0.2	0.6	0.7	0.6	0.1	0.9	0.5	0.6	0.8	0.5	0.8	-0.1	0.4	0.1	0.1	0.3	0.7	0.7	0.7	0.2	0.5	1.0	0.4
30	0.1	0.0	0.8	0.4	0.3	0.3	-0.1	0.1	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6	0.4	0.3	0.6	0.2	0.2	-0.1	0.4	0.5	0.5	0.1	0.6	0.5	0.7	0.1	0.8	0.4	1.0

Ein weiterer Diversifikationseffekt könnte resultieren, falls sich neben Bergbahnen weitere touristische Unternehmen an den Finanzierungen der Emissionszentrale beteiligen könnten. Insbesondere der Einbezug von Betrieben der Stadthotellerie oder touristische Infrastrukturen in Seegebieten könnten sich positiv auf den Nutzen der Diversifikation auswirken.

4.5.1.2. Nachfrage nach Finanzierungen

Aufgrund von Auswertungen der letzten zehn Jahre kann angenommen werden, dass die Schweizer Bergbahnen ca. CHF 300 bis CHF 500 Mio. pro Jahr investieren.¹²⁵ Für Kleinstbergbahnen mit sehr geringen Investitionsvolumen, welche für einen Finanzierungspool kaum in Frage kommen, wird ein Abschlag gemacht. Das für eine kollektive Finanzierungslösung nachgefragte Finanzierungsvolumen hängt nun grundsätzlich von zwei Parametern ab und ist in Tabelle 14 dargestellt. Zum einen stellt sich die Frage, welcher Anteil der Bergbahnen an Finanzierungen einer Emissionszentrale teilnehmen würde. Zum anderen ist einzuschätzen, welcher Anteil des Investitionsvolumens über eine kollektive Finanzierungslösung finanziert würde.

¹²⁴ Quelle: Geschäftsberichte der Bergbahnunternehmen. Die Korrelationen wurden auf Basis der jährlichen Wachstumsraten des Verkehrsertrags bestimmt. Grundlage dazu sind die Verkehrserträge der Jahre 2006/07 bis 2018/19. Die in der Abbildung aufgeführten Nummern entsprechen den folgenden Bergbahnunternehmen. 1. BB Wildhaus, 2. Stanserhornbahn, 3. RM Val d'Anniviers, 4. SB Bellwald, 5. SB Melchsee Frutt, 6. BB Klewenalp Emmetten, 7. BB Rinerhorn, 8. BB Samnaun, 9. BB Obersaxen, 10. Lenzerheide BB, 11. Pizol BB, 12. Schilthornbahn, 13. BB Scuol, 14. BB Adelboden, 15. Aletsch Bahnen, 16. BB Disentis, 17. Sattel Hochstuckli BB, 18. BB Destination Gstaad, 19. Rigi-Bahnen, 20. Zermatt BB, 21. Säntis Schwebebahn, 22. Belalp BB, 23. Jungfraubahnen, 24. Arosa BB, 25. Weisse Arena, 26. Davos Klosters BB, 27. Pilatus Bahnen, 28. GB Grindelwald Männlichen, 29. SB Vals, 30. RM Crans Montana.

¹²⁵ Quelle: Auswertung der Geschäftsberichte von ca. 50 Bergbahnunternehmen und Hochrechnung auf die Gesamtbranche.

Tabelle 14: Jährliches Finanzierungsvolumen einer Emissionszentrale für Bergbahnen¹²⁶

in Mio. CHF		Anteil Bergbahnen (Finanzierungsvolumengewichtet) mit Teilnahme an Emissionszentrale							
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
Anteil der Investitionen über Emissionszentrale finanziert	10%	5	10	14	19	24	29	33	38
	20%	10	19	29	38	48	57	67	76
	30%	14	29	43	57	71	86	100	114
	40%	19	38	57	76	95	114	133	152
	50%	24	48	71	95	119	143	166	190

Wie viele Bergbahnunternehmen an einer kollektiven Finanzierung partizipieren würden, hängt schlussendlich auch stark von den angebotenen Finanzierungsbedingungen ab. Es ist zu erwarten, dass je grösser die Zinskostenersparnis gegenüber einer Bankfinanzierung ausfällt, umso mehr Bergbahnen mitmachen werden. In Tabelle 14 ist die Anzahl der Bergbahnen sogenannt «finanzierungsvolumengewichtet» dargestellt. Falls sich eine Teilnahme für Renditebahnen und eventuell auch für die besten Selbsterhaltungsunternehmen nicht lohnt, wird die nach Finanzierungsvolumen gewichtete Teilnahmequote der Bergbahnen deutlich sinken. Dies weil sich unter den Renditebahnen viele grosse Unternehmen befinden. Ein Teil der Renditebahnen und auch der besten Selbsterhaltungsunternehmen ist zur Finanzierung der Investitionen nicht oder nur selten auf verzinsliches Fremdkapital angewiesen. Aus diesem Grund werden unabhängig von den Finanzierungsbedingungen sowieso nicht alle Unternehmen an der Emissionszentrale teilnehmen. Die Zuschussunternehmen hätten sicherlich ein sehr grosses Bedürfnis nach kollektiven Finanzierungsgefässen. Aus Risikoüberlegungen wird aber zumindest ein Teil der Zuschussunternehmen keinen Zugang dazu haben dürfen. Alles in allem könnten im besten Fall (finanzierungsvolumengewichtet) ca. 60% bis 70% an einer kollektiven Finanzierungslösung partizipieren. Weiter stellt sich die Frage, welcher Anteil der Investitionen über die kollektive Lösung finanziert würde. Es ist davon auszugehen, dass mindestens 50% der Investitionen über bestehende flüssige Mittel oder allenfalls über neues Eigenkapital finanziert werden sollte. Offene Fragen sind, ob die Darlehen der neuen Regionalpolitik parallel weiterlaufen würden und inwieweit die kollektive Finanzierungslösung Bankfinanzierungen ersetzen könnten. Realistischerweise könnte wohl davon ausgegangen werden, dass maximal ein Drittel des Investitionsvolumens finanziert würden. Somit könnten Bergbahnen jährlich ein durchschnittliches Finanzierungsvolumen von ca. CHF 60 bis 90 Mio. nachfragen.

Würde man die kollektive Finanzierungslösung für weitere touristische Unternehmen öffnen, könnte ein höheres Finanzierungsvolumen erreicht werden. Dazu könnten touristische Infrastrukturen von Gemeinden oder von Public-Private-Partnerships getragene Projekte wie Schwimmbäder, Kongressinfrastrukturen, etc. gehören. Attraktiv wäre sicherlich auch ein Einbezug von Neubau- bzw. grösseren Renovationsprojekten von Hotels oder Ferienresorts. Geht man dabei von einem Finanzierungsvolumen für die kollektive Lösung von ca. CHF 5 bis 10 Mio. pro Projekt aus, könnte das Volumen bei drei bis vier Projekten (in alpinen Regionen)

¹²⁶ Die Auswertungen basieren auf einer Analyse von 49 vorwiegend mittelgrosser und grosser Bergbahnunternehmen. Für den Rest der Branche erfolgte eine Hochrechnung. Für Kleinstbahnen, welche nur ein sehr kleines Finanzierungsvolumen aufweisen und daher für eine Poolfinanzierung kaum in Frage kommen, wurde ein Abschlag gemacht. In Tabelle 14 wird vom Mittelwert der minimalen und maximalen jährlichen Investitionen der letzten zehn Jahre ausgegangen.

jährlich um bis zu CHF 20 Mio. gesteigert werden. Hinzu kommen Finanzierungen von Ersatzinvestitionen. Angenommen, es könnten jährlich 15 Projekte (in alpinen Regionen) mit einem durchschnittlichen Finanzierungsvolumen von CHF 3 Mio. finanziert werden, stiege das Finanzierungsvolumen um weitere CHF 45 Mio. Sowohl aus Diversifikationsüberlegungen als auch im Hinblick auf das Finanzierungsvolumen wäre ein Einbezug der Stadthotellerie in die Emissionszentrale von grossem Vorteil.

Zusammenfassend ist davon auszugehen, dass unter Einbezug verschiedener Tourismusprojekte, ein jährliches Volumen von ca. CHF 100 bis 200 Mio. möglich ist.

4.5.1.3. Kreis der Teilnehmer

Aus Risikogesichtspunkten ist es vorteilhaft, nur die besten Gläubiger mit sehr guten Sicherheiten zu akzeptieren. Dem steht entgegen, dass diese Unternehmen meist Zugang zu anderen Formen der Finanzierung wie Innenfinanzierung oder Bankkrediten haben. Meist sind es die mittel bis eher schwachen Kreditklassen, welche Mühe haben an Kredite zu kommen. Im Bankensektor ist es üblich Kredite an sehr verschiedene Schuldner zu geben, jedoch mit unterschiedlichen Sicherheiten und zu unterschiedlichen Kreditkonditionen. Gewisse Schuldner, resp. gewisse Kreditklassen sind jedoch ganz vom traditionellen Bankenmarkt ausgeschlossen, aber gewisse alternative Kreditgeber machen dieses Geschäft trotzdem. Wieder andere Schuldner können von «niemanden» ein Kredit erhalten. Im heutigen Umfeld stellt diese jedoch zunehmend die Ausnahme dar, da sehr viel Liquidität vorhanden ist. Die Alternative zur Nichtanlage sind Negativzinsen.

Aufgrund der oben dargestellten kleinen Grösse des Marktes und der Anforderungen an ein gewisses Minimumfinanzierungsvolumen der Passivseite bietet sich an, das Spektrum der möglichen Kreditnehmer relativ breit zu definieren. Natürlich muss dabei beachtet werden, dass nicht unangemessene Risiken eingegangen werden, welche nicht durch eine angemessene Marge abgedeckt werden.

4.5.1.4. Ausfallwahrscheinlichkeit und Sicherheiten

Wie bereits mehrfach erwähnt ist das Spektrum der Bonitäten touristischer Unternehmen recht breit. Zudem ist die durchschnittliche Bonität im Branchenvergleich unterdurchschnittlich. Für die Bergbahnbranche ist wohl zukünftig mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von ca. 2.5% bis 4% zu rechnen (Abschnitt 2.3.5). Kleinstunternehmen sind in dieser Schätzung nicht enthalten. Es ist davon auszugehen, dass kleinere und mittelgrosse Unternehmen häufiger betroffen sind als die ganz grossen. Eine nach Finanzierungsvolumen gewichtete Branchen-Ausfallwahrscheinlichkeit wäre daher geringer als 2.5% bis 4% Prozent. Angenommen, diese läge bei 2% bis 3%. Bei einer geschätzten Verlustquote von beispielsweise 65% ergäbe sich dann ein jährlich zu erwartender Verlust von ca. 1.2% bis knapp 2%. Ein kollektives Finanzierungsgefäss, welches sowohl in Renditeunternehmen und Selbsterhaltungsunternehmen und (grössere) Zuschussunternehmen investieren würde, müsste demnach mit einem erwarteten Verlust von 1.2% bis 2% rechnen. Je stärker die «besseren» Unternehmen am Finanzierungsvolumen gewichtet sind, umso tiefer sinken die erwarteten Verluste. Falls sich die «besten» Unternehmen nicht an der kollektiven

Finanzierung beteiligen, steigt der erwartete Verlust gegen oder über 2%. Bei den Hotelbetrieben stellen sich die gleichen Überlegungen. Insgesamt dürfte ein etwas höheres Verlustrisiko vorliegen. Positiv für die kollektive Lösung wäre ein Einbezug von Gemeindefinanzierungen oder von Finanzierungen von PPP-Projekten. Dies könnte das Gesamtrisiko aufgrund der allgemein guten Gemeinderatings reduzieren.

Tabelle 15: Ausfallwahrscheinlichkeiten nach Ratingkategorie¹²⁷

Descriptive Statistics On One-Year Global Default Rates

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C
Minimum	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00
Maximum	0.00	0.38	0.39	1.02	4.22	13.84	49.46
Weighted long-term average	0.00	0.02	0.06	0.17	0.65	3.44	26.63
Median	0.00	0.00	0.00	0.06	0.58	3.40	24.83
Standard deviation	0.00	0.07	0.10	0.26	1.00	3.29	11.47
2008 default rates	0.00	0.38	0.39	0.49	0.81	4.10	27.27
Latest four quarters (2018Q1-2018Q4)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.98	27.18
Difference between last four quarters and weighted average	0.00	(0.02)	(0.06)	(0.17)	(0.65)	(2.46)	0.54
Number of standard deviations	0.00	(0.29)	(0.55)	(0.64)	(0.64)	(0.75)	0.05

Sources: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Wie aus Tabelle 15 ersichtlich, beträgt die jährliche Ausfallwahrscheinlichkeit von BBB gerateten Anleihen (weighted long-term average) ca. 0.17%, bei BB (Sub-Investment Grade) ist diese 0.65%. Auch wenn bei diesen Standard-Statistiken der Rating-Agenturen das sog. Migrationsrisiko (d.h. das Risiko, dass eine Anleihe vor Ausfall heruntergestuft wird) nicht berücksichtigt ist, zeigt es sich trotzdem, dass kollektive Finanzierungen touristischer Unternehmen trotz Diversifikationsvorteil ein Investment Grade Rating deutlich verfehlen. Angenommen, das Finanzierungsportfolio würde sich zu je einem Drittel aus Bergbahn, Beherbergungs- und Gemeindefinanzierungen zusammensetzen. Auch in diesem Fall müsste mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit und sogar mit einem erwarteten Verlust von mehr als 1% gerechnet werden.

Die Platzierung einer Subinvestment Grade Anleihe ist zwar nicht ausgeschlossen. Das Problem ist dann allerdings, dass die Renditebahnen und die besten Selbsterhaltungsunternehmen sicherlich keinen Zinsvorteil erreichen und sich dann nicht am Finanzierungspool beteiligen. Für das Funktionieren einer Emissionszentrale ist der Einbezug dieser Unternehmen bzw. wenigstens eines Teils davon allerdings sehr wichtig. Wird nur ein knappes Investment Grade von BBB erreicht, besteht ebenfalls das Problem eines nur geringen Zinsvorteils für Renditebahnen. Hinzu kommt, dass im BBB-Segment gegenüber Ratings von mindestens AA- nur Anleihen mit kürzerer Laufzeit platziert werden können. Angesichts der langen Investitionszyklen touristischer Unternehmen wären Laufzeiten von mehr als 10 Jahren ein gewichtiger Vorteil.

¹²⁷ Standard&Poors, 2018 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study.

Für ein Rating von mindestens AA- braucht es eine Garantie von Bund oder Kantonen. Dabei wäre eine Vollgarantie von Vorteil. Wenn beispielsweise der Bund «nur» die ersten 10% der Ausfälle übernehmen würde bzw. nur 10% der Finanzierung garantiert, würde das erwünschte Rating kaum erreicht. Dies auch wenn die Ausfälle mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht grösser als 10% erwartet würden. Da eine Vollgarantie des Bundes für die Finanzierung touristischer Infrastruktur politisch kaum durchsetzbar wäre, braucht es im Innenverhältnis der kollektiven Finanzierungslösung weitere Sicherheiten. Dies würde bedeuten, dass der Bund gegenüber den Investoren als vollständiger Garant der Finanzierung auftritt. Im Innenverhältnis sichert sich der Bund jedoch bei Dritten ab. Bei der Finanzierung von Beherbergungsbetrieben kann die Immobilie als Sicherheit dienen. Deutlich anspruchsvoller ist die Besicherung von Bergbahninfrastruktur. Die effektivste Absicherung könnte über Garantien von Gemeinden und/oder von Kantonen erfolgen.

Ob eine Lösung mit staatlicher Vollgarantie gesellschaftlich und politisch akzeptiert wird, hängt von der folgenden Grundsatzfrage ab. Soll der Schweizer Tourismus durch die öffentliche Hand stärker finanziell unterstützt werden? Auf Kantons- und auf Gemeindeebene, wo sich die direkten lokalen Nutzniesser der touristischen Infrastruktur befinden, ist diese Frage eher mit ja zu beantworten als auf Bundesebene. Es macht daher Sinn, dass die Gemeinden und womöglich auch die Kantone stark in die Sicherung der Finanzierung miteinbezogen werden. Dies wäre ähnlich der Praxis der Darlehen der neuen Regionalpolitik, bei welchen der Kanton für die Hälfte des Bundesbeitrags haftet. Der Kanton kann seinerseits bei Bedarf Sicherheiten von der Gemeinde verlangen.

Angenommen, die Standortgemeinde müsste bei einem Zahlungsausfall «ihres» Unternehmens 50% des Verlusts garantieren. In diesem Fall würden sich die erwarteten Ausfälle für den Bund als Garantiegeber halbieren. Würde der Standortkanton ebenfalls 25% garantieren, gingen nur noch 25% des erwarteten Verlusts auf die durch den Bund garantierte Finanzierung. Dass die Gemeinden in diesem Umfang für «ihre» Bergbahnunternehmen garantieren, ist aufgrund derer Systemrelevanz gut möglich. Viele Gemeinden dürften implizit für ihre Bergbahnen garantieren. Von der impliziten zur expliziten Garantie ist der Schritt nicht mehr allzu weit. Fraglich ist eine Garantieübernahme jedoch für Beherbergungsunternehmen. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass Gemeinden aufgrund ihrer Finanzkraft nicht beliebig hohe Garantien eingehen können. Daher müssten wohl auch die Kantone eingebunden werden. Die für den Ausgleich der erwarteten Verluste notwendigen Rückstellungen würden in einem Modell mit Garantien auf jeden Fall deutlich sinken.

4.5.1.5. Heterogenität touristischer KMU

Beispiele gut funktionierender kollektiver Finanzierungslösungen sind beispielsweise die Pfandbriefzentrale der Kantonalbanken oder die Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau. Diese beiden Finanzierungslösungen haben etwas gemeinsam. Beide finanzieren relativ homogene Objekte. Hypotheken bzw. gemeinnützige Wohnungsbauträger sind relativ standardisiert und dürften nicht sehr grosse Unterschiede bezüglich ihrer Bonität aufweisen. Im Gegensatz dazu decken touristische KMU praktisch das ganze Spektrum von Bonitäten ab. Hinzu kommt die ausgeprägte Heterogenität der zu finanzierenden

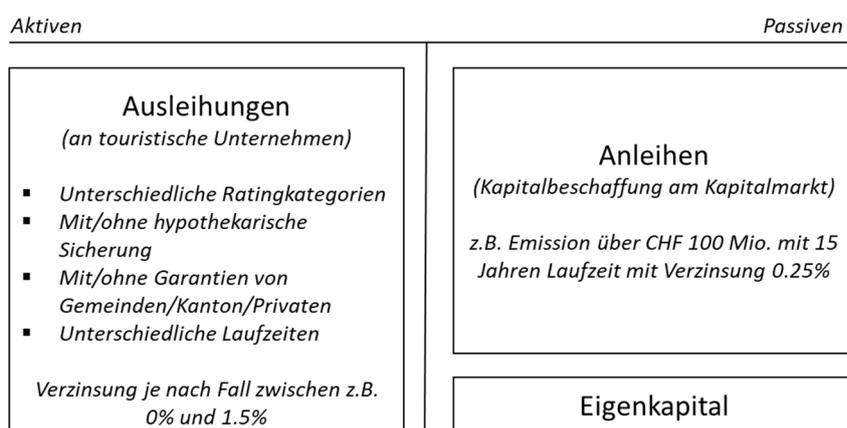
Objekte. Erschwerend wirkt zudem, dass die Bonität gegenüber Privathypotheken und Wohnbauträgern im Durchschnitt als deutlich schlechter einzuschätzen ist.

Eine kollektive Finanzierungslösung zeichnet sich dadurch aus, dass verschiedene Unternehmen gemeinsam Kapital bei Investoren aufnehmen. Angenommen, die Investoren verlangen eine Rendite von 1 Prozent. Am einfachsten ist es nun, wenn sämtlichen teilnehmenden Unternehmen ein Zinssatz von 1 Prozent verrechnet wird. Wenn sich die teilnehmenden Unternehmen bezüglich ihrer Bonität stark unterscheiden, führt dies dazu, dass eine substantielle Subventionierung der «schlechten» durch die «guten» Unternehmen stattfindet. Es ist kaum vorstellbar, dass die «guten» Unternehmen unter dieser Voraussetzung mitmachen. Die Lösung ist dann, dass im Innenverhältnis unterschiedliche Finanzierungsbedingungen verrechnet werden. Je besser die Bonität ist, umso billiger die Finanzierung. Eine Differenzierung der Konditionen ist machbar, erfordert jedoch, dass die teilnehmenden Unternehmen einem Ratingprozess unterzogen werden. Dies verteuert die Abwicklung einer kollektiven Finanzierungslösung deutlich. Hinzu kommt die Problematik der Akzeptanz unterschiedlicher Ratings.

4.5.1.6. Modell einer Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen

Eine Emissionszentrale platziert am Kapitalmarkt Anleihen. Als Investoren kommen neben Privatanlegern vor allem institutionelle Anleger in Frage. Die von Investoren aufgenommenen Mittel werden dann an touristische Unternehmen ausgeliehen. Die Emissionszentrale verfügt typischerweise über ein «symbolisches» Eigenkapital.

Abbildung 13: Grundmodell einer Emissionszentrale



Im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung einer Emissionszentrale für touristische Unternehmen stellen sich verschiedene Fragestellungen. Dazu gehören beispielsweise:

- Kreis der teilnehmenden touristischen Unternehmen: Welche Unternehmen können sich über die Emissionszentrale finanzieren? Gibt es eine geografische Eingrenzung der Berechtigten? Gibt es Einschränkungen bezüglich Art des Unternehmens oder des Investitionsobjektes?
- Wie hoch ist das Ausfallrisiko, bzw. wie müsste das Pricing der Kredite gestaltet werden?

- Sicherheiten: Welche Sicherheiten verlangt die Emissionszentrale von den teilnehmenden Unternehmen?
- Rating & Staatsgarantie: Kann eine Emissionszentrale ohne staatliche Garantie funktionieren oder braucht es Bund und/oder Kantone als Garanten? Welches Rating hätte eine Emissionszentrale mit bzw. ohne Staatsgarantie?
- Finanzierungskonditionen: Welche Finanzierungskosten wären zu erwarten?
- Organisation und Betriebskosten: Wie organisiert sich eine Emissionszentrale? Welche Aufgaben übernimmt sie selbst und welche Aufgaben können an Dritte ausgelagert werden? Mit wie hohen Betriebskosten ist zu rechnen?

Die aufgeführten Fragestellungen sind nicht unabhängig voneinander. Sowohl das Rating der Anleihe als auch die erforderlichen Sicherheiten hängen vom Teilnehmerkreis ab. Die Betriebskosten hängen ebenfalls vom Teilnehmerkreis bzw. vom Finanzierungsvolumen ab. Je mehr Finanzierungsvolumen über eine Emissionszentrale abgewickelt werden kann, umso weniger belastend wirken sich die Betriebskosten aus. Für die gewünschte Laufzeit der Anleihe ist das Rating mitentscheidend. Je besser das Rating, umso längere Laufzeiten sind möglich.

Einerseits wäre es wünschenswert, dass möglichst viele Finanzierungen von möglichst vielfältigen touristischen Unternehmen über eine Emissionszentrale abgewickelt werden. Dies würde beispielsweise zwei jährliche Emissionen mit einem Volumen von mindestens je CHF 100 Mio. ermöglichen. Zudem würde der Diversifikationseffekt bestmöglich spielen. Andererseits wäre ein Investment Grade-Rating anzustreben, was den Zugang zu institutionellen Investoren möglich macht. Ideal wäre ein Rating von mindestens AA-, welches die Platzierung von Anleihen mit Laufzeiten von zehn oder mehr Jahren erlaubt. Die beiden Zielsetzungen stehen in Konflikt miteinander. Wenn der Teilnehmerkreis der Emissionszentrale vergrössert wird indem «schlechtere» Selbsterhalter oder sogar Zuschussunternehmen aufgenommen werden, kann sich dies trotz Diversifikationsvorteil negativ auf das Ausfallrisiko bzw. auf das Rating auswirken. Zudem steigen die Komplexität der Emissionszentrale und damit die Abwicklungskosten.

Aufgrund der ausgeprägten Heterogenität touristischer Unternehmen sind unterschiedliche Finanzierungskonditionen im Innenverhältnis der Emissionszentrale wohl unvermeidbar (Abschnitt 4.5.1.5). Der Nachteil ist ein grösserer Abwicklungsaufwand. Mögliche Finanzierungskonditionen könnten wie folgt strukturiert sein.

- Je nach Ausfallwahrscheinlichkeit werden die beteiligten Unternehmen unterschiedlichen Ratingkategorien zugeteilt. Je nach Ratingkategorie bezahlt das Unternehmen einen unterschiedlichen Zinssatz an die Emissionszentrale.
- Es kann in hypothekarisch gesicherte Finanzierungen und in nicht hypothekarisch gesicherte Kredite unterschieden werden. Damit kann beispielsweise den Unterschieden von Finanzierungen von Hotels und Transportanlagen Rechnung getragen werden.

- Es ist zwischen Finanzierungen, welche von Gemeinden (teilweise) garantiert werden, und Finanzierungen ohne Gemeindegarantien zu unterscheiden. Je nach Bonitätseinschätzung muss eine Gemeindegarantie zwingend verlangt werden.¹²⁸ Eventuell können auch vom Kanton oder von Privaten Garantien vorliegen.
- Weiter können Finanzierungen auch mit unterschiedlichen Laufzeiten strukturiert sein.

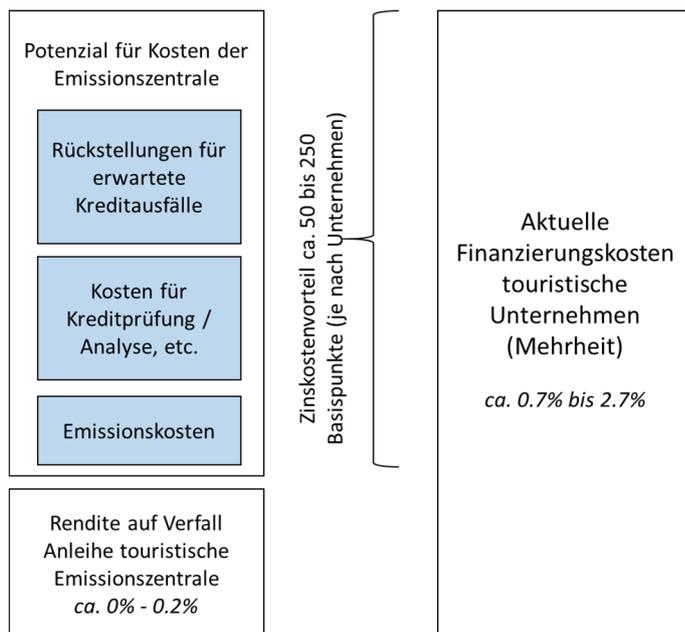
4.5.1.6.1. Finanzierungskonditionen

Die EGW bezahlt bei den Anleihsenemissionen einen Spread von ca. 40 bis 45 Basispunkten auf die Rendite der Schweizer Bundesanleihen. Per Ende Juli 2020 liegt die Rendite auf Verfall von Bundesanleihen mit 15jähriger Laufzeit bei -0.46%. Somit wäre eine Platzierung einer Anleihe der touristischen Emissionszentrale (mit Bundesgarantie) im aktuellen Marktumfeld zu einer Rendite von ca. 0% möglich. Falls die zu erwartende Liquidität gegenüber den EGW-Anleihen etwas geringer ausfällt, kann die Rendite etwas höher liegen.

Eine Auswertung von Kreditfinanzierungen von Bergbahnunternehmen bringt per Ende 2016 eine Zinssatzbandbreite von rund 1% bis 5% hervor (Abschnitt 3.1.3.1). Die Hälfte der Zinssätze liegt zwischen 1.7% (1. Quartil) und 2.5% (3. Quartil). Für die Hotellerie muss nicht von deutlich höheren Zinssätzen ausgegangen werden. Es sind zwei Effekte zu berücksichtigen. Einerseits dürften die durchschnittlichen Zinssätze heute tiefer als vor vier Jahren liegen. Andererseits weisen die analysierten Bergbahnkredite kürzere Laufzeiten als die Anleihen einer Emissionszentrale auf. Es ist davon auszugehen, dass eine grosse Mehrheit der Unternehmen, welcher an einer Emissionszentrale partizipieren, Finanzierungskosten von ca. 0.7% bis ca. 2.7% aufweisen wird. Wie Abbildung 14 zeigt, könnten die beteiligten Unternehmen aus einer Emissionszentrale einen Zinskostenvorteil bis zu ca. 250 Basispunkten erreichen.

¹²⁸ Gemeindegarantien spielen auch in der EGW eine Rolle. Grundsätzlich finanziert die EGW Projekte bis zu 80% des Ertragswerts. Falls eine höhere Finanzierung beantragt wird, muss z.B. die Standortgemeinde für den Mehrbetrag garantieren.

Abbildung 14: Kosten einer Emissionszentrale



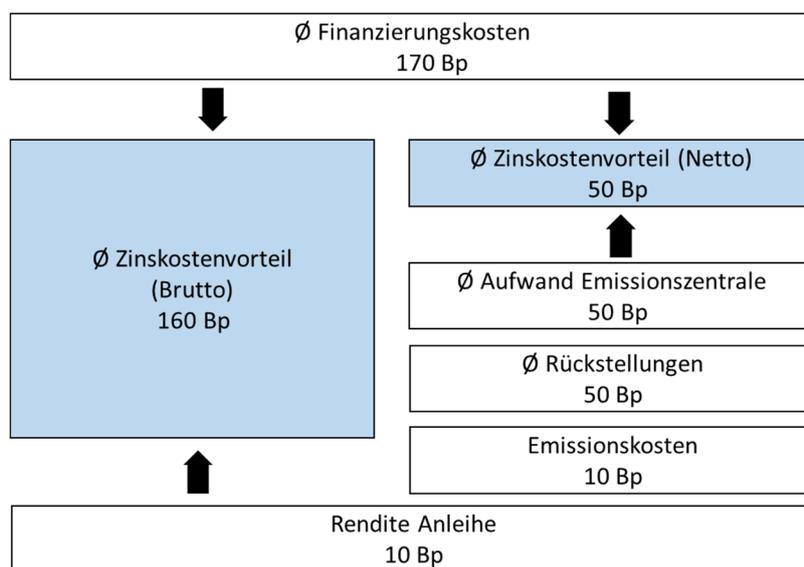
In Abschnitt 4.5.1.4 zeigte sich, dass je nach Teilnehmerfeld mit einem erwarteten Verlust von ca. 1% bis 2% zu rechnen wäre. Dies bedeutet, dass die Emissionszentrale den Unternehmen jährliche Rückstellungen von 100 bis 200 Basispunkten belasten muss. Der in Abbildung 14 dargestellte Zinskostenvorteil würde dadurch für die meisten Unternehmen verpuffen. Falls Gemeinden und/oder Kantone für zusammen 50% bzw. 75% der Ausleihungen «ihrer» Unternehmen garantieren müssten, wäre der jährliche Rückstellungsbedarf noch 75 bzw. 37.5 Basispunkte (in einem Szenario mit jährlichen Rückstellungen von 150 Basispunkten). Da zusätzlich noch die Emissions- und Betriebskosten der Emissionszentrale abgedeckt werden müssen, würde für Renditeunternehmen und die besten Selbsterhaltungsunternehmen auch in diesem Szenario wohl kein Zinskostenvorteil mehr übrigbleiben. Wie bereits im vorherigen Abschnitt erläutert, könnte eine Lösung in je nach Unternehmen bzw. Ratingkategorie unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen bestehen. Je nach Ausfallrisiko und vorliegenden Sicherheiten wird ein unterschiedlicher Satz verlangt. Um den Rückstellungsbedarf etwas zu reduzieren, müsste wohl von Unternehmen in den schlechtesten Ratingkategorien zwingend eine Garantie vorliegen.

Angenommen, der durchschnittliche Zinssatz der beteiligten Unternehmen wäre 1.7% und die Renditeerwartung der Anleiheinvestoren 0.1%. Damit errechnet sich ein Zinskostenvorteil (Brutto) von 1.6%. Wenn der durchschnittliche Rückstellungssatz beispielsweise 50 Basispunkte beträgt und die nicht bei der Emissionszentrale anfallenden Emissionskosten pro Laufzeitenjahr 10 Basispunkte, verbleiben 100 Basispunkte für den Aufwand der Emissionszentrale und den Zinskostenvorteil. Abbildung 15 veranschaulicht diesen Zusammenhang. Bei einem durchschnittlichen jährlichen Aufwand von 50 Basispunkten, kann ein durchschnittlicher Zinskostenvorteil (Netto) von 50 Basispunkten resultieren.

Wenn die Finanzierung über die Emissionszentrale gleich teuer ist wie ein Bankkredit, wird sich das Unternehmen wohl für die Bank als Finanzierungspartner entscheiden. Der Grund liegt in der höheren Flexibilität. Die Aufsetzung einer Anleihe über die Emissionszentrale wird relativ viel Zeit beanspruchen.

Insbesondere, wenn Gemeindeg Garantien eingeholt werden müssten. Ein Kapitalbedarf muss weit im Voraus angemeldet werden. Die genauen Finanzierungskonditionen würden von der Zusammensetzung der Unternehmen abhängen. Aufgrund der geringeren Flexibilität und eines grösseren Aufwands müsste doch ein substanzieller Zinskostenvorteil resultieren. Ansonsten werden sich Renditeunternehmen und die besten Selbsterhalter kaum an der Emissionszentrale beteiligen. Unter der Voraussetzung, dass der erwartete Verlust dank vorliegenden Garantien von Gemeinden und Kantonen deutlich reduziert werden kann, und dass der jährliche Aufwand nicht grösser als 50 Basispunkte ausfällt, wäre eine Lösung denkbar, in welcher die Unternehmen im Durchschnitt einen Zinskostenvorteil von 50 Basispunkten erreichen. Damit die Unternehmen mit der besten Bonität an einer Emissionszentrale teilnehmen, müsste diesen eine Finanzierung im Bereich von höchstens 50 Basispunkten offeriert werden können.

Abbildung 15: Zinskostenvorteil einer Emissionszentrale (Durchschnittsbetrachtung)



Bei einem Anleihensvolumen von CHF 100 Mio. pro Jahr entspricht ein interner Aufwand der Emissionszentrale von 50 Basispunkten einem Betrag von CHF 500'000. Inwieweit sich mit diesem Betrag eine Emissionszentrale organisieren lässt, wird im nächsten Abschnitt erläutert. Bei einem jährlichen Volumen von CHF 200 Mio. wären Aufwendungen von CHF 1'000'000 tragbar.

4.5.1.6.2. Kosten und Organisation

Falls es gelingen würde, zwei jährliche Anleihenstranchen à je CHF 100 Millionen mit einer Laufzeit von 15 Jahren zu platzieren, stünde der Emissionszentrale schon am Anfang ein Betrag von ca. CHF 1 Mio. für die Kreditprüfung und die operativen Kosten zur Verfügung. Nach 15 Jahren wäre die Bilanzsumme dieser Emissionszentrale auf ca. CHF 3 Mrd. angewachsen (vergleichbar mit der Bilanzsumme der EGW per 31.12.2019 von CHF 3.5 Mrd.)¹²⁹, somit ständen theoretisch CHF 15 Mio. für die operativen Kosten zur Verfügung.

¹²⁹ EGW Geschäftsbericht 2019.

Im Rahmen dieser Studie wurde keine detaillierte Schätzung der operativen Kosten einer solchen Emissionszentrale vorgenommen. Es ist aber davon auszugehen, dass – analog zur EGW – genügend Marge erwirtschaftet werden kann, damit die operativen Kosten «gut» gedeckt werden können. Zudem wird es wahrscheinlich auch gelingen, analog zur EGW durch einen moderaten Gewinn das Eigenkapital dieser Emissionszentrale über die Jahre «in vernünftigem Rahmen» aufzubauen.

Organisatorisch könnte die Emissionszentrale der SGH angegliedert werden. Die gesetzlichen Hürden zur Realisierung einer Emissionszentrale sind als hoch einzuschätzen

4.5.1.6.3. Entschädigung Staatsgarantie

Die Analysen aus den vorherigen Abschnitten machen deutlich, dass der Bund für seine Staatsgarantie kaum adäquat entschädigt werden kann. Ansonsten würde kaum noch ein Zinskostenvorteil für die beteiligten touristischen Unternehmen übrigbleiben. Es ist jedoch nicht ausgeschlossen, dass die Emissionszentrale einen Teil ihrer Gewinne an den Bund ausschütten kann. Falls die Emissionszentrale weniger Aufwand und/oder weniger Verluste als erwartet verzeichnet, könnte eine Ausschüttung erfolgen. Es stellt sich dann allerdings die Frage, ob eine Stärkung der Reserven nicht die sinnvollere Variante wäre.

4.5.1.6.4. Verhältnis zu bestehenden Förderinstrumenten

Die in den vorherigen Abschnitten skizzierte Lösung einer Emissionszentrale könnte insbesondere für Bergbahnunternehmen attraktiv sein. Es stellt sich daher die Frage in welchem Verhältnis diese Emissionszentrale zu den zinslosen Darlehen der neuen Regionalpolitik stehen würde. Im Gegensatz zur NRP-Praxis würde eine Emissionszentrale auch auf Renditeunternehmen und die «besseren» Selbsterhaltungsunternehmen abzielen und diesen günstigere Finanzierungsbedingungen ermöglichen. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass die Finanzierungen über die Emissionszentrale nicht zinslos erfolgen. Es ist daher davon auszugehen, dass die Emissionszentrale eher Bankfinanzierungen als NRP-Darlehen substituiert. Die nachrangigen Darlehen der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit sollten von der Emissionszentrale nicht betroffen sein. Im Gegenteil, die SGH-Darlehen können als Ergänzungsfinanzierung weiterhin eine Rolle spielen. Betroffen von einer Emissionszentrale könnten hingegen die Bergbahnfinanzierungen durch die Standortgemeinden sein. Unabhängig davon, ob es sich dabei um direkte Finanzierungen oder um Garantien handelt. Mit der angedachten Lösung einer Emissionszentrale könnten Gemeinden eine wesentliche Haftung für die Finanzierungen «ihrer» touristischen Unternehmen übernehmen.

Im Gegensatz zu den Darlehen der neuen Regionalpolitik werden keine zusätzlichen öffentlichen Mittel in touristischen Projekten gebunden. Mit der Garantie geht die öffentliche Hand allerdings eine bedeutende Eventualverpflichtung ein, welche allerdings je nach Ausgestaltung der Emissionszentrale auf Gemeinden, Kantone und den Bund verteilt ist. Die durchschnittliche Bonität der an der Finanzierung teilnehmenden Unternehmen wird im Vergleich zu den NRP-Darlehen allerdings sicherlich besser ausfallen.

4.5.1.6.5. Erfolgsfaktoren und Fazit

Eine erfolgreiche kollektive Kapitalbeschaffung über Anleihen einer Emissionszentrale wird ohne staatliche Garantie kaum zu realisieren sein. Eine adäquate finanzielle Abgeltung der Staatsgarantie durch die profitierenden Unternehmen wäre sicherlich wünschenswert, ist jedoch sehr wahrscheinlich nicht praktikabel. Der mit einer Emissionszentrale verbundene Zinskostenvorteil würde mit einer Garantieentschädigung verpuffen. Eine Entschädigung der Staatsgarantie muss daher über Umwegrenditen erfolgen. Da diese Umwegrenditen in erster Linie auf Stufe Gemeinde und in zweiter Linie auf Kantonsebene anfallen, ist es wichtig, dass die Gemeinden und Kantone als Garantiegeber eingebunden werden können. Nur unter dieser Voraussetzung können den an der Finanzierung teilnehmenden Unternehmen Rückstellungen für Ausfälle in einem Umfang belastet werden, dass ein «spürbarer» Zinskostenvorteil bestehen bleibt.

Die Adressaten einer Emissionszentrale sind Rendite- und Selbsterhaltungsunternehmen sowie die besseren Zuschussunternehmen, welche Potenzial zur Selbsterhaltung aufweisen. Den touristischen Unternehmen könnte eine Emissionszentrale die folgenden Vorteile bringen:

- Günstigere Fremdfinanzierungskosten gegenüber traditionellen Bankfinanzierungen
- Länger laufende Finanzierung gegenüber traditioneller Bankfinanzierung
- Erschliessung institutioneller Anleger als Finanzierer und damit Diversifikation der Fremdfinanzierungsmöglichkeiten
- Dank der (expliziten) Haftungsübernahme von Gemeinde und Kanton ist es in Einzelfällen möglich, dass sich das Finanzierungspotenzial in einigen Fällen vergrössert

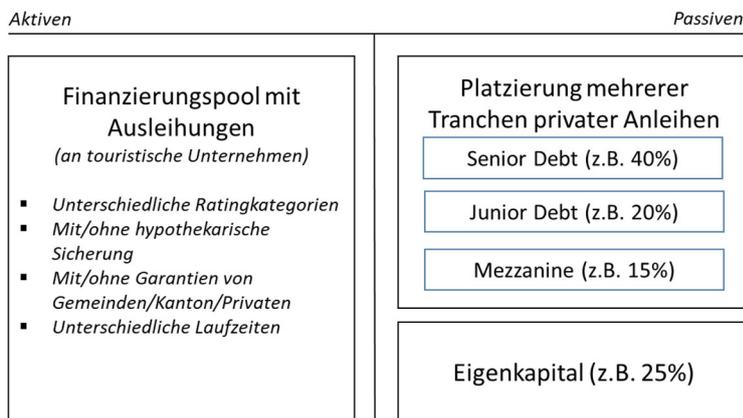
Die kritischen Erfolgsvoraussetzungen einer Emissionszentrale sind:

- Gemeinden und/oder Kantone können als Garantiegeber eingebunden werden bzw. die wichtigsten Bergkantone sind bereit mitzumachen
- Bundesbürgschaft ist politisch akzeptiert, so dass der Bund gegenüber den Investoren als Garant auftreten kann
- Gemeinde und Kantone sind bereit einen bedeutenden Teil der Risiken im Innenverhältnis der Emissionszentrale zu übernehmen
- Die Organisation der Emissionszentrale kann trotz aufwändigem Ratingprozess schlank gehalten werden
- Renditeunternehmen und den besseren Selbsterhaltungsunternehmen können so attraktive Finanzierungsbedingungen geboten werden, dass sich eine Teilnahme für sie lohnt
- Auch Berggemeinden und PPPs nehmen Finanzierungen über die Emissionszentrale auf

4.5.1.7. Finanzierungspool mit Privatplatzierungen

Es stellt sich die Frage, ob alternativ zu einer Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen, ein Modell einer an die im angelsächsischen Raum verbreiteten «Securitisations»-Strukturen denkbar wäre. In diesem Modell ist ein Finanzierungspool als sogenanntes «SPV - Special Purpose Vehicle» zu gründen. Als Rechtsform könnte eine Aktiengesellschaft dienen. Im Finanzierungspool werden Ausleihungen an touristische Unternehmen «gepoolt». Finanziert wird das SPV einerseits über Eigenkapital und andererseits über Fremdkapitaltranchen mit unterschiedlicher Subordinationsstufe. Das Fremdkapital kann in Form privatplatzierter Anleihen oder Darlehen aufgenommen werden. Als Investoren kommen ausschliesslich institutionelle Anleger sowie sophistische Privatanleger in Betracht. Wie Abbildung 16 zeigt, kann die Aktivseite ähnlich ausgestaltet sein wie in der beschriebenen Emissionszentrale. Bei der Auswahl der am Finanzierungspool teilnahmeberechtigten Unternehmen stellen sich daher die gleichen Problemstellungen. Auch die Fragestellung nach allfälligen Finanzierungsbedingungen, Sicherheiten und Garantien ist die gleiche. Ebenfalls vergleichbar mit der Emissionszentralenlösung ist der Diversifikationseffekt.

Abbildung 16: Grundmodell eines Finanzierungspools mit Privatplatzierungen



Zahlungsausfälle werden zunächst über das Eigenkapital gedeckt. Die ersten beispielsweise 25% der Verluste tragen die Eigenkapitalgeber. Die nächsten beispielsweise 15% gehen zu Lasten der mezzaninen Finanzierungstranche. Dafür erhalten die Mezzaninen Kapitalgeber eine höhere Verzinsung als Entschädigung als die übrigen Fremdkapitalgeber. Die Junior- und Senior-Debt-Tranchen weisen daher einen 40%-Puffer auf. Erst wenn 40% der Finanzierungen ausfallen, sind diese von Verlusten betroffen.

4.5.1.7.1. Finanzierungskosten

Im Gegensatz zur Emissionszentrale (Abschnitt 4.5.1.6) ist der in diesem Abschnitt diskutierte Finanzierungspool nicht mit einer Bundesgarantie ausgestattet. Die Investoren tragen daher die vollen erwarteten Verluste. Da der Finanzierungspool in etwa gleich zusammengesetzt ist wie das Finanzierungsvolumen der Emissionszentrale, wäre mit jährlich erwarteten Verlusten von ca. 1% bis 1.5% zu rechnen. Analog zu einer Emissionszentrale könnten auch in der vorliegenden Lösung risikoreichere Ausleihungen nur mit vorliegender Gemeindegarantie erfolgen. Dies würde das von den Investoren zu tragende Risiko reduzieren.

Die Fremdkapitalinvestoren sind durch das Eigenkapital bis zu einem gewissen Grad abgesichert. Angenommen, der Eigenkapitalanteil beträgt 25%. In diesem Fall gehen die ersten 25% Verluste zu Lasten der Eigenkapitalgeber. Entscheidend für das Pricing der Fremdkapitaltranchen sind neben dem Eigenkapitalanteil des Finanzierungskonstrukts die Ausfallwahrscheinlichkeiten bzw. die erwarteten Verluste. Investoren zufolge wären bei einem Eigenkapitalanteil von ca. 25% bis 30% attraktive Fremdkapitalkonditionen möglich. Die Senior Debt-Tranche könnte ein sehr gutes Rating, evt. annähernd AAA, bekommen.

Für die Aufbringung des Eigenkapitals kommen Finanzinvestoren kaum in Frage. Zu unattraktiv ist das Rendite/Risiko-Potenzial. Als Eigenkapitalgeber müssten daher Bund und Kantone gewonnen werden. Dann stellt sich die Frage, wie Bund und Kantone für die Zurverfügungstellung des Eigenkapitals entschädigt werden. Im für die touristischen Unternehmen besten Fall könnte auf eine Entschädigung verzichtet werden. Es wäre aber auch denkbar, dass der Eigenkapitalgeber in Form einer «symbolischen» Rendite entschädigt wird. Als Anhaltspunkt könnten die Zinssätze auf nachrangigen Darlehen der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit dienen.

Je schlechter der Subordinationsgrad der Finanzierungstranche, umso wichtiger wird die Bedeutung von Sicherheiten. Wie bereits im Abschnitt zur Emissionszentrale dargelegt, können Bergbahninfrastrukturen kaum gesichert werden. Im Beherbergungsbereich sind hypothekarische Sicherungen hingegen praktikabel. Ein Ausweg bei den Bergbahninfrastrukturen könnten teilweise Garantien der Standortgemeinden sein.

Tabelle 16 zeigt mögliche Finanzierungskosten auf. Es wäre für den Finanzierungspool mit durchschnittlichen Finanzierungskosten zwischen rund 1% bis 2% zu rechnen. Hinzu kommen die Kosten für Aufsetzung und Betrieb des Finanzierungspools sowie Rückstellungen für erwartete Verluste.

Tabelle 16: Finanzierungskosten (vor Abwicklungskosten)

	Gewichtung	Finanzierungskosten	
		Min	Max
EK	25%	0.0%	1.0%
Mezzanine	15%	4.0%	6.0%
Junior Debt (2. Rang)	20%	1.0%	2.0%
Senior Debt (1. Rang)	40%	0.4%	0.8%
Durchschnitt		1.0%	1.9%

Im Vergleich zur Emissionszentrale wäre wohl unter sonst gleichen Bedingungen mit einem leicht höheren Abwicklungsaufwand zu rechnen. Es wäre daher von Vorteil, wenn das Volumen eher CHF 200 als nur CHF 100 Mio. ausmachen würde.

Für die Bestimmung der genauen Renditeerwartungen der Investoren sind detaillierte Abklärungen notwendig. Es scheint jedoch klar, dass die Lösung nur in Frage kommt, falls tendenziell die «Minimumsätze» in Tabelle 16 zu erreichen sind. Inkl. den Kosten des Finanzierungspools und Rückstellungen würden die durchschnittlichen Finanzierungskosten dann auf rund 2% ansteigen. Wie bei der Emissionszentrale wäre es auch hier unabdingbar, dass den am Finanzierungspool teilnehmenden Unternehmen je nach Rating unterschiedliche Finanzierungskosten verrechnet werden. Ansonsten würde sich eine Teilnahme für Renditeunternehmen und die besten Selbsterhaltungsunternehmen nicht lohnen.

Da die Finanzierungstranchen privat platziert werden, sind gegenüber der Lösung über die Emissionszentrale nur kürzere Laufzeiten möglich. Es ist anzunehmen, dass die Laufzeit im Idealfall ca. 7 Jahre betragen könnte.

In Tabelle 16 ist ersichtlich, dass kaum Spielraum für eine risikogerechte Entschädigung des Eigenkapitals besteht. Wenn die erwarteten Verluste geringer als erwartet ausfallen und/oder wenn der Aufwand geringer als geplant ausfällt, besteht jedoch die Möglichkeit einer Ausschüttung an den Eigenkapitalgeber.

4.5.1.7.2. Verhältnis zu bestehenden Förderinstrumenten

Die Vergabe der NRP-Darlehen könnte mit der skizzierten Lösung kombiniert werden. Zwischen 2008 und 2020 hat der Bund jährliche NRP-Darlehen von etwas mehr als CHF 40 Mio. gesprochen.¹³⁰ Hinzu kommt die Äquivalenzleistung der Kantone. Angenommen, ein Finanzierungspool über CHF 150 Mio. würde mit 25% Eigenkapital ausgestattet. Die dafür erforderlichen CHF 37.5 Mio. würden knapp der Hälfte der jährlichen NRP-Darlehen (von Bund und Kantonen) entsprechen.

Grundsätzlich wäre denkbar, dass der Bund einen Drittel bis die Hälfte der NRP-Fördermittel in den Finanzierungspool einzahlt. Vorteil gegenüber der aktuellen NRP-Praxis wäre, dass institutionelle Anleger zur Investition in die touristische Infrastruktur einbezogen werden könnten. Anzustreben wäre, dass die Finanzierungskosten dadurch sinken. Der Multiplikator könnte gegenüber der NRP-Darlehenspraxis womöglich vergrössert werden. Ein weiterer Vorteil wäre, dass auch «gute» Unternehmen von einer Finanzierung über den Pool profitieren können.

4.5.1.7.3. Erfolgsfaktoren und Fazit

Die Erfolgsfaktoren sind grundsätzlich mit jenen der Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen zu vergleichen. Wichtig für das Gelingen ist, dass der Bund und/oder die Kantone die Eigenkapitaltranche ohne risikogerechte Renditeerwartung übernehmen. Ansonsten resultieren keine mit Bankkrediten konkurrenzfähigen Finanzierungsbedingungen.

4.5.2. Bilaterale Finanzierungslösungen

Im Gegensatz zu kollektiven Ansätzen profitiert der Investor bei bilateralen Finanzierungslösungen nicht von einem Diversifikationseffekt. Dafür ist die Ausgestaltung der Finanzierung weniger komplex. Eine öffentliche Anleihe kommt nur für sehr wenige touristische Unternehmen in Frage. Der zu geringe Kapitalbedarf und eine nicht ausreichende Bonität sind die wichtigsten Hemmnisse. Für eine Privatplatzierung sind die Hürden etwas geringer. Daher folgen anschliessend ein paar Überlegungen zu Privatplatzierungen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, dass die Gemeinde eine Finanzierung aufnimmt

¹³⁰ Davon gut CHF 30 Mio. an touristische Vorhaben bzw. rund CHF 22 Mio. an Bergbahnprojekte.

und diese an das touristische Unternehmen weiterleitet. Auch auf diese Möglichkeit wird nachfolgend eingegangen.

4.5.2.1. Privatplatzierungen

Privatplatzierungen sind Unternehmen zu empfehlen, welche zumindest annähernd ein Investment Grade-Rating erreichen. Als Kapitalgeber kommen grundsätzlich zwei Investorentypen in Frage. Einerseits die eher etwas risikofreudigeren institutionellen Investorentypen wie etwa Family Office/(U)HNWI oder unabhängige Vermögensberater. Andererseits kommen auch vermögende Privatanleger mit Bezug zur Region in Frage. Ein besonderes Augenmerk sollte auf den (vermögenden) Zweitwohnungsbesitzern liegen. Einheimische natürliche und juristische Personen sollten in erster Linie für Eigenkapitalfinanzierungen benutzt werden. (Vermögende) Zweitwohnungsbesitzer könnten auch für Fremdkapitalfinanzierungen in Frage kommen. Falls ein Investment Grade-Rating auch nicht annähernd erreicht wird, kann eine Privatplatzierung von nachrangigem Fremdkapital eine Lösung sein. Die Kosten dieser Finanzierungen können zwischen 4% und 8% liegen. In Kombination mit einer vorrangigen Finanzierung kann in der Mischrechnung je nach Gewichtung ein passabler Zinssatz resultieren.

4.5.2.2. Finanzierungen über die Gemeinden

In Abschnitt 4.5.1.6 und 4.5.1.7 wurden Möglichkeiten aufgezeigt, wie institutionelle Investoren in die Finanzierung touristischer Unternehmen eingebunden werden können. Es zeigte sich dabei einerseits, dass dies ohne staatliche Garantien schwierig ist. Andererseits ist es von Vorteil, wenn Gemeinden in eine Garantielösung eingebunden werden können. Die bereits erläuterten Ansätze haben gemeinsam, dass sie sehr komplex sind. Da es faktisch ausgeschlossen ist, dass beispielsweise die Gemeinde Adelboden für die Finanzierung der Bergbahnen in Disentis haften, verlieren kollektive Finanzierungen an Attraktivität. Der einfachste Fall die Gemeinden in die Finanzierung von touristischen Unternehmen einzubinden ist, wenn diese eine (teilweise) Garantie für Bankkredite abgeben. Im Hinblick auf Finanzierungen bei institutionellen Investoren ist es am einfachsten, wenn die Gemeinde den Kredit selber aufnimmt und die aufgenommenen Mittel an das touristische Unternehmen weiterleitet. Einige Gemeinden bekommen von Versicherungen oder Pensionskassen sehr günstige, langfristige Kredite (Abschnitt 3.1.5), welche oft keine Amortisation vorsehen. Mit der Kreditaufnahme erhöht sich die Gemeindeverschuldung, was zu einer Verschlechterung des Ratings führt. Entscheidend ist, ob die Gemeinde bzw. womöglich das Stimmvolk zum Schluss kommen, dass eine Finanzierung von beispielsweise dem Bergbahnunternehmen erstens politisch wünschbar und zweitens auch tragbar ist. Angenommen, eine Gemeinde kann ein Darlehen über 10 Jahre zu einem Zinssatz von 0.25% aufnehmen. Das Bergbahnunternehmen kann sich bei der Bank zu einem Zinssatz von beispielsweise 1.25% finanzieren. Es müsste den Kredit über sieben Jahre amortisieren. Die Finanzierung über die Gemeinde hat den Vorteil, dass sie 100 Basispunkte günstiger ist als der Bankkredit. Hinzu kommt der Vorteil einer längeren Laufzeit und dass über die Laufzeit keine Amortisationen geleistet werden müssen.

Für das touristische Unternehmen ist es am besten, wenn es der Gemeinde den Zinssatz von 0.25% und keine jährliche Amortisation leistet. Die Gemeinde könnte sich das Risiko zumindest teilweise entschädigen lassen, indem der Kredit zu einem Zinssatz von beispielsweise 0.75% an das Bergbahnunternehmen weitergegeben wird. Die Finanzierung wäre für das Bergbahnunternehmen immer noch 50 Basispunkte günstiger als der Bankkredit. Es wäre auch denkbar, dass die Gemeinde vom Kreditnehmer eine jährliche Amortisation verlangt. Als Kompromiss könnte die Hälfte des Kreditbetrags amortisiert werden. In diesem Fall hätte die Gemeinde nach der Hälfte der Laufzeit ein Viertel des Kreditvolumens zurück.

Sowohl Verzinsung als auch Amortisation könnten variabel ausgestaltet sein. Damit könnte der hohen Abhängigkeit von Wetter und Schnee Rechnung getragen werden. Je besser die Bedingungen ausfallen, umso höher die Verzinsung und/oder die Amortisationsleistung. Schneehöhen und Sonnenstunden dürften als Bezugsgrösse für den Kreditzinssatz schwierig zu quantifizieren sein. Besser geeignet könnten die Skierdays bzw. die Ersteintritte sein. Angenommen eine Gemeinde nimmt einen Kredit mit einem Volumen von beispielsweise CHF 4 Mio. und einer Laufzeit von 10 Jahren ohne Amortisation auf. Die Amortisationsverpflichtungen gegenüber dem Bergbahnunternehmen könnten beispielhaft wie folgt geregelt werden.

- Ersteintritte mehr als 10% über dem Fünfjahresdurchschnitt: Amortisation von CHF 400'000
- Ersteintritte tiefer als 10% unter dem Fünfjahresdurchschnitt: Keine Amortisation
- Ansonsten: Amortisation von CHF 200'000

Für die Höhe des Zinssatzes wäre eine vergleichbare Lösung denkbar. Eine derartige Ausgestaltung der Finanzierung könnte eine Win-Win-Situation für beide Parteien darstellen. Das Bergbahnunternehmen profitiert von einer geringeren Zinsbelastung, einer langfristigen Finanzierung und einem von den Einnahmen abhängigen Schuldendienst, was die Flexibilität erhöht. Im Rahmen eines Bankkredits wäre eine derartige Flexibilität kaum denkbar. Die Gemeinde kann mit dem Kredit zur Weiterentwicklung der touristischen Infrastruktur beitragen. Falls sich die Ersteintritte positiv entwickeln, kann die Gemeinde sogar Geld verdienen auf dem Kredit.

4.5.3. Fokus auf grüne Kapitalanlagen

So genannte grüne Kapitalanlagen gewinnen bei Investoren zunehmend an Bedeutung.¹³¹ Im Jahr 2020 haben unter anderem die BKW AG und die Aargauer Kantonalbank einen Green Bond aufgenommen. Die BKW investiert den Erlös aus der Anleihe in Kleinwasser- und Windkraftwerke. Die Aargauische Kantonalbank finanziert mit dem Erlös AKB Green-Hypotheken. Beide erwähnten Anleihen berücksichtigen die Green Bond Principles der ICMA (International Capital Markets Association). Die Einhaltung der Kriterien eines Green Bonds nach ICMA ist sehr komplex und zeitaufwändig. Wichtig ist, dass der Erlös zweckgebunden ist. Der grüne Impact, welcher mit den aufgenommenen Mitteln erreicht werden soll, beispielsweise in Form einer CO₂-Reduktion ist zu schätzen und zu quantifizieren. Die Mittel dürfen dann nur für diese Zielsetzung

¹³¹ Vgl. Stüttgen Manfred & Mattmann Brian (2019), Sustainable Investments Studie 2019, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, Hochschule Luzern.

eingesetzt werden. Über die Zielerreichung ist regelmässig zu rapportieren. Neben den Green Bonds entwickelt sich ein Segment der Transition Bonds. Mit Transition Bonds können Projekte finanziert werden, welche an sich «wenig grüne» Unternehmen grüner machen.

Der Aufwand für einen Green Bond nach den ICMA-Prinzipien wird sehr wahrscheinlich sowohl für eine Anleihe eines Einzelunternehmens als auch für eine Anleihe einer Emissionszentrale zu hoch ausfallen. In letzterem Falle müsste jedes einzelne Unternehmen den Prinzipien entsprechen. Der Begriff «Green Bond» ist allerdings nicht geschützt. Es wäre daher denkbar, dass eine über die Emissionszentrale platzierte Anleihe als Green oder Transition Bond positioniert wird. Finanziert werden könnten Projekte, welche eine Einsparung von CO₂-Emissionen, von Strom- oder Wasserverbrauch bewirken. Voraussetzung ist, dass die Auswirkungen quantifiziert werden können. Über den Impact ist anschliessend gegenüber der Emissionszentrale und den Investoren Rechenschaft abzulegen. Als Förderobjekte kämen somit im Bergbahnbereich energiesparende Ersatzinvestitionen in neue Transportanlagen, Investitionen in eine ressourcenschonendere Beschneidung oder die energetische Sanierung von Bergstationen oder Restaurants in Frage. Im Bereich der Hotellerie und Gastronomie würden sich Finanzierungen in die Energieeffizienz der Gebäude eignen. Ein Beispiel wäre das hauptsächlich durch den erneuerbaren Brennstoff Holz betriebene Fernwärmenetz des neuen Ferienresorts in Andermatt.¹³²

Eine Positionierung als Green Bond bringt dem Emittenten grundsätzlich die folgenden Vorteile:

- Signaling-Effekt: Die Emission eines Green Bonds ist dem Image des Unternehmens förderlich und kann auch als Marketing-Instrument dienen. Tue Gutes und sprich darüber.
- Erschliessung neuer Investorenkreise: Green Bonds sind bei Investoren sehr gefragt. Emissionen sind unter sonst gleichen Bedingungen stärker überzeichnet als herkömmliche Anleihen.
- Günstigere Finanzierungsbedingungen: Ob Investoren auf einem Green Bond unter sonst gleichen Bedingungen weniger Rendite verlangen, ist umstritten. Expertenmeinungen gehen diesbezüglich auseinander. Es ist mit einem höchstens sehr geringen positiven Effekt zu rechnen.

Anleihen einer Emissionszentrale haben wie in Abschnitt 4.5.1.6 erwähnt praktisch nur mit einer Staatsgarantie eine Realisierungschance. Dass der Verwendungszweck der Anleihen ausschliesslich für grüne Zwecke investiert wird, könnte ein zusätzlicher Rechtfertigungsgrund für eine Staatsgarantie sein. Die Staatsgarantie würde dann nicht nur der Sicherung des Tourismus in den Bergregionen dienen, sondern auch Umweltaspekten. Zudem könnte ein höheres Interesse der Investoren resultieren. Der Vermarktung einer Anleihe kann der grüne Aspekt förderlich sein. Bei einer hundertprozentig durch den Bund garantierten Anleihe wäre dies wohl nicht von Bedeutung. Für eine Anleihe mit einem Rating im Bereich A bis AA wäre es allerdings von Vorteil, dass mit dem grünen Anlagemotiv für zusätzliches Interesse gesorgt wird. Gerade grosse institutionelle Anleger wie Pensionskassen oder Versicherungen stehen unter öffentlichem Druck ESG-konform zu investieren. Bei Family Office oder HNWI ist dieser Druck nicht vorhanden. Dementsprechend wird den grünen Anlagen weniger Gewicht zugemessen.

¹³² Die Heizwerk Gotthard AG realisierte zusammen mit der Netzgesellschaft Andermatt AG und weiteren Beteiligten (wie z.B. Hoval) ein topografisch anspruchsvolles Fernwärmenetz.

Wichtig ist, dass der Aufwand für die Administration tief gehalten werden kann. Es wäre etwa vorstellbar, dass die an der Emissionszentrale teilnehmenden Unternehmen ein Factsheet einreichen, welches die ökologischen Auswirkungen der Investition beschreiben. Im Anschluss ist über die Zielerreichung Rechenschaft abzulegen. Die Emissionszentrale publiziert jährlich einen kurzen Bericht zum Stand der Dinge. Nicht nur öffentliche platzierte Anleihen, sondern auch Privatplatzierungen könnten als «grün» oder zumindest als «Transition» vermarktet werden.

4.6. Eigenkapital von institutionellen Investoren

In den Augen vieler touristischer Unternehmen ist das Bedürfnis nach zusätzlichem Eigenkapital deutlich grösser als nach Fremdkapital. Wie in Abschnitt 4.4 dargelegt leiden insbesondere viele Gastronomie- und Hotelbetriebe unter einer so genannten Eigenkapitallücke. Auf der Seite institutioneller Investoren zeigt sich, dass diese deutlich stärker an der Finanzierung von Infrastruktur und Immobilien interessiert sind als an der Finanzierung operativer Gesellschaften. Weiter zeigt sich, dass die Beherbergungsinfrastruktur gefragter ist als die Transportinfrastruktur von Bergbahnen. Dies liegt beispielsweise daran, dass für die Infrastruktur von Bergbahnen keine alternativen Verwendungsmöglichkeiten bestehen.

Ein interessanter Ansatz könnte die Schaffung eines Immobilienfonds bzw. eines Immobilienanlagegefässes sein. Dieser Fonds könnte in der Form von Eigenkapitalinvestitionen in Hotelliegenschaften investieren. An der Finanzierung könnte sich einerseits der Bund beteiligen, indem er beispielsweise bis zu CHF 200 Millionen zur Verfügung stellt. In gleichem Umfang könnten institutionelle Investoren mitfinanzieren. Der Bund könnte auf einen Teil «seiner» Rendite zugunsten der übrigen Investoren verzichten. Dadurch würde der Anreiz zur Teilnahme institutioneller Investoren steigen.

Der Fonds könnte im Rahmen von Neu- oder grösseren Umbauten investieren. Zu klären wäre die konkrete Anlagestrategie des Fonds bzw. welchen Kriterien die Hotelobjekte genügen müssen. Auf jeden Fall würde der Fonds an der Trennung von operativem Betrieb und Eigentum ansetzen, und dadurch einen Mehrwert zu realisieren versuchen.

Administrativ kann das Anlagegefäss über die SGH laufen. Die SGH würde dann unter anderem in die Bewertung der Immobilien und in die Beurteilung der Betreiberqualität eingebunden. Die aktuell tiefen Zinsen sind auch für ein derartiges Finanzierungsmodell von Vorteil. Bei der Investorensuche kommt den Netzwerken der Banken eine wichtige Bedeutung zu. Es ist nicht auszuschliessen, dass auch aus lokalpatriotischen Motiven investiert würde. Neben der Möglichkeit eines nationalen Immobilienanlagegefässes wären auch kantonale Lösungen mit Unterstützung der Kantone denkbar. Wichtig ist, dass eine ausreichende Diversifikation erreicht wird.

4.7. Förderung von Bankkrediten

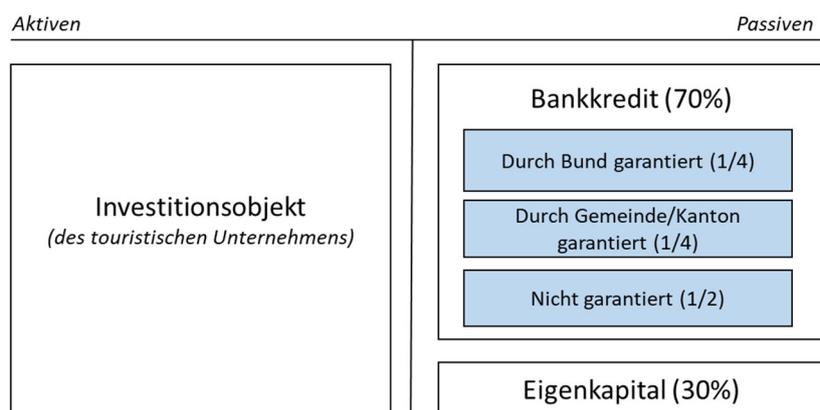
Das Verschuldungspotenzial ergibt sich grundsätzlich aus den erwarteten operativen Cashflows bzw. Free Cashflows. Andererseits sind auch die Belehnungswerte betrieblicher Immobilien zu berücksichtigen.

Welche relative Bedeutung die beiden Komponenten aufweisen, variiert von Bank zu Bank. Die Finanzierungskosten ergeben sich hauptsächlich aus der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit und aus Sicherheiten. Inwieweit qualitative Faktoren in die Finanzierungsentscheidungen einfließen, variiert ebenfalls von Bank zu Bank. Aufgrund der Unterschiede zwischen den Banken lohnt es sich für touristische KMUs mehrere Banken anzufragen. Grundsätzlich kann ein touristisches KMU sein Verschuldungspotenzial vergrössern, indem es einen höheren und/oder stabileren Cashflow erreicht (Abschnitt 4.3). Die Ausfallwahrscheinlichkeit reduziert sich beispielsweise mit einer solideren Bilanz mit einem höheren Eigenkapital (Abschnitt 4.4). Sowohl positive Auswirkungen auf das Verschuldungspotenzial als auch auf die Finanzierungskosten gehen von zusätzlichen Sicherheiten aus. Es ist nicht davon auszugehen, dass Banken ihre Kreditvergabepolitik grundsätzlich anpassen. Auf Cashflow-Kraft und Bonität der touristischen Unternehmen wird nicht mehr näher eingegangen. Daher verbleiben eigentlich nur die Sicherheiten als Ansatzpunkt.

In Abschnitt 4.5 wurden zwei Ansätze zum Einbezug institutioneller Investoren in die Fremdkapitalfinanzierung aufgezeigt. Es zeigte sich dabei, dass sowohl ein Ansatz über öffentliche Anleihen einer Emissionszentrale als auch ein Ansatz über eine Securisation-Struktur attraktiv sein könnten. Dies aber unter den folgenden beiden Voraussetzungen: Zwecks Risikoreduktion ist die Lösung mit einer (zumindest teilweisen) Staatsgarantie ausgestattet. Die Administration der dafür erforderlichen Finanzierungsvehikel fällt so schlank wie möglich aus. Es stellt sich nun die Frage, ob eine vergleichbare Wirkung auch mit einer «Bankenlösung» erreicht werden kann. Damit ein «fairer» Vergleich stattfinden kann, muss der präsentierte Lösungsansatz ebenfalls mit einer Staatsgarantie ausgestattet sein.

Die COVID-19-Solidarbürgschaftsverordnung sieht für Kredite zwischen CHF 500'000 und CHF 20'000'000 vor, dass der Bund für die ersten CHF 500'000 sowie für 85% des restlichen Betrags garantiert. Die Bank trägt daher ebenfalls 15% des Ausfallrisikos des die Limite von CHF 500'000 übersteigenden Betrags. Die Verordnung sieht weiter vor, dass die Bank in diesen Fällen eine «branchenübliche» Kreditprüfung durchführt. Dieser Ansatz der COVID-19-Solidarbürgschaftsverordnung könnte auf eine touristische Lösung übertragen werden. Wichtig ist, dass die Bank ein ausreichend hohes Risiko trägt, welches eine fundierte Kreditanalyse rechtfertigt. Ist dies der Fall, ist eine Überwälzung der Kreditentscheidung und des damit verbundenen Aufwands an die Bank möglich. Von der in Abschnitt 4.5.1.6 präsentierten Emissionszentrale sollte der Grundsatz übernommen werden, dass die Gemeinden und allenfalls die Kantone in die Haftung miteinzubeziehen sind. So ist ein lokales Commitment zum Investitionsprojekt gegeben. Weiter ist zu empfehlen, dass die staatliche Garantie an das Vorhandensein von Eigenkapital geknüpft ist. In Abbildung 17 ist eine mögliche Struktur skizziert. Wenn ein Projekt zu mindestens 30% mit Eigenkapital finanziert wird, könnte der Kredit für eine Staatsgarantie qualifizieren. Der Bankkredit wird zur Hälfte vom Staat garantiert. Dabei teilen sich Bund und Gemeinde/Kanton die Garantie jeweils hälftig. Die restliche Hälfte des Kredits ist nicht durch die öffentliche Hand garantiert.

Abbildung 17: Investitionsfinanzierung eines touristischen Unternehmens mit staatlich garantierten Bankkrediten



Es stellt sich die Frage, ob die öffentliche Hand die ersten 50 Prozent der Verluste übernimmt, oder ob die Verluste hälftig zwischen öffentlicher Hand und Bank getragen werden. In ersterem Fall übernimmt der Staat das deutlich höhere Risiko. Die Finanzierungskosten könnten so geringer ausfallen. Im zweiten Fall ist der Staat besser abgesichert. Um sicherzustellen, dass die Bank auch wirklich hohe Anreize für eine sorgfältige Kreditentscheidung hat, ist der zweite Fall vorzuziehen. Die Schweizer Bergbahnen tragen etwa Bankschulden im Umfang von rund CHF 1.5 Milliarden.¹³³ Angenommen, sämtliche Bankkredite fallen unter die Garantielösung. In diesem Fall würde der Bund ein Kreditvolumen von CHF 375 Mio. garantieren. Bei einer Ausfallwahrscheinlichkeit von beispielsweise 3% p.a. würde ein Verlust von jährlich rund CHF 11 Mio. resultieren. Diese Verlusterwartung würde dem ersten Fall entsprechen. Aufgrund von vorliegenden Realsicherheiten könnte der effektive Verlust etwas tiefer liegen. Es ist zu berücksichtigen, dass die Gemeinden und Kantone zusammen das gleiche Risiko wie der Bund tragen.

Werden auch Kredite an Beherbergungs- oder Gastronomiebetriebe vergeben, steigt die Garantiesumme deutlich an. Es besteht die Möglichkeit die Kreditgarantien an Voraussetzungen zu knüpfen. Die Bedingung, dass beispielsweise 30% eines Investitionsprojekts mit Eigenkapital finanziert werden müssen, wurde bereits erwähnt. Weitere Förderkriterien könnten sich an den NRP-Vergaberichtlinien orientieren. Die vorher verwendete Ausfallwahrscheinlichkeit von 3% bis 4% setzt einen Ausschluss von Kleinst-Zuschussunternehmen voraus. Mit zusätzlichen Vergaberichtlinien würde sich das Verlustvolumen des Bundes reduzieren. Es wäre auch denkbar, dass die Höhe von Gemeinde- und Kantonsgarantien von Bedingungen abhängig gemacht wird. Je besser die Bonität des Unternehmens ausfällt, umso geringer der erforderliche Anteil der Gemeinde- und Kantonsgarantien. Zur Deckung allfälliger Verluste könnte den Kreditnehmern wie im Rahmen der Emissionszentrale ein Rückstellungssatz berechnet werden. Dadurch wird die Finanzierung etwas teurer, dafür fällt das Verlustrisiko etwas geringer aus.

Mit der präsentierten Lösung könnten die Finanzierungskosten der touristischen Unternehmen gesenkt werden. Im Vergleich zum Ansatz über die Emissionszentrale wird die Reduktion wohl etwas geringer ausfallen. Dafür ist unter sonst gleichen Bedingungen auch das Risiko der öffentlichen Hand tiefer. Ein weiterer Vorteil der Bankenlösung sind deutlich geringere Abwicklungskosten.

¹³³ Quelle: Geschäftsberichte und Hochrechnung für die Gesamtbranche.

Im Vergleich zu den Schweizerischen Bürgschaftsgenossenschaften wäre die vorliegende Lösung nicht auf ein Volumen von CHF 1'000'000 beschränkt. (Abschnitt 3.1.3.3). Der durch den Bund garantierte Anteil an den Verlusten würde mit der vorliegenden Lösung kleiner ausfallen. Dafür könnte auf eine Risikoprämie verzichtet werden.

Vergleichbare Lösungen bietet in Deutschland die Kreditanstalt für Wiederaufbau KfW an. Haupteigentümerin der KfW ist die Deutsche Bundesrepublik. Bei der Refinanzierung über den Kapitalmarkt profitiert die KfW daher von einer ausgezeichneten Bonität und eine AAA Rating. Die KfW vergibt an Unternehmen (z.B. auch Hotels) unter anderem ERP Digitalisierungs- und Innovationskredite. Die Finanzierungen laufen über die Banken der Unternehmen. Die KfW kann bis zu 70% des Risikos der Bank übernehmen. Förderkredite der LfA Förderbank Bayern sehen die Möglichkeit einer Haftungsfreistellung vor. Können Darlehen bis Euro 4 Millionen bankmässig nicht ausreichend abgesichert werden, ist bis zu einer 80%igen Haftungsfreistellung möglich, womit sich das Ausfallrisiko der Finanzierungsbank deutlich reduziert.

4.8. Zusammenfassung

Die Zusammenfassung erfolgt in drei Teilen. Zunächst enthält Abschnitt 4.8.1 eine kurze Lagebeurteilung. Danach erfolgt in Abschnitt 4.8.2 eine kurze Würdigung und Potenzialschätzung der wichtigsten Finanzierungsformen. Abschnitt 4.8.3 enthält die wichtigsten Empfehlungen für touristische Unternehmen, für Investoren und die öffentliche Hand.

4.8.1. Einschätzung der Lage

Für Renditeunternehmen ist die Finanzierungssituation unproblematisch. Dank der starken Innenfinanzierung kann der übrige Kapitalbedarf problemlos über Bankkredite gedeckt werden. Aktienkapitalerhöhungen erfolgen nur sporadisch. Renditeunternehmen brauchen keine zusätzlichen Finanzierungen. Bankfinanzierungen sind günstig erhältlich. Zur Reduktion der Finanzierungskosten besteht eher wenig Potenzial. Für die bessere Hälfte der Selbsterhaltungsunternehmen ist die Situation ähnlich gut einzuschätzen. Der Bedarf nach günstigeren Finanzierungen ist gegenüber den Renditeunternehmen sicherlich etwas höher. Die schlechteren Selbsterhaltungsunternehmen müssen vermehrt auf NRP- oder SGH-Darlehen zurückgreifen. Im Zusammenspiel mit den Banken und allenfalls Aktienkapital können die meisten Projekte realisiert werden. Für Zuschussunternehmen ist die Situation angespannt. Finanzierungen von Banken sind schwieriger erhältlich und auch NRP- oder SGH-Darlehen können zumindest für die schlechteren Zuschussunternehmen auch unerreichbar sein. Dringende Investitionen werden dann aufgeschoben oder verhindert. Der Bedarf an mehr Finanzierungen und an günstigeren Finanzierungen ist als hoch einzuschätzen. Sowohl bei den Selbsterhaltungs- als auch bei den Zuschussunternehmen ist zu beobachten, dass Bergbahnunternehmen grosser Destinationen stärker durch die Banken finanziert werden als Unternehmen aus kleinen Destinationen oder solche ohne wirkliche Destination im Hintergrund. Dies ist als Zeichen dafür zu werten, dass auch Banken an das touristische Gesamtsystem denken bzw. sich

Umwegrenditen von der Erhaltung oder der Steigerung der Attraktivität der touristischen Destination versprechen.

4.8.2. Würdigung der Finanzierungsformen

- **Innenfinanzierung:** Das Potenzial sich über den Cashflow zu finanzieren variiert stark unter den touristischen Unternehmen und ist dem Geschäftsgang unterworfen. Wer sich ergebende Chancen auf den Absatzmärkten ausnutzen kann und/oder die Kosten- und Kapitaleffizienz des Betriebsmodells optimieren kann, hat das Potenzial den Cashflow zu steigern. Opportunitäten dazu bieten auch Unternehmensverbindungen und Kooperationen. Die Verbesserung der Innenfinanzierungskraft ist für jedes Unternehmen der Schlüssel zu einer verbesserten Finanzierungssituation.
- **Aktienkapitalerhöhungen:** Eigenkapital wird als unkündbares, nicht fix verzinsliches, langfristig zur Verfügung gestelltes Kapital auch in Zukunft wichtig bleiben. Finanzinvestoren werden nur einer Minderheit der touristischen Unternehmen vorbehalten sein. Als Hauptlieferanten von Eigenkapital bleiben daher Family & Friends, welche Aktien zeichnen oder à-fonds-Perdu-Zahlungen leisten. Das grundsätzliche Potenzial dieser Liebhaberinvestoren variiert stark unter den Unternehmen. Inwieweit dieses ausgeschöpft wird, hängt jedoch auch von den Unternehmen selber ab. Um die Gäste und Nahestehende zu mobilisieren sind vor allem kreative Ideen gefragt. Crowdfunding-Ansätze können bei der Potenzialabschöpfung helfen.
- **Bankkredite:** Die Versorgung von touristischen Unternehmen mit Bankkrediten ist unter Berücksichtigung der Spielräume der Banken als gut zu bezeichnen. Eine Erhöhung der Volumina ist ohne gleichzeitige Verbesserung der finanziellen Lage der Kreditnehmer und/oder staatlicher Garantien nicht zu erwarten.
- **NRP-Darlehen:** NRP-Darlehen bieten den Darlehensnehmern langfristige, im Moment zinslose Finanzierungen an. Der über die Laufzeit erreichte Zinsvorteil kann für den Darlehensnehmer 0.5 bis 2 Jahrescashflows ausmachen. Die NRP-Darlehen nehmen einen wichtigen Bestandteil in der Infrastrukturfinanzierung ein. Der Bedarf wird in Zukunft nicht kleiner werden.
- **Darlehen Family & Friends:** Für eine Stichprobe von Bergbahnunternehmen macht das Volumen von Family-Friends- Darlehen (inkl. Gemeinde) rund 70% der NRP-Darlehen aus. Auch diese Form der Finanzierung wird in Zukunft wichtig bleiben. Aufzupassen ist, dass diese Darlehen nicht Eigenkapital verdrängen.
- **SGH-Darlehen:** Die SGH hat Darlehen für rund CHF 200 Mio. ausstehend. Als nachrangiger Finanzierer spielt die SGH bei der Gewährung von Bankkrediten eine wichtige Rolle. Die SGH hat einen vorsichtigen Ruf, was auch die geringen Ausfälle belegen. Dank ihrer Fachkompetenz kann ein SGH-Engagement positive Signalwirkung für andere Kapitalgeber haben. Es stellt sich die (politische) Frage, ob und unter welchen Bedingungen die SGH die Förderwirkung mit der Inkaufnahme etwas grösserer Risiken verbessern könnte.
- **Querfinanzierung durch Immobilienverkäufe:** Durch das Zweitwohnungsgesetz sind die Möglichkeiten beschränkt. Es bestehen jedoch immer noch Spielräume, um allfällige Gewinne aus

Wohnungsverkäufen in den Betrieb zu investieren. Wichtigste Voraussetzung für den Erfolg dieser Finanzierungsart ist die Lage.

- **À-fonds-perdu-Zuschüsse:** Institutionen wie die Berghilfe oder andere Stiftungen sind wichtig zur Schliessung der «berüchtigten» Eigenkapitallücke, wenn keine Family & Friends zur Verfügung stehen. Möglich ist dies, da die entsprechenden Institutionen mehr Risiken eingehen können. Die Kunst besteht darin, Geldgeber zu finden, welche touristische Zwecke finanzieren. Im Vergleich zu Banken haben qualitative Faktoren einen höheren Stellenwert, obwohl die Betriebe trotzdem finanziell nachhaltig sein sollten.
- **Crowdfunding:** Hierzu haben teilweise auch die Erläuterungen zur Aktienkapitalerhöhung Gültigkeit. Als ergänzende Family & Friends-Finanzierung zur Schliessung von Finanzierungslücken kann der Stellenwert weiter zunehmen und wichtig zur Schliessung von Finanzierungslücken sein. Es handelt sich dabei nicht nur um eine reine Finanzierungsart. Marketing und Kundenbindung spielen ebenfalls eine wichtige Rolle.
- **Öffentliche Anleihen:** Ein Investment Grade-Rating oder zumindest ein Bankrating, welches annähernd auf ein Investment Grade-Rating hindeutet und ein Kapitalbedarf von mindestens CHF 20 Mio. sind Voraussetzungen für eine öffentliche Anleihe. Diese Voraussetzungen erfüllen nicht viele touristische Unternehmen. Einigen davon ist die Finanzierung über Anleihen mit ihren Vor- und Nachteilen gar nicht bekannt. Die Verbreitung öffentlicher Anleihen wird tief bleiben. Eine prüfungswerte Möglichkeit ist eine Emissionszentrale, welche für touristische Unternehmen kollektiv Kapital in Form von Anleihen aufnimmt.
- **Privatplatzierte Anleihen (oder Darlehen):** Privatplatzierungen können gegenüber öffentlichen Anleihen vom Volumen her auch geringer ausfallen. Gegenüber den öffentlichen Anleihen ist die Verbreitung im Tourismus höher. Die Finanzierungen sind für die Unternehmen flexibel und rasch verfügbar, und können auch nachrangig strukturiert sein. Als Investoren sind vor allem Family Offices, unabhängige Vermögensberater und vermögende Privatinvestoren (HNWI) engagiert. Die Verbreitung könnte zukünftig zunehmen. Grosse institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen vergeben Darlehen meistens nur an Gemeinden. Diese können die aufgenommen Mittel jedoch für touristische Zwecke nutzen oder an touristische Unternehmen ausleihen.
- **Private Debt und Private Equity:** Sowohl Private Debt als auch Private Equity sind im Schweizer Tourismus nur sporadisch vertreten. Daran wird sich wohl auch zukünftig nicht viel verändern. Diejenigen Unternehmen, welche den Renditeerwartungen der Kapitalgeber entsprechen, haben eine starke Innenfinanzierungskraft, eine geringe Beanspruchung der Verschuldungskapazität sowie Zugang zu sehr günstigen Bankfinanzierungen.

4.8.3. Empfehlungen

In den Abschnitten 4.2 bis 4.7 wurden verschiedene Handlungsempfehlungen präsentiert, welche zu einer Verbesserung der Finanzierungssituation der touristischen Unternehmen beitragen können. Die Empfehlungen richten sich an touristische Unternehmen, an Investoren und an die öffentliche Hand. Im Folgenden werden die wichtigsten Empfehlungen nochmals kurz zusammengefasst.

Tabelle 17 enthält die wichtigsten Empfehlungen für touristische Unternehmen. Im Hinblick auf die Zielsetzungen Erhöhung Finanzierungspotenzial und Reduktion der Finanzierungskosten sind sämtliche Massnahmen zielführend, welche den Cashflow bzw. die Innenfinanzierungskraft stärken. Es kann sich dabei um operative Massnahmen handeln oder um Unternehmenskooperationen oder Verbindungen (Abschnitt 4.3). Eine Verbesserung des Cashflows führt unter sonst gleichen Bedingungen zu einer besseren Verfügbarkeit von Fremd- und Eigenkapital. Weiter sind Massnahmen zu empfehlen, welche das Eigenkapital stärken. Dazu gehört beispielsweise eine langfristig ausgerichtete Strategie zum Aufbau einer «Crowd». Damit wird die Kapitalgeberbasis diversifiziert und das Eigenkapital gestärkt. In diversen Gesprächen hat sich gezeigt, dass auf Seiten der touristischen Unternehmen nicht das ganze Finanzierungsspektrum bekannt ist. Um die Abhängigkeit von den Banken zu reduzieren, wäre ein breiteres Wissen von Vorteil. Dies gilt beispielsweise auch im Hinblick auf Förderstiftungen, welche mit à-fonds-perdu-Beiträgen schlussendlich auch zu einem stärkeren Eigenkapital beitragen können.

Die Tourismusbranche hat im Allgemeinen und die Bergbahnbranche im speziellen ein ökologisch eher schlechtes Image. Dabei werden grosse Investitionen unternommen in Richtung Verbesserung der Energieeffizienz. Dieser Wandel müsste vermehrt positiv genutzt werden. Nicht nur in der Werbung gegenüber dem Gast, sondern auch gegenüber den Kapitalgebern. Dies kann neue Kapitalgeber und/oder private oder öffentliche Fördergelder erschliessen. In Gesprächen mit Investoren zeigt sich oft, dass die finanzielle Performance der Branche unterschätzt wird. Insbesondere besteht Unkenntnis darüber, dass es auch finanziell erfolgreiche Unternehmen gibt. Hier wäre eine gewisse Erklärungsarbeit von Seiten der Branche wünschenswert. Dies betrifft die Hotellerie stärker als die Bergbahnbranche. Von den Bergbahnen gibt es mehr öffentlich verfügbare Geschäftsberichte und die Unternehmen stehen mehr in der Öffentlichkeit. Die Hotellerie ist sehr schwierig einzuschätzen. Dies liegt auch an fehlenden Zahlen. Im Jahrbuch der Schweizer Hotellerie werden Benchmark-Zahlen nur bis auf Stufe GOP (Gross Operating Profit) ausgewiesen, Angaben zur Bilanz fehlen weitgehend. Für einen nicht mit der Hotellerie vertrauten Investor fehlen dadurch wichtige Grössen für eine Einschätzung.

Tabelle 17: Handlungsempfehlungen touristische Unternehmen¹³⁴

Handlungsempfehlungen	Auswirkungen			
	Reduktion Finanzierungskosten	Erhöhung Finanzierungspotenzial	Länger laufende Finanzierungen	Diversifikation Kapitalgeber
Cashflow steigern und stabilisieren durch klare Positionierung, Anpassung an Gästebedürfnisse, Schaffung von effizienten Betriebskonzepten, etc.	X	X	(X)	(X)
Optimierung der Unternehmensstrukturen / Potenzial von Unternehmensverbindungen und Kooperationen nutzen mit den Zielen: Erhöhung Cashflows, Schaffung schlagkräftiger Unternehmen, Verbesserung Zusammenarbeit und Angebot der gesamten Destination	X	X	(X)	X
Gäste und andere nahestehende zu "Fans" machen, Entwicklung einer langfristigen "Liebhaber-Investment-Story" (als Ergänzung zur "normalen" Investment Story) und Aufbau einer "Crowd"		X	X	(X)
Know-how steigern bezüglich den zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen	(X)	X	(X)	X
(Finanzielle) Transparenz für Investoren schaffen, Imageverbesserung erreichen	(X)	(X)		X
Im Zusammenhang mit Investitionen zwecks Verbesserung Energieeffizienz "Green-" bzw. "Transition-"Argumente ausnutzen, evt. gebündelt über eine Region/Branche		(X)		(X)

Im Hinblick auf Empfehlungen für Investoren müssen deren Rahmenbedingungen berücksichtigt werden. Pensionskassen sind ihren Destinatären verpflichtet und können sich nicht auf «finanzielle Abenteuer» einlassen. Ähnliches gilt für die Banken, welche sich gegenüber ihren Aktionären zu rechtfertigen haben. Im Falle der Kantonalbanken sind den Leitbildern und Missionen jedoch Formulierungen wie «volkswirtschaftlicher Auftrag», «Förderung einer nachhaltigen Entwicklung des Wirtschaftsraumes», «für Bevölkerung und Wirtschaft» oder «soziales Engagement» zu entnehmen. Die Erhaltung und Förderung von Unternehmen in Berggebieten mit zukünftigen Marktchancen dürften grundsätzlich im Sinne der gerade erwähnten Formulierungen liegen. Eine Analyse von Bankkrediten touristischer Unternehmen zeigt, dass sich viele Banken diesen Aspekten zumindest teilweise verpflichtet fühlen. Eine Empfehlung abzugeben, dass die Banken mehr und günstigere Kredite an touristische Unternehmen vergeben sollten, ist weder praktikabel noch realistisch. Eine Möglichkeit könnte jedoch sein, dass sich Kantonalbanken (und auch Regionalbanken) an einer Stiftung beteiligen, die innovative touristische Projekte fördert, welche für die traditionellen Finanzierungskanäle nicht in Frage kommen. Ergänzend finanziert sich die Stiftung über Spenden und Beiträge anderer Stiftungen. Dieses Finanzierungsgefäß könnte auch einem bestimmten Thema gewidmet werden wie beispielsweise der Erhaltung oder der Förderung warmer Betten.

Der Tourismus führt etwas ein «Mauerblümchendasein». Die erfolgreichen Unternehmen werden von Investoren unterschätzt. Es mangelt auf Investorenmenseite auch an Wissen bezüglich des Funktionierens von touristischen Destinationen. Zur Verbesserung dieser Situation sind sowohl die Vertreter des Tourismus als

¹³⁴ X bedeutet, dass eine Auswirkung zu erwarten ist. (X) bedeutet, dass eine Auswirkung in abgeschwächter Form möglich ist.

auch Investoren aufgerufen. Eine Stärkung des touristischen Know-how könnte eine Verbesserung bewirken. Denkbar ist beispielsweise die Stärkung von Netzwerken, welche Geldgeber, Geldnehmer und Branchenspezialisten umfassen. Möglich ist zudem, dass Investoren durch den Einbezug von Spezialisten die Entwicklung des touristischen Unternehmens bereits vor der Finanzierung so aufsetzen, dass eine Rückführung/Entschädigung der Investition möglich ist. Dies bedingt einen verstärkten Einbezug von Investoren, beispielsweise bei der Entwicklung von Business Plänen. Den Investoren pauschal zu empfehlen höhere Risiken einzugehen, ist nicht praktikabel. Das Ziel muss sein, dass die Investoren die Risiken besser beurteilen können.

Tabelle 18: Handlungsempfehlungen Investoren¹³⁵

Handlungsempfehlungen	Auswirkungen			
	Reduktion Finanzierungs- kosten	Erhöhung Finanzierungs- potenzial	Länger laufende Finanzierungen	Diversifikation Kapitalgeber
Stärkung Know-how bezüglich Tourismus, Funktionieren von Destinationen, etc.	X	X		X
Schaffung eines Finanzierungsgefäßes bzw. einer Stiftung zur Unterstützung von innovativen Projekten ohne Track Record z.B. mit Einbezug von regionalen Banken	X	X	X	X
Verbesserte Koordination unter den Investoren, Zusammenspiel verschiedener Subordinationsstufen des Fremdkapitals und Eigenkapital		X		X
Regional verankerte Investoren sollten verstärkt Einfluss auf die Strukturen der Unternehmen ausüben		X		

Investoren mit regionaler Verankerung und/oder starkem touristischen Know-how sollten vermehrt Einfluss auf die Finanzierungsnehmer nehmen. Das Ziel müsste sein, dass Strukturbereinigungen gefördert werden. Im Erfolgsfall wird das Finanzierungspotenzial damit erhöht. Viele der in den vorherigen Abschnitten präsentierten Lösungsansätze funktionieren nur mit einer staatlichen Unterstützung. Oder sie funktionieren zumindest besser bzw. erreichen eine stärkere Wirkung mit einer staatlichen Hilfe. Den Empfehlungen an die öffentliche Hand (Tabelle 19) kommt daher eine wichtige Bedeutung zu.

Sowohl das Modell einer Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen als auch ein Modell eines Finanzierungspools mit Privatplatzierungen stellen prüfenswerte Ansätze dar, wenn die in den Abschnitten 4.5.1.6 und 4.5.1.7 definierten Voraussetzungen erfüllt sind. Beide Ansätze dürften allerdings sehr aufwändig in der Realisierung sein. Eine Unterstützung durch die öffentliche Hand ist eine zentrale Voraussetzung für den Erfolg. Etwas einfacher zu realisieren sein könnte ein Immobilienanlagegefäß, über welches der Bund und institutionelle Investoren Eigenkapital in Hotelliegenschaften investieren (Abschnitt 4.6). Hinzu kommt, dass diese Lösung der Branche dringend benötigtes Eigenkapital bringt. Alternativ stellt auch die in Abschnitt 4.7 dargestellte Bankkreditgarantielösung eine Option dar. Aus Sicht der Gemeinden sollte die Möglichkeit der Darlehensaufnahme und Weiterleitung an touristische Unternehmen geprüft werden. Unter Umständen kann sich daraus eine Win-Win-Situation ergeben. Die öffentliche Hand sollte (wenn möglich) eine

¹³⁵ X bedeutet, dass eine Auswirkung zu erwarten ist. (X) bedeutet, dass eine Auswirkung in abgeschwächter Form möglich ist.

Gegenleistung einfordern: (symbolische) Entschädigung für Staatsgarantie, erfolgsabhängige Amortisation, Einleitung von Strukturverbesserungen, etc. Eine einfach umsetzbare Massnahme mit allerdings grosser Wirkung könnte die Einführung eines Mehrwertsteuer-Sondersatzes auf Bergbahntickets sein.

Tabelle 19: Handlungsempfehlungen öffentliche Hand¹³⁶

Handlungsempfehlungen	Auswirkungen								
	Reduktion Finanzierungskosten	Erhöhung Finanzierungs-potenzial	Länger laufende Finanzierungen	Diversifikation Kapitalgeber	Multiplikator der staatlichen Unterstützung verbessern	Wettbewerbsverzerrung beschränken	Einfluss auf touristische Unternehmen ausüben	Ausfallrisiko der öff. Hand reduzieren	Administrativer Aufwand für Förderung reduzieren
Immobilienfonds, welcher in Form von Eigenkapital in Hotelliegenschaften investiert (Bund und institutionelle Investoren als Finanzierer)	X	X	X	X			(X)		
Emissionszentrale mit öffentlichen Anleihen (Garantiert durch Bund gegenüber Investoren, im Innenverhältnis Garantien durch Gemeinden und Kantone möglich)	X	X	X	X	(X)	X	(X)	(X)	
Finanzierungspool mit Privatplatzierungen EK und FK mit verschiedenen Subordinationsstufen, Bund übernimmt EK-Tranche	X	X	(X)	X	X	X	(X)		
Garantiemodell auf Bankkrediten, teilweise Staatsgarantie, Bank ebenfalls im Risiko, Kreditvolumen nicht wie bei Bürgerschaftsgenossenschaften auf CHF 1 Mio. begrenzt	X	X	(X)			X	(X)	(X)	X
Kreditaufnahme durch Gemeinde und Ausleihe an Tourismusunternehmen, Zinsvorteil teilen, erfolgsabhängige Zins- und Amortisationsbedingungen festlegen, Win-Win-Situation schaffen	X	X		(X)			(X)		
Investitionshilfe verstärkt an Bedingungen knüpfen, z.B. um verbesserte Unternehmensstrukturen, Kooperationen, usw. anzustossen							X	X	
(symbolische) Entschädigungen für Staatsgarantien prüfen, erfolgsabhängige Amortisationsbedingungen, etc.								X	
Untere Staatsebenen (Gemeinde, Kantone) noch stärker in die Finanzierung bzw. in Garantielösungen einbinden		X						(X)	
Mehrwertsteuer-Sondersatz für Bergbahnen		X							
Regulierungsdichte reduzieren bzw. stoppen		(X)					X	(X)	X

Sowohl Garantien, zinslose Investitionsdarlehen, à-fonds-perdu-Zuschüsse und Betriebskostenbeiträge haben ihre Vor- und Nachteile. Es ist zu prüfen, inwieweit der aktuelle Unterstützungsmix im Hinblick auf die gewählten Instrumente zu optimieren ist.

¹³⁶ X bedeutet, dass eine Auswirkung zu erwarten ist. (X) bedeutet, dass eine Auswirkung in abgeschwächter Form möglich ist.

Interviewverzeichnis

- Angst Sebastian, Partner & CEO, pro ressource
- Balsiger Jürg, CEO, Stanserhornbahn AG
- Bieger Thomas, Professor, Universität St. Gallen
- Bienz Philipp, Vizepräsident und Delegierter des Verwaltungsrates, Fortimo AG
- Bugmann Yves, CFO, Davos Klosters Bergbahnen AG
- Casanova Marco, Geschäftsführer, Casanova Sport Obersaxen
- Christeller Kappeler Annette, Wissenschaftliche Mitarbeiterin, SECO Regional- und Raumordnungspolitik
- Falkner Michael, Geschäftsleiter Firmenkunden Tiroler Oberland und Ausserfern, Bank für Tirol und Vorarlberg
- Gervasoni Guido, Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau
- Guyot Christoph, Marktgebietsleiter Firmenkunden Zug, Schwyz und Uri, UBS
- Halblützel Sonja, Leiterin Geschäftsstelle, Verein Dampferfreunde Vierwaldstättersee
- Hinterkircher Ronald, Head of Capital Markets, Raiffeisen Schweiz
- Hug Lukas, Gastgeber, Pensium Laresch
- Infanger Albert, VR-Präsident, Brunni-Bahnen Engelberg AG
- Lathion Philippe, Präsident, Mountain Resort Real Estate Fund SICAV
- Lengwiler Christoph, ehemals Institutsleiter, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern
- Lüönd Sebi, CFO, Garavanta
- Lütolf Josef, Leiter Wertschriftenanlagen, Luzerner Pensionskasse
- Jaeggi, Matthias, Managing Director, Explement (ehemals CFO Swiss Andermatt Resorts)
- Karlen Valerie, Mandatsleiterin, DeKa Gastronomie-Treuhand AG
- Klöti Daniel, Vizedirektor und Bereichsleiter Anlagen, Bernische Pensionskasse
- Knüsel Patrick, Leiter Branchenzentrum Hotellerie & Gastronomie, BDO
- Marfurt, Mike, Finance & Reporting Manager, Katara Hospitality
- Mattmann Brian, Co-Autor der jährlichen Sustainable Investments Studie, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern

- Oberlin Adrian, CEO, Fedafin AG
- Obrist Patrizia, Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau
- Pasche Philippe, Direktor, SGH
- Pelli Tiziano, Schmid, Pelli & Partner
- Reiter Josef, Vorstand Mayrhofner Bergbahnen AG
- Rieder Daniel, Leiter Firmenkunden Marktgebiet Thun – Berner Oberland, BEKB
- Rohrer Stefan, Verein Gottardo-Wanderweg
- Schafflinger Franz, Direktor, Gasteiner Bergbahnen AG
- Scherer Markus, Geschäftsleiter Schweiz Firmen, Bank für Tirol und Vorarlberg
- Schertenleib Vidal, VR und Bereichsleiter Immobilien, Davos Klosters Bergbahnen AG
- Schmid Lolo, Verwaltungsratspräsident, Arosa Bergbahnen AG
- Schmoll Ronny, Ratinganalyst Fedafin
- Schoch Silvio, CEO, Sunstar Gruppe
- Schönefelder Rainer, Cooee alpin Hotels
- Schürmann Linda, Marketing & Fundraising, Verein Dampferfreunde Vierwaldstättersee
- Straub Regula, Geschäftsführerin, Berghilfe
- Supersaxo Vital, Geschäftsführer, Zermatt Support AG
- Szalai Istvan, VR-Präsident, Garavanta
- Waldis Marcel, CFO, Rigi-Bahnen AG
- Weilenmann Rolf, Mitglied der Geschäftsleitung & Leiter Corporate Finance, Helvetische Bank AG
- Wendl Gerhard, Vorstandsvorsitzender, JUFA Hotels.
- Wilhelm Andreas, Regionalleiter Firmenkunden, Bank für Tirol und Vorarlberg
- Willisch Iwan, Leiter Corporate & Institutional Clients Region Wallis, UBS
- Würmli Markus, CFO, Seespital Horgen
- Zollinger Giles, Finanzierungsberater, SGH
- Zurbriggen Urs, CEO, My Leukerbad AG
- Zoccali Rosario, Fondmanager OTC X Fund, BEKB