



CUREM

Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Science in Real Estate (CUREM)

Analyse des Schweizer Immobilienmarktes

hinsichtlich

des Einsatzes von hochverzinslichen Anlagegefässen

Name: Stephan M. Lüthi
Adresse: Wylandstrasse 5, CH-8400 Winterthur
Eingereicht bei: • Herrn Dr. Stephan G.C. Kloess, als Betreuer
• Herrn Dr. Christoph Caviezel, als Koreferent
Abgabedatum: 31. Juli 2006

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
1 Einleitung	1
1.1 Aktueller Bezug und Rahmenbedingungen	1
1.2 Problemformulierung und Zielsetzung	2
1.3 Positionierung	3
1.4 Vorgehensweise und Struktur	4
2 Einordnung in die Neue Institutionenökonomik (NIÖ)	6
2.1 Institutionen	6
2.2 Die institutionslose Welt der neoklassischen Ökonomik.....	6
2.3 Interaktives Wirtschaften	7
2.4 Die Ansätze der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ)	8
2.4.1 Das Menschenbild der Neuen Institutionenökonomik	8
2.4.2 Transaktionskostenansatz	8
2.4.3 Verfügungsrechtsansatz (Property-Rights-Ansatz)	9
2.4.4 Principal-Agent-Ansatz (Agency-Theorie)	10
2.5 Transaktionsbeziehungen und ihre Dimension von Opportunity Funds.....	11
3 Grundlagen eines hochverzinslichen Anlagegefäßes	13
3.1 Definition und Begriffsabgrenzung.....	13
3.2 Renditeerwartung	13
3.2.1 Drittverwendbarkeit der Aktiven.....	14
3.2.2 Handlungsspielraum der Passiven	14
3.2.3 Unsicherheit des Wachstums.....	16
3.3 Aufbau von Opportunity Funds	16
3.3.1 Rechtsform.....	17
3.3.2 Grundstruktur.....	17
3.4 Wertschöpfung von Opportunity Funds.....	21
3.4.1 Primäraktivitäten.....	21
3.4.2 Unterstützungsaktivitäten	24
3.5 Wertschöpfungsstrategien eines Opportunity Funds	24
3.5.1 Strategie im Immobilienlebenszyklen	24
3.5.2 Strategie der Immobilienmarktzyklen	25

3.5.3	Markttransparenz	26
3.5.4	Spezielle Einzeleffekte	27
3.6	Renditeentwicklung von Opportunity Funds	27
4	Der Schweizer Immobilienmarkt	29
4.1	Übertragung der Verfügungsrechte	30
4.1.1	Einschränkung der Verfügungsrechte durch den institutionellen Rahmen	30
4.1.2	Kosten der Übertragung	33
4.2	Institutionelle Arrangements im Bestandesmarkt	34
4.2.1	Marktstruktur	34
4.2.2	Marktvolumen	35
4.2.3	Branchenstruktur	36
4.2.4	Transparenz von Angebot und Nachfrage	37
4.2.5	Preistransparenz	37
4.3	Institutionen der Managementleistung	38
4.4	Finanzintermediäre	39
5	Praktische Überprüfung	41
5.1	Thesengenerierung	41
5.1.1	Thesen zum Schweizer Markt	41
5.1.2	Thesen zur Wertschöpfungsstrategie im Schweizer Markt	42
5.2	Darstellung und Interpretation der Ergebnisse	42
5.2.1	Schweizer Marktperspektiven	43
5.2.2	Wertsteigerungsansatz im Schweizer Markt	49
5.3	Fazit und Interpretation	52
5.3.1	Marktsicht der Experten	52
5.3.2	Entwicklung von Opportunity Funds	53
6	Konzeption eines Opportunity Funds für den Schweizer Markt	57
6.1	Kernstrategien	57
6.2	Geschäftstätigkeiten	59
6.3	Analyse der Geschäftstätigkeiten anhand der Transaktionskosten	59
6.4	Prozessidee	60
7	Schlussbetrachtung und Aussichten	62
7.1	Zusammenfassung und Zielerreichung	62
7.2	Ausblick	64
7.3	Weiterer Untersuchungs- und Forschungsbedarf	65

Verzeichnis des Anhang	66
Diversifikationsmöglichkeiten	66
Vier-Quadrantenmodell.....	66
Regulierungen des Institutionellen Rahmens (Übersicht).....	67
Die Metropolitanregionen	68
Mögliche Partner und Immobiliendienstleister	69
Transparenzfördernde Institutionen	71
Berechnung des Transaktionsvolumens im Schweizer Markt	71
Total Return im Vergleich	72
Praxisbeispiel Renditeerwartungen.....	72
Geschäftstätigkeiten	75
Beurteilung der Transaktionskosten.....	75
Interviewpartner und Gesprächsleitfaden	77
Gesprächsleitfaden	78
Literaturverzeichnis.....	82
Ehrenwörtliche Erklärung	85

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds
AG	Aktiengesellschaft
BIP	Bruttoinlandprodukt
bspw.	Beispielsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
EK	Eigenkapital
EU	Europäische Union
EUR	Euro
FK	Fremdkapital
Hrsg.	Herausgeber
IRR	Internal Rate of Return
Kap.	Kapitel
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
NPL	Non Performing Loans
OR	Obligationenrecht
p.a.	per annum
REIT's	Real Estate Investment Trusts
ROE	Return on Equity
Tab.	Tabelle
u.U.	Unter Umständen
USD	United States Dollar
UVP	Umwelt-Verträglichkeitsprüfung
vgl.	Vergleiche
z.B.	zum Beispiel
z.Z.	zur Zeit
ZGB	Zivilgesetzbuch

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Struktur der Arbeit	5
Abbildung 2: Probleme der arbeitsteiligen Wirtschaft.....	7
Abbildung 3: Transaktionskostenarten	8
Abbildung 4: Agency-Probleme, Gefahren und Lösungen.....	11
Abbildung 5: Traktionsbeziehungen.....	11
Abbildung 6: Renditeerwartungen	14
Abbildung 7: Operative Plattform.....	18
Abbildung 8: Alternative Beherrschungs- und Überwachungssysteme.....	18
Abbildung 9: Handlungsspielräume.....	19
Abbildung 10: Wertekette und Erfolgsfaktoren.....	22
Abbildung 11: Marktzyklen und Marktanomalien.....	26
Abbildung 12: Analyse des Schweizer Marktes	30
Abbildung 13: Marktdeterminanten.....	34
Abbildung 14: Managementebenen und Beteiligte.....	39
Abbildung 15: Umfrageergebnis ausländische Fonds-Manager	52
Abbildung 16: Umfrageergebnis Schweizer Experten.....	53
Abbildung 17: Vorgehen Kapitel 6.	57
Abbildung 18: Prozesse und Wertekette	61
Abbildung 19: Diversifikation	66
Abbildung 20: Vier-Quadrantenmodell	67
Abbildung 21: Metropolitan Regionen	68
Abbildung 22: Total Returns im internationalen Vergleich.....	72
Abbildung 23: Fremdfinanzierungsgrad	73
Abbildung 24: Fremdfinanzierungskosten.....	73
Abbildung 25: Ertragssteigerung	74
Abbildung 26: Geschäftstätigkeiten.....	75
Abbildung 27: Gesprächsleitfaden.....	78

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Transaktionskosten im Überblick	12
Tabelle 2: Managementstil	13
Tabelle 3: Gewinnverteilung	20
Tabelle 4: Renditeentwicklung von Opportunity Funds	28
Tabelle 5: Explizite Transaktionskosten im internationalen Vergleich	34
Tabelle 6: Branchenstruktur	36
Tabelle 7: Konzeption eines strategischen Szenarios „Der Schweizer Fonds für Schweizer“	57
Tabelle 8: Konzeption eines strategischen Szenarios „Der internationale Fonds“	58
Tabelle 9: "make or buy" - Entscheid	60
Tabelle 10: Prozesse	61
Tabelle 11: Regulatoren	67
Tabelle 12: Börsenkotierte Immobilien-Aktiengesellschaften in der Schweiz	69
Tabelle 13: Service-Developer aus Planung und Beratung	69
Tabelle 14: Investor-Developer	69
Tabelle 15: Unabhängige Service-Developer	69
Tabelle 16: Trade-Developer aus dem GU-Umfeld	70
Tabelle 17: Unternehmen im Bereich Real Estate Investmentmanagement	70
Tabelle 18: Bewirtschaftungsunternehmen	70
Tabelle 19: Weitere Spezialisten	71
Tabelle 20: Wichtige Online-Marktplätze	71
Tabelle 21: Wichtige Institutionen der Preisfindung	71
Tabelle 22: Transaktionsvolumen	71
Tabelle 23: Praxisbeispiel	74
Tabelle 24: Transaktionskostenanalyse (buy)	75
Tabelle 25: Transaktionskostenanalyse (make)	76

1 Einleitung

Das einleitende Kapitel dieser Arbeit stellt den aktuellen Bezug, die Problemstellung und Zielsetzung dar. Es soll zudem einen Überblick über den Gang der Untersuchung und die wissenschaftliche Positionierung verschaffen.

1.1 Aktueller Bezug und Rahmenbedingungen

Die Anlagekategorie Real Estate hat in den letzten Jahren, nicht nur durch die Volatilität der Aktienmärkte und die historisch tiefen Zinsen, an Attraktivität gewonnen. Auch portfoliotheoretische Überlegungen zur Verbesserung der Asset Allocation führten zu erheblichen Aufstockungen der Immobilienbestände in den Portfolios.¹ Setztet sich bei institutionellen Anlegern typischerweise eine Immobilienallokation aus ca. 10% kotierten, indirekt gehaltenen, 5% nicht kotierten, indirekt gehaltenen und 85% direkt gehaltenen Immobilien zusammen,² so wird sich die Strukturierung nach einer Schätzung von Ernst & Young bis hin zu 70% indirekten Immobilienanlagen verändern.³ Es ist daher anzunehmen, dass sich das Schwergewicht auf nicht-kotierte, indirekte Immobilien verlagert, um in Nischen und fokussierte Strategien zu investieren. Dieser Trend wird durch das enorme Wachstum der nicht-kotierten, indirekten Anlagen am Weltmarkt bestätigt.⁴

Aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften haben sowohl direkte als auch indirekte Anlageformen ihre Relevanz in einem Portfolio. Direktanlagen haben weiterhin ihre Bedeutung als strategische Immobilien-Kernanlage. Sie werden in Segmenten gehalten, in denen die Immobilienkompetenz des Eigentümers vorhanden ist. Zur Steuerung der Immobilienquote unter der Berücksichtigung der Liquiditätssicherung und der Möglichkeit zur Realisierung von kurzfristigen Kapitalgewinnen eignen sich vor allem börsenkotierte Indirektanlagen. Nicht kotierte, indirekt gehaltene Immobilienanlagen sind unter dem Aspekt der strategischen Allokation zu betrachten. Durch die Möglichkeit der Investition in verschiedene Managementstile von „core“ bis „opportunistisch“ und einer besseren Korrelation zu Aktien und Obligationen generieren sie ein hohes Potential zur Portfoliodiversifikation. Zusätzlich sind sie, wie direkte Anlagen, geeignet um Inflationsänderungsrisiken zu hedgen (vernichten).

Vor diesem Hintergrund setzt sich die Arbeit mit dem Einsatz und der Konzeption von hochverzinslichen, opportunistischen Anlageprodukten als indirekte Anlagegefässe im Immobilienmarkt auseinander. Um ausgewählte Fragestellungen ausführlicher behandeln zu können und länderspezifischen Rahmenbedingungen und Entwicklungen gerecht zu werden, erfolgt eine räumliche Begrenzung explizit auf den Schweizer Markt.

¹ Vgl. Credit Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 61; es wird die Aufstockung der Immobilienallokation der institutionellen Anleger wie Pensionskassen, Anlagestiftungen und Versicherungen auf 20 bis 30% des gesamten Portfolios prognostiziert. Der durchschnittliche Immobilienanteil der zwölf grössten Vorsorgeeinrichtungen beträgt z.Z. ca. 15,9 % (CHF 23,9 Mrd.)

² Vgl. Eckert, (10 Jahre VIV...), S. 24

³ Vgl. Eckert, (10 Jahre VIV...), S. 25

⁴ Vgl. INREV/OPC (Datenbank, Stand Mai 2006); Ernst & Young (Market Outlook), S. 2

1.2 Problemformulierung und Zielsetzung

Die Möglichkeit für indirekte Investitionen im Schweizer Immobilienmarkt besteht vor allem darin, Anteile von Immobilienfonds im Sinne des Bundesgesetzes über die Anlagefonds (AFG)⁵ und Titel von börsenkotierten Aktiengesellschaften zu erwerben. Anlegern steht eine breite Auswahl von Immobilienfonds zur Verfügung, die sich durch Grösse, Nutzungsmix und geografischer Ausrichtung unterscheiden.⁶ Immobilienfonds wiesen im 2005 eine Jahresperformance von 4.8% auf und lagen dabei über der Performance der Bundesobligationen mit 3.6%.⁷ Immobilienaktiengesellschaften wiesen zwar eine Gesamtjahresrendite von 15,5%⁸ auf, lagen aber deutlich hinter den schweizerischen und ausländischen Aktienmärkten zurück. Eine weitere Möglichkeit der indirekten Investition sind die verschiedenen Anlagestiftungen, die aber nur einem beschränkten Kreis von Investoren zugänglich sind.⁹ Börsenkotierte indirekte Immobilienanlagen verringern die grössten Nachteile der direkt gehaltenen Immobilien (Liquidität, Fungibilität, Kapitalaufwand, Know-How) , eignen sich aber durch ihren Gleichlauf (Korrelation) zu den Aktienmärkten nur bedingt zur Diversifikation eines Portfolios und um die Inflationsrisiken zu verringern.

Den institutionellen Investoren wurde in den letzten Jahren bewusst, dass bei indirekten Immobilienanlagen ein breites Spektrum von Risiko/Rendite-Profilen besteht. Im Gegensatz zu angelsächsischen Märkten, aber auch zum deutschen Markt bestehen in der Schweiz kaum Möglichkeiten in indirekte, nicht börsenkotierte Immobilienanlagen, insbesondere der Investitionstypologien „opportunistic“, also einem hochverzinslichen Anlageprodukt zu investieren.¹⁰ Aktivitäten solcher Opportunity Funds konnten am Schweizer Markt in den letzten Jahren kaum beobachtet werden. Als eines der wenigen Investments dieser Kategorie kann das Joint Venture der PSP Swiss Property AG und Lehman Brothers Real Estate Partners im Jahr 2001 eruiert werden.¹¹ Durch aktives Management der von der Swisscom AG übernommenen Liegenschaften im Marktwert von ca. CHF 1 Mrd. soll eine Optimierung der Gewinne der Aktionäre erzielt werden.¹² Ableitend aus dem faktischen Nicht-vorhanden-sein von Opportunity Funds, stellen sich nun folgende Fragen:

- *Warum gibt es kaum Opportunity Funds, die sich im Schweizer Markt positionieren?*
- *Was hat die Etablierung solcher Gefässe verhindert?*
- *Welche Marktvoraussetzungen müssten erfüllt sein, damit solche Investments getätigt werden können?*

⁵ AFG Art. 2 Abs. 1

⁶ Das Nettoanlagevermögen reicht vom MI-Fonds Immo mit CHF 174 Mio. bis zum UBS Sima Fonds mit CHF 3,48 Mrd.

⁷ Vgl. Credit Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 50

⁸ Vgl. Credit Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 51

⁹ Vgl. PWC (Das schweizerische Anlagefondswesen), S.27; wegen der Steuertransparenz sind nur Einrichtungen der beruflichen Vorsorge als Investoren zugelassen.

¹⁰ Von den sechs in der INERV-Datenbank (Stand Mai 2006) registrierten nicht kotierten Schweizer Anlagegefässen haben alle eine Zielrendite (IRR) von 5 bis 6% und können somit zur Kategorie „core“ gezählt werden.

¹¹ Gründung der WTF Properties (Switzerland) Ltd als Joint Venture

¹² Leitbild der WTF Properties (Switzerland) Ltd., www.wtf-property.ch

Vor dem aufgezeigten Hintergrund verfolgt diese Arbeit Zielsetzungen auf verschiedenen Stufen, welche von Grob- zu Feinzielen führen. Die Ziele im Detail sind wie folgt formuliert:

- *Systematisierung der Grundlagenkenntnisse eines Opportunity Funds, sowie der kritischen Erfolgsfaktoren und Strategien (Value Drivers);*
- *Festlegung eines Analyserasters für den Schweizer Markt hinsichtlich des Opportunity Funds als Institution;*
- *Analyse des Schweizer Marktes hinsichtlich der Erfolgsdeterminanten von Opportunity Funds;*
- *Überprüfung, warum sich Opportunity Funds nicht etablieren konnten;*
- *Konzeption eines Opportunity Funds für den Schweizer Markt.*

Innerhalb der Arbeit wurde, um den Umfang im Rahmen zu halten, der Schwerpunkt auf die Immobilieninvestments im Schweizer Markt gerichtet. Die Beteiligungen der Fonds an Immobilienunternehmen und notleidenden Krediten (NPL's) wird an dieser Stelle abgegrenzt.¹³ Des Weiteren wird die Beschaffung des Eigenkapitals, auch als Private Equity¹⁴ bezeichnet, als Baustein der Wertekette für eine genauere Untersuchung abgegrenzt. Es wird angenommen, dass dieses Kapital zur Verfügung gestellt werden kann. Als zusätzliche Eingrenzung wird davon ausgegangen, dass die rechtlichen Konstruktionen der Anlagegefässe so gewählt sind, dass sie nicht als kollektive Kapitalanlage im Sinne des Bundesgesetz für die Anlagefonds gelten.¹⁵

1.3 Positionierung

Die Vorgehensweise in dieser Arbeit stützt sich auf die Grundlagen des qualitativen Denkens aus dem Ansatz der qualitativen Sozialforschung. MAYRING beschreibt grundsätzliche Gemeinsamkeiten, welche aus den verschiedenen, verstreuten Richtungen dieses Denkansatzes hervorgehen. Er hebt die Forderung der stärkeren Subjektbezogenheit der Forschung, der Deskription und Interpretation des Forschungsobjekts vor allem in der alltäglichen Umgebung und die Auffassung der Generalisierung der Ergebnisse in einem Verallgemeinerungsprozess hervor.¹⁶

In dieser Arbeit werden aufgrund der analytisch festgelegten Determinanten des Marktes (Kap. 4.) Thesen generiert, die durch leitfadengestützte Gespräche untersucht und mittels der Überprüfung (Kap. 5.) einer Verallgemeinerung zugeführt werden. „*Gegenstand humanwissenschaftlicher Forschung sind immer Menschen, Subjekte. Die von der Forschungsfrage betroffenen Subjekte müssen Ausgangspunkt und Ziel der Untersuchung sein*“¹⁷.

Folgt man dem Forschungskonzept des methodologischen Individualismus, d.h. dass die Rolle des einzelnen Entscheidungsobjekts im Vordergrund steht und nicht die eines

¹³ Spezielle Literatur zur Unternehmensbeteiligung und zum Turnaroundmanagement; vgl. Jugel (Privat Equity Investments); auch Müller-Ganz (Turnaroundmanagement).

¹⁴ Zur Definition von REPE i.e.S und REPE i.w.S. vgl. Rottke (Real Estate Private Equity) S. 26 ff.

¹⁵ Art. 2. Abs. 1 und 2 (AFG)

¹⁶ Vgl. Mayring (Qualitative Sozialforschung), S. 19 ff.

¹⁷ Mayring (Qualitative Sozialforschung), S. 20

Kollektivs (z.B. eines Unternehmens, dessen Funktion von Einzelsubjekten abhängt) so erlaubt die Fragestellung dieser Arbeit eine Zuordnung zum Forschungsgebiet der „Neuen Institutionenökonomik“, im folgenden NIÖ genannt. Anders als in der Neoklassik wird dabei von der Fehlbarkeit der einzelnen Subjekte ausgegangen. Ihnen werden eine begrenzte Rationalität, eine fortlaufende Ineffizienz und ein opportunistisches Verhalten zugesprochen.¹⁸ Durch die Ineffizienz entstehen Reibungsverluste, die unweigerlich zu Kosten führen. Opportunistisches Verhalten der einzelnen Subjekte führt bei Delegationsbeziehungen zu Problemen mit asymmetrischer Informationsverteilung, bei denen ein Beauftragter vor und vor allem nach dem Vertragsabschluss seinen Informationsvorsprung zu seinen Gunsten ausnutzen kann.¹⁹ Das Rahmengerüst zur Immobilienökonomie als wissenschaftlicher Denkansatz ist im deutschsprachigen Raum als „Haus der Immobilienökonomie“ bekannt.²⁰ Der funktionspezifische Aspekt der Immobilieninvestition wird in dieser Arbeit schwerpunktmässig untersucht. Zusammen mit der Finanzierung stellen sie die beiden Seiten der Zahlungswirksamkeit von Entscheidungen dar. Jede Handlung wirkt zum einen wie eine Investition, wenn sie zunächst zu Ausgaben und später zu Einnahmen führt, zum anderen wie eine Finanzierung, wenn sie zunächst Einnahmen und später Ausgaben verursacht.²¹

1.4 Vorgehensweise und Struktur

Das konzeptionelle Vorgehen in dieser Arbeit wird gesteuert durch einen Hauptprozess und zwei unterstützende Supportprozesse (vgl. Abb. 1.). Im ersten Teil (vgl. Kap. 1. bis 4.) folgt der Hauptprozess dem deduktiven Erklärungsmodell und geht von der „Breite in die Tiefe“. Im zweiten Teil (vgl. Kap. 5. bis 7.), dem hypothesengeleiteten Empirismus, folgt er dem induktiven Erklärungsmodell und folgt der Struktur aus Kap. 1. bis 4. bottom-up. Die zwei Supportprozesse unterstützen den Hauptprozess entweder mit wissenschaftlichen Analogien (Supportprozess 1) oder mit Daten und Bestätigungen aus der Praxis (Supportprozess 2).

Gefolgt von der Einleitung mit der Zielsetzung und Positionierung in Kap. 1. der Arbeit wird in Kap. 2. der Analyserahmen der NIÖ dargestellt. Um das Verständnis für die weitere Arbeit zu verbessern, erfolgten dabei eine Begriffsbestimmung und eine Darstellung der daraus abgeleiteten theoretischen Ansätze. Eine erste Eingrenzung erfolgt in Kap. 3. Es werden die relevanten Grundlagen, Strategien und Value Drivers von Opportunity Funds systematisiert und aufgezeigt. Dieser Teil wird ausführlich hergeleitet um die verschiedenen Einflussfaktoren aufzuzeigen. In Kap. 4. wird eine weitere Eingrenzung auf den Schweizer Markt vorgenommen. Die Untersuchung erfolgt auf der Basis der NIÖ unter der Betrachtung der Einschränkung und Kosten der Verfügungsrechte, der Transaktionskosten aus der Marktbenutzung und der Problematik der asymmetrischen Informationsverteilung. Die aus den Kap. 1. bis 4. gewonnenen

¹⁸ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (Neue Institutionenökonomik), S. 24

¹⁹ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik) S. 100

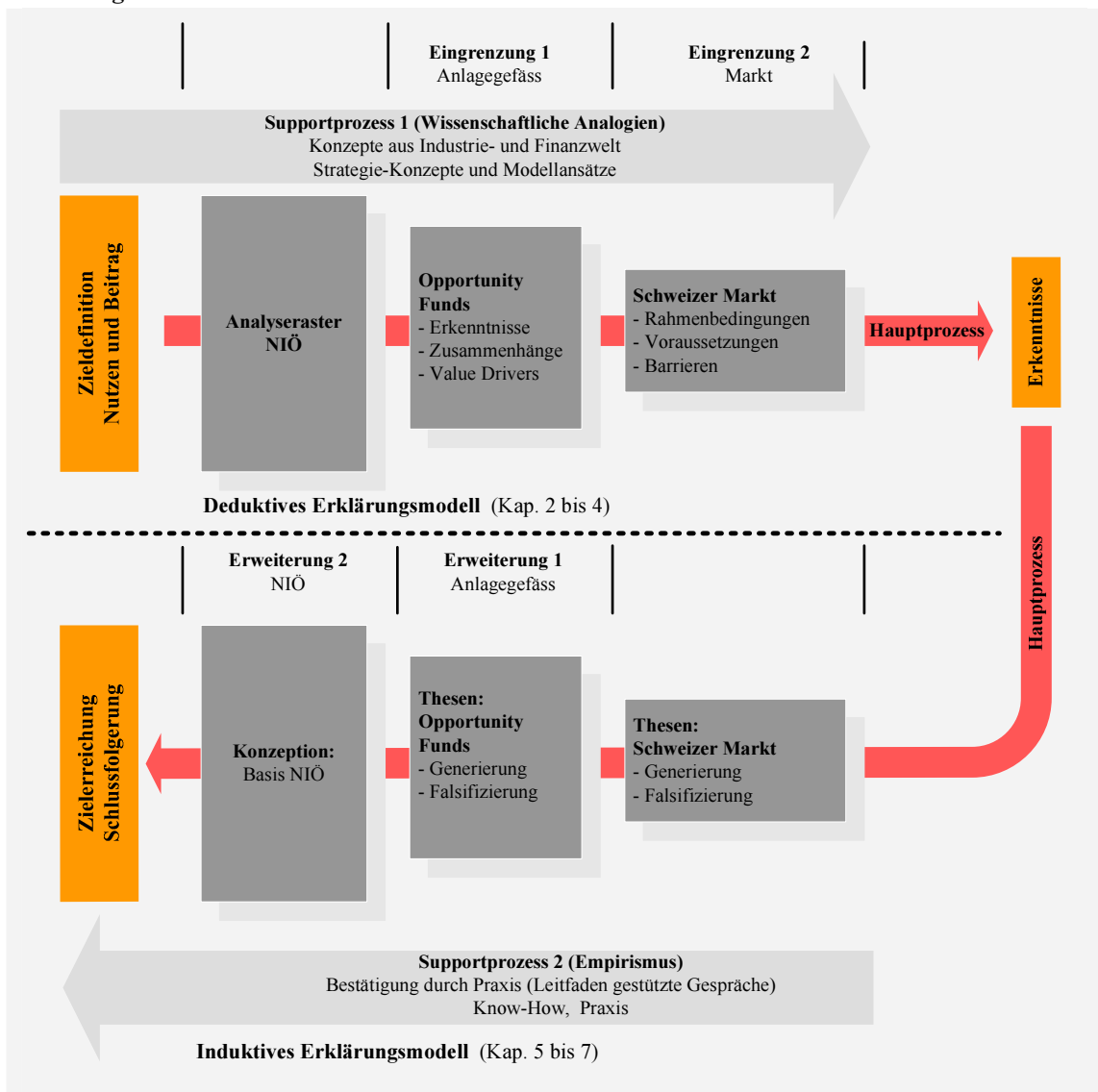
²⁰ Vgl. Schulte (Hrsg.) (Immobilienökonomie), S. 58ff.

²¹ Vgl. Maier (Risikomanagement), S. 41ff.

Erkenntnisse fließen in den Leitfaden für die Expertengespräche ein und dienen als Grundlage für die Generierung der Thesen in Kap. 5.

Ab Kap. 5. folgt der Hauptprozess der Struktur aus Kap. 1. bis 4. deduktiv. Es werden zuerst die Thesen zum Schweizer Markt und anschliessend zu hochverzinslichen Anlagegefässen im Schweizer Markt generiert und falsifiziert. Die Falsifizierung erfolgt auf der Basis von Leitfaden gestützten Gesprächen, Expertenbefragungen, aus den Erfahrungen anderer Märkte und aus dem Praxis-know-how, die den zweiten Supportprozess bilden. In Kap. 6. werden die Ergebnisse um den Analyserahmen der NIÖ erweitert und eine Konzeption eines Opportunity Funds in der Schweiz entwickelt. Die Arbeit schliesst mit der Zusammenfassung der Ergebnisse, der Überprüfung der Zielerreichung und einem Ausblick in Kap. 7.

Abbildung 1: Struktur der Arbeit



2 Einordnung in die Neue Institutionenökonomik (NIÖ)

Die Forschungsmethode der NIÖ mit den verschiedenen Ansätzen, bietet sich als theoretischer Analyserahmen für die Institutionen des Schweizer Immobilienmarktes an. RICHTER/FURUBOTN hält als Kernaussage fest, „[...] dass Institutionen für den Wirtschaftsprozess von Bedeutung sind“²². Die NIÖ beschäftigt sich nicht nur mit den ökonomischen Institutionen, sondern auch mit dem ökonomischen Verhalten in und dem ökonomischen Gestalten von Institutionen.²³ Im folgenden Kapitel werden die Ansätze vorgestellt, um daraus in Kapitel 4. die wichtigsten Marktdeterminanten für Opportunity Funds abzuleiten.

2.1 Institutionen

Wenn von einer Institution die Rede ist, meint man normalerweise nicht einzelne Ordnung schaffende Regeln und Normen, sondern ganze Systeme von Regeln, um menschliches Verhalten zu steuern. Zu den Institutionen können sowohl kodifizierte Normen, soziale Gepflogenheiten und Verhaltensweisen wie auch formale Organisationen gezählt werden.²⁴ Sie können sowohl auf der Ebene des institutionellen Rahmens wie auch jener des institutionellen Arrangements (Marktorganisation) vorkommen. „Eine Institution [...] ist ein auf ein bestimmtes Zielbündel abgestelltes System von Normen einschliesslich deren Garantieinstrumente, mit dem Zweck, das individuelle Verhalten zu steuern“²⁵.

GÖBEL hält fest, dass keine Gesellschaft auf die ordnende Kraft der Institutionen verzichten kann.²⁶ Als finale Ursache, also die Frage nach dem Nutzen von Institutionen, kann die Ordnungsfunktion, die Entlastungsfunktion, die Motivationsfunktion und die Koordinationsfunktion in den Vordergrund gestellt werden. Aufgrund ihrer gegenüber Marktprozessen höheren Effizienz führen sie zu einer Senkung der Koordinations- und Motivationskosten.²⁷

Eine Organisation ist eine spezielle Art einer Institution. In der Betriebswirtschaftslehre ist es üblich, nicht nur das geregelte Handlungssystem (Unternehmen) als Organisation zu bezeichnen, sondern auch das System von Aktionsregeln als Organisationsstruktur festzulegen. Als Beispiel kann eine Marktorganisation mit ihren Verträgen, Verhaltensnormen, Unternehmungen und Produkten herangezogen werden.

2.2 Die institutionslose Welt der neoklassischen Ökonomik

Das institutionenökonomische Forschungsprogramm entwickelte sich als Gegenprogramm zur neoklassischen Analyse. In der Modellwelt der neoklassischen Gleichgewichtstheorie treffen Angebot und Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen auf dem Markt zusammen. Der Preis wird von Angebot und Nachfrage beeinflusst und verändert sich solange, bis die Nachfrage komplett befriedigt ist und der

²² Richter/Furubotn (Neue Institutionenökonomik), S. 1

²³ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 33

²⁴ Frey / Kirchgässner S. 7

²⁵ Richter / Furubotn (Neue Institutionenökonomik), S. 50

²⁶ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 4

²⁷ Vgl. Gantenbein (Institutionen des ...), S. 23

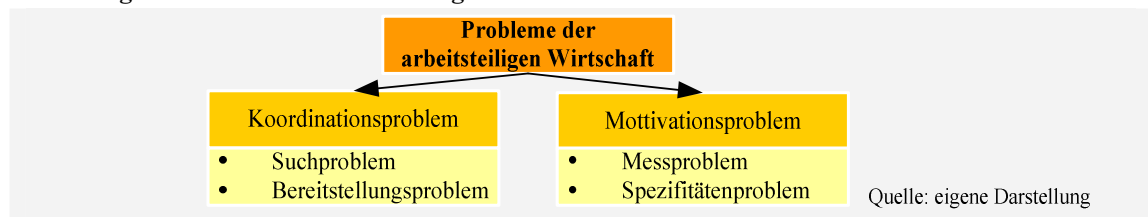
Markt geräumt ist.²⁸ Der Preis sorgt dafür, dass alle Ressourcen in ihre effizienteste Verwendung fließen. Allerdings geschieht dies nur unter den Prämissen von vollständiger Konkurrenz, homogenen Leistungen und Gütern, vollständiger und kostenloser Markttransparenz, vollständigen Verträgen und kostenlosem Leistungsaustausch.²⁹ In dieser Welt ohne Transaktionskosten gibt es keine Institutionen bez. sie sind nicht von Interesse. Es ist im Grunde gleichgültig ob Unternehmungen existieren oder nur isolierte Tauschpartner.

RICHTER/FURUBOTN kritisieren dieses Gleichgewichtsmodell als übermäßig abstrakt und als „[...]sonderbare Welt ohne Transaktionskosten“³⁰. Durch die Modellprämissen werden die Schwierigkeiten der Interaktionen von Menschen systematisch ausgeklammert. Da in realen Märkten der Preismechanismus seine Koordinationsfunktion nur teilweise erfüllt, wird vom Marktversagen gesprochen, welches entweder auf die Marktstruktur, die Marktorganisationen oder auf die Rahmenbedingungen zurückgeführt werden kann.³¹ Eine wesentlich ökonomische Ursache dieses Problems stellen die Transaktionskosten und die Informationsasymmetrien dar. Insbesondere die Immobilienmärkte sind von grosser Intransparenz, Informationsineffizienz und Heterogenität geprägt.

2.3 Interaktives Wirtschaften

Im Verlaufe der Geschichte hat sich gezeigt, dass sich das Tauschen von Rechten und Gütern, sowie das Teilen von Arbeit und Eigentum als wohlstandssteigernd erweist.³² Die Probleme einer arbeitsteiligen Tauschwirtschaft lassen sich in die zwei Teilbereiche der Koordinationsprobleme und der Motivationsprobleme gliedern. Koordinationsprobleme entstehen durch das Abstimmen von Angebot und Nachfrage. Sie gliedern sich in Bereitstellungsprobleme, also die Sicherung der Bereitstellung von Gütern und Leistungen und in Suchprobleme, die nur entfallen, wenn der Nachfrager die Leistung selber erbringt. Die Motivationsprobleme können als Verhaltensprobleme der Tauschpartner bezeichnet werden. Sie gliedern sich wiederum in die Messprobleme und die Spezifitätenprobleme. Messprobleme entstehen bei der Suche nach passenden Vertragspartnern, weil ihre Eigenschaften nicht ohne weiteres beurteilbar sind. Spezifitätenprobleme entstehen durch den Gebrauch von sehr spezifischen Leistungen, die nur wenige oder nur ein Vertragspartner bereitstellt (Abb. 2)

Abbildung 2: Probleme der arbeitsteiligen Wirtschaft



²⁸ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (Neue Institutionenökonomik), S. 44ff

²⁹ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 28

³⁰ Richter / Furubotn (Neue Institutionenökonomik), S. 13

³¹ Vgl. Gantenbein (Institutionen des ...) S. 12 ff.

³² Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik,) S. 55

2.4 Die Ansätze der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ)

Die Vorteile des interaktiven Wirtschaftens sind immer mit den Koordinations- und Motivationsproblemen verbunden. Im Gegensatz zur Neoklassik bemüht sich die NIÖ um Lösungsansätze zu diesen Problemen. Im folgenden werden die drei Teilansätze beschrieben, die nach allgemeiner Meinung den Kern der NIÖ bilden.

2.4.1 Das Menschenbild der Neuen Institutionenökonomik

Die Auffassung vollständiger oder vollkommener individueller Rationalität der Wirtschaftssubjekte ist ein Merkmal der neoklassischen Analyse. Um den Bedingungen der wirklichen Welt besser zu entsprechen, wurde der Gedanke von der unvollkommenen individuellen Rationalität von verschiedenen Autoren aufgenommen.³³ Die Entscheidungssubjekte sind nicht vollständig informiert, weil der Erwerb von Wissen teuer ist und sie nur beschränkt fähig sind, mit Datenmaterial umzugehen. Dieser Umstand wird in der NIÖ als eingeschränkte Rationalität bezeichnet.³⁴ Den Entscheidungssubjekten werden noch andere Eigenschaften zugesprochen. Der Modellmensch dieser Wirtschaftstheorie wird als einfallsreich und wertend bezeichnet, der unter zu Hilfenahme von List und Lüge seinen persönlichen Nutzen zu maximieren versucht.³⁵ WILLIAMSON bezeichnet dieses Verhalten als Opportunismus. Begrenzte Rationalität und Opportunismus bilden die zwei Verhaltensannahmen, die den Ansätzen der NIÖ zugrunde liegen.

2.4.2 Transaktionskostenansatz

„Das ökonomische Gegenstück zur Reibung sind Transaktionskosten“³⁶. Gegenüber der neoklassischen Theorie ist die Benutzung des Marktes mit Kosten verbunden (Suchkosten, Verhandlungskosten, Sicherungskosten etc.). „Transaktionen finden statt, wenn ein Gut oder eine Leistung über eine technische Schnittstelle hinweg übertragen wird [...]“³⁷. Da die Koordination von Angebot und Nachfrage nicht nur über den Preismechanismus des Marktes (Kaufvertrag) funktioniert, sondern auch über Dienstverträge und Anweisungen, begründet der Transaktionskostenansatz die grundsätzliche Unterscheidung zwischen zwei institutionellen Arrangements, nämlich die des Marktes und die der Hierarchie. Weiter wird zwischen ex-ante Transaktionskosten (vor Vertragsabschluss) und ex-post Transaktionskosten (nach Vertragsabschluss) unterschieden (Abb. 3.).

Abbildung 3: Transaktionskostenarten

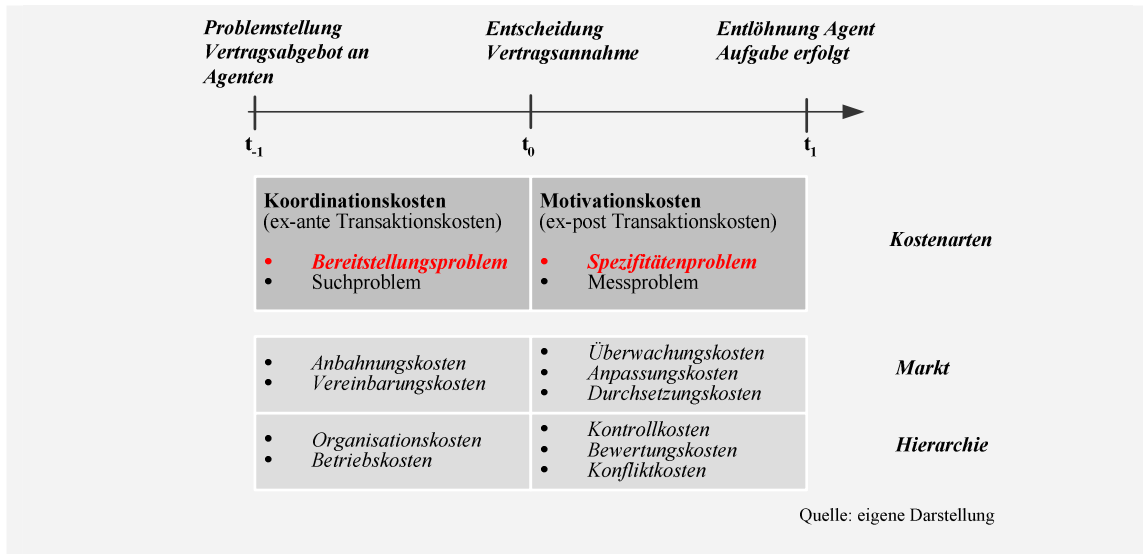
³³ Vgl. Richter / Furubotn (Neue Institutionenökonomik), S. 4ff

³⁴ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik,) S. 26f.

³⁵ Vgl. Richter / Furubotn (Neue Institutionenökonomik), S. 5ff

³⁶ Williamson in Göbel (Neue Institutionenökonomik,) S. 129.

³⁷ Göbel (Neue Institutionenökonomik,) S. 132



Transaktionen sind dann effizient, wenn die Akteure diejenigen Beherrschungs- und Überwachungssysteme wählen, die die geringsten Produktions- und Transaktionskosten aufweisen.

Unterschiede zwischen Transaktionen ergeben sich hauptsächlich im Hinblick auf drei Merkmale: Spezifität, Unsicherheit und Häufigkeit.³⁸

Spezifität bedeutet, dass dieser Faktor nicht einfach ausgetauscht werden kann. Sie beziehen sich auf Standort, Sachkapital, Humankapital und abnehmerspezifische Investitionen.

Transaktionen von Opportunity Funds sind hoch spezifisch, da sie standortgebunden sind, komplexe Verträge erstellt werden müssen, in denen nicht alle Details geregelt werden können (hold-up-Gefahr) und sachspezifisches Kapital in grossem Masse gebunden wird. Für die Erfüllung der spezifischen Aufgaben sind qualifizierte Mitarbeiter und Partner unverzichtbar, die das Problem der Humankapitalspezifität aufzeigen.

Die Unsicherheiten können in die Umweltunsicherheit (parametrische Unsicherheiten) und in die Verhaltensunsicherheit gegliedert werden. Opportunistische Investitionen unterliegen einer grossen Umweltkomplexität die durch dynamische Veränderungen und intransparente Marktstrukturen geprägt sind. Je höher die Unsicherheiten sind, desto höher sind auch Motivations- und Koordinationskosten.

Die Transaktionshäufigkeit bei Opportunity Funds ist durch die fehlende Fungibilität relativ gering. Je höher die Transaktionshäufigkeit, desto geringer werden die Transaktionskosten.

2.4.3 Verfügungsrechtsansatz (Property-Rights-Ansatz)

Der Verfügungsrechtsansatz untersucht die Auswirkungen verschiedener Verfügungsrechtspositionen auf das Verhalten der Individuen, denn es wird durch die Art der Verteilung der Verfügungsrechte kanalisiert. Es wird dabei vor allem das Motivationsproblem angesprochen, da der Nutzen einer Ressource davon abhängt, was mit dieser Ressource legitimerweise gemacht werden darf und welche Kosten für die

³⁸ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 139

Bestimmung, Durchsetzung und Übertragung entstehen. Die elementarste Form von Verfügungsrechten ist das Eigentum.³⁹ Man kann es als ein Bündel von Einzelrechten betrachten (Recht auf Gebrauch, Recht auf Nutzung, Recht auf Veränderung etc.). Gegenstand des Grundeigentums sind in der Schweiz die dinglichen Rechte. Dabei wird von der Vollherrschaft die Teilherrschaft unterschieden. Zur Vollherrschaft gehören das Alleineigentum, das gemeinschaftliche Eigentum und das Stockwerkeigentum als Sonderrecht. Teilherrschaftsrechte sind die beschränkten dinglichen Rechte wie Dienstbarkeiten. Verfügungsrechte lassen sich durch Verträge wandeln.

2.4.4 Principal-Agent-Ansatz (Agency-Theorie)

Gegenstand des Principal-Agent-Ansatzes sind die Artenteilung der Verfügungsrechte und die daraus resultierenden Probleme aus vertraglichen Schuldverhältnissen. Die Theorie geht von rationalen Wirtschaftssubjekten aus, die aber bspw. durch asymmetrische Informationen in ihrer Entscheidungsfindung eingeschränkt sind. Die Unterstellung des Opportunismus kann dazu führen, dass der Auftragnehmer (Agent) seinen Informationsvorsprung ausnutzt und Entscheidungen trifft, die nicht der Wohlfahrt des Auftraggebers (Principals), sondern vor allem seine eigene beeinflusst. Generell werden vier Typen von asymmetrischer Informationsverteilung unterschieden, nämlich hidden characteristics (verborgene Eigenschaften), hidden actions (verborgene Aktivitäten), hidden informations (verborgene Informationen) und hidden intentions (verborgene Absichten).⁴⁰

Insbesondere bei Hochrisikoinvestitionen treten, gegenüber relativ transparenten offenen Immobilienfonds, hohe Informationsineffizienzen auf. So können Investitions- und Exitzeitpunkte durch den Agenten manipuliert werden, um weiterhin Gebühren zu generieren. Meistens sind Opportunity Fonds in verschachtelten Holdingstrukturen organisiert, die auch bei einem negativen Verlauf des Investments für den Principal hohe Kosten verursachen.

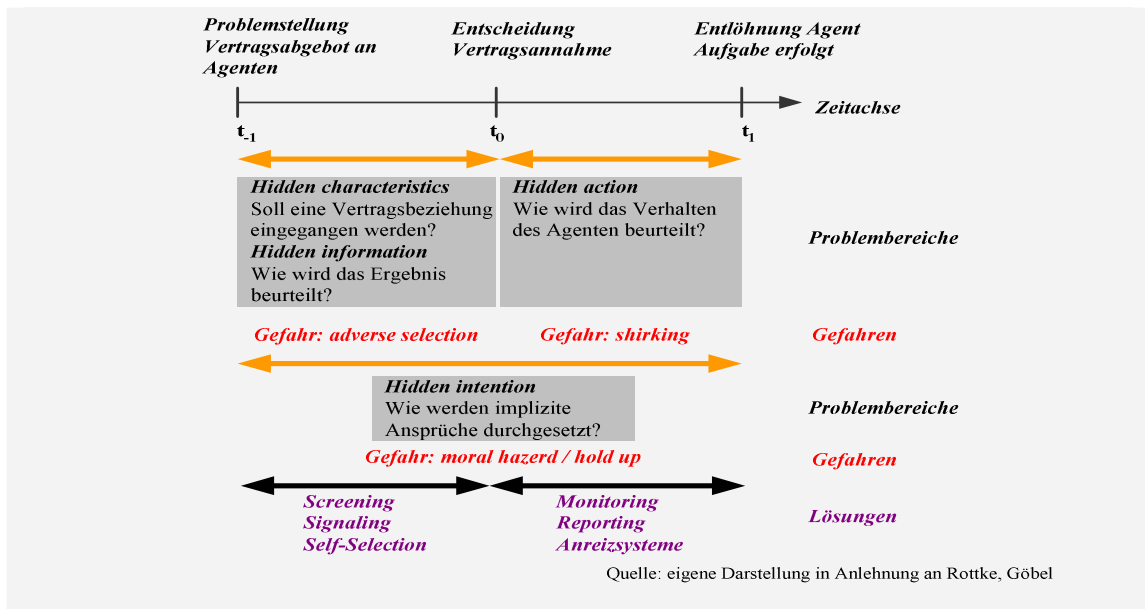
Unter Annahme der vier Grundproblemtypen asymmetrischer Informationsverteilung werden die Gefahren *advers selection* (Gefahr der schlechten Auswahl der Vertragspartner), *hold up* (durch Spezifität hervorgerufene Abhängigkeiten), *moral hazard* (moralisches Risiko des Agenten) und *shirking* („Drückebergerei“) abgeleitet (Abb. 2.).⁴¹ Die Beseitigung der auftretenden Probleme durch Senkung der Informationsasymmetrie, durch Schaffung von Vertrauen und durch Zielharmonisierung lässt Agenturkosten entstehen.

³⁹ Vgl. ZGB Art. 641 ff.

⁴⁰ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 101ff

⁴¹ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik,) S. 100ff.

Abbildung 4: Agency-Probleme, Gefahren und Lösungen

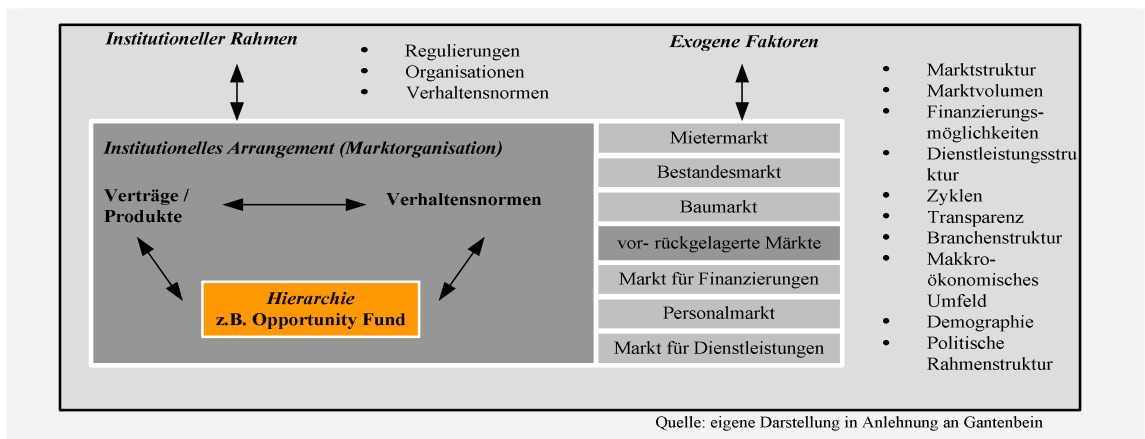


2.5 Transaktionsbeziehungen und ihre Dimension von Opportunity Funds

Investitionen von Opportunity Funds in Bestandesimmobilien sind geprägt von einer Vielzahl von Transaktionsbeziehungen. Sie unterscheiden sich wesentlich von Anlagetransaktionen wie Anleihen, Aktien oder Derivaten, da sie in unterschiedlichen Märkten und Marktsegmenten agieren (Abb. 4.) und durch hohe Transaktionskosten gekennzeichnet sind. Es werden Investments am Bestandesmarkt gekauft, Mieter akquiriert, Bauleistungen bezogen, aber auch Personal- sowie Finanz- und Dienstleistungen eingekauft.

Die Marktorganisationen sind als Antwort auf den institutionellen Rahmen zu verstehen, weil dadurch einerseits Einschränkungen, andererseits aber auch die rechtlichen und gesellschaftlichen Voraussetzungen für bestimmte Organisationsformen geschaffen werden.⁴² Beeinflusst werden sowohl der Rahmen wie auch die Arrangements durch die exogenen Faktoren.

Abbildung 5: Traktionsbeziehungen



⁴² Vgl. Gantenbein (Institutionen des ...), S. 28 f.

Aus Sicht der Transaktionskostentheorie ist es begründet, spezifische Investitionen über die Institution des Opportunity Funds zu vergeben, da dieser die Koordinationskosten senken kann. Als Finanzspezialist hat das Management meist Zugang zu günstigen Finanzierungen. Die Kooperation mit lokalen Partnern und weiteren Spezialisten ermöglicht eine adäquate Beurteilung der lokalen Märkte und das maximale Ausnutzen der Opportunitäten der Investments.

Im Folgenden (Tab. 1) werden die Transaktionskosten, die aus den verschiedenen Transaktionsbeziehungen entstehen qualitativ bewerte. Die Angaben können nur eine Grössenordnung darstellen, da die Kosten vom Kaufpreis, der Haltedauer, der Transaktionsart, dem Verschuldungsgrad und den föderalistischen Rahmenbedingungen im Schweizer Markt abhängen.

Tabelle 1: Transaktionskosten im Überblick

Kostenart	Beschreibung (nicht abschliessend)	in%	Bezugsrahmen
Koordinationskosten • Such- und Informationskosten • Entscheidungs- und Verhandlungskosten	Maklerkosten	1-3%	Kaufpreis
	Marktinformationen	0- 1%	Kaufpreis
	Reisekosten	-	je nach Investment
	Verhandlungskosten	-	Meetings etc.
	Vereinbarungskosten	-	Meetings etc.
	Entscheidungskosten	0.5-1%	Due Diligence etc.
	Verkaufskosten	1-1.5%	Kaufpreis
	Vermietungskosten	0-20%	Jahresnettomiete
	Personalrekrutierung	0-30%	Jahreslohn
Partnerrekrutierung	-	Meetings etc.	
Motivationskosten • Kontrollkosten • Durchsetzungskosten	Kontrollkosten	-	Mitarbeiterkosten
	Anpassungskosten	-	Gerichtskosten
	Schulungskosten	-	Gebühr und Opportunität
	Incentivekosten	-	Bonus Mitarbeiter
Explizite Kosten	Bankgebühren	ca. 1%	Darlehenssumme
	Grundbuchkosten	ca. 0.2%	Kaufpreis
	Notariatskosten	ca. 0.3%	Kaufpreis (ZH)
	Erwerbsteuer (Handänderungssteuer)	0.5-3%	Wert
	Grundstückgewinnsteuer	10-60%	Gewinn
Opportunitätskosten	Verlust durch schlechten Vertrag	-	-
Implizite Kosten	Illiquiditätsbedingte Einbussen	-	-

3 Grundlagen eines hochverzinslichen Anlagegefäßes

Das folgende Kapitel dient zur Systematisierung der Grundlagenkenntnis von hochverzinslichen nicht börsenkotierten Anlagegefäßen. Da sich Opportunity Funds im Spannungsfeld zwischen Finanz- und Immobilienmanagement bewegen, soll Kapitel 3. sowohl Aufschluss über die Struktur wie auch über die Strategien geben, die es ermöglichen, hohe Renditen zu generieren.

3.1 Definition und Begriffsabgrenzung

Das Spektrum nicht börsenkotierter Anlagegefäße kann anhand des Managementstils der Investitionen gegliedert werden. In dieser Arbeit wird die generelle Dreiteilung von INREV⁴³ (Tab. 2.) in „core“, „value added“ und „opportunity“ übernommen. Andere Autoren schlagen eine verfeinerte Gliederung vor, die aber im Grundsatz kongruent sind.⁴⁴ So wird z.B. das Development als eigener Managementstil betrachtet und eine Differenzierung zwischen „core“ und „core+“ vorgenommen.

Tabelle 2: Managementstil

	Core	Value added	Opportunity
Risiko / Renditeprofil	Gering	mittel	hoch
Angestrebte EK-IRR Verzinsung (%)	5-10	12-17.5	18-25
Kapitalmanagement	Eigenmittel	Eigenmittel Teilweise Fremdmittel	Fremdmittel Teilweise Eigenmittel
FK-Anteil	0 – 30 %	30 – 70 %	60 – 100 %
Haltedauer	Langfristig > 15 Jahre	Mittelfristig 7-15 Jahre	Kurzfristig 3-5 Jahre
Anteil Wertänderungsrendite am IRR⁴⁵	0 – 10%	10 – 30%	+50%

Opportunity Funds sind, ähnlich dem Industrie-Privat-Equity kaum fungibel und liquide.⁴⁶ Sie sind rein Rendite bezogen und investieren oft über die single asset class „Immobilien“ hinaus. Dementsprechend können sie als unternehmerische Immobilienvehikel bezeichnet werden, die in komplexen Situationen, in denen sich Manager herkömmlicher Anlageprodukte zurückhalten (u.U. durch regulatorische Bestimmungen), Angebot und Nachfrage in Übereinstimmung bringen.⁴⁷ Sie übernehmen so die Funktion des Marktmachers und erhöhen die Markteffizienz.⁴⁸

3.2 Renditeerwartung

Bei der vorrangigen Fokussierung auf die Rendite stellt sich nun die Frage nach der Höhe des Renditeanspruchs. Ein Kreditgeber muss einen Risikoaufschlag auf den

⁴³ Vgl. INREV (Vehicles Database), S. 4

⁴⁴ Vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 48; Murer (Klassifizierung ...), S. 15

⁴⁵ Vgl. Tiefengespräch vom 15.06.06 mit Herrn Nico Rottke, ebs Oestrich-Winkel

⁴⁶ Vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 42

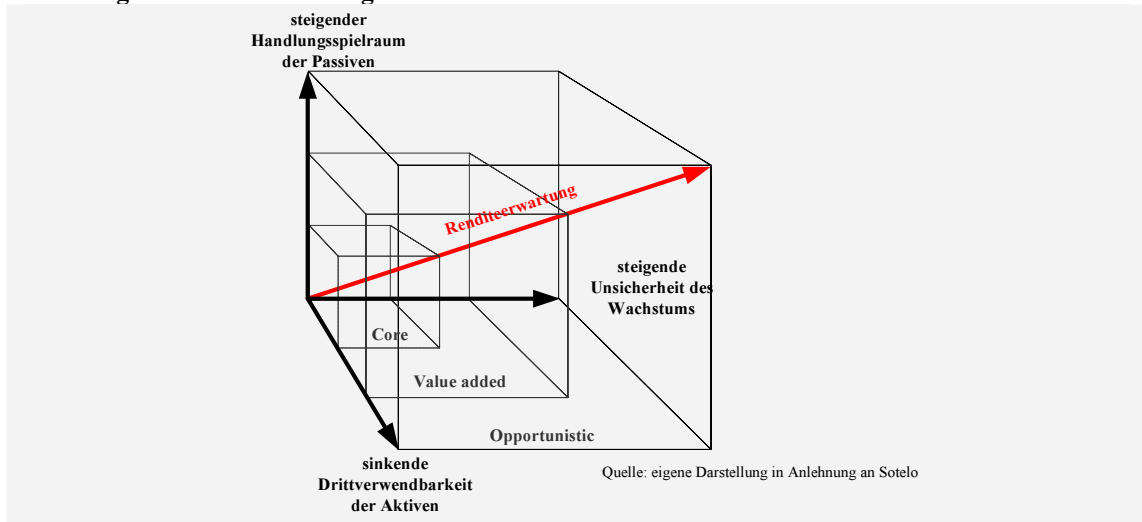
⁴⁷ Vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 57

⁴⁸ Vgl. Schulte (Hrsg.)/Bone-Winkel (Hrsg.) (Immobilien-Investitionen), S. 285

(sicheren) Zins vornehmen, um die positive Wahrscheinlichkeit des Kreditausfalls abzusichern.⁴⁹ Die setzt allerdings voraus, dass das Ausfallrisiko bekannt ist.

Im Gegensatz zum quantitativen Ansatz des CAPM⁵⁰, in dem versucht wird, risikobehaftete Anagemöglichkeiten (z.B. Immobilien AG's) im Kapitalmarkt zu bewerten, können Renditeansprüche von Investitionen in nicht börsennotierte indirekte Anlagen aus institutioneller Sichtweise betrachtet werden. Die qualitative Ableitung des Erwartungsanspruchs an die Eigenkapitalrendite erfolgt mit den Faktoren der Drittverwendbarkeit der Aktiven, des Handlungsspielraums der Passiven und der Unsicherheit des Wachstums (Abb. 6).⁵¹

Abbildung 6: Renditeerwartungen⁵²



3.2.1 Drittverwendbarkeit der Aktiven

Die auf Abruf bereitgestellten Mittel für opportunistische Investitionen können im Rahmen einer typologischen, regionalen und funktionalen Diversifikation (Abb. 19 im Anhang) investiert werden.⁵³ Je höher die Sach- und Standortspezifitäten einer Transaktion sind, desto höher ist das Risiko, steigende Transaktionskosten zu generieren, die durch Exitschwierigkeiten und Leerstände und den damit verbundenen Koordinations- und Motivationsproblemen entstehen. Die Transaktionskosten korrelieren direkt mit dem Spezifitätenproblem.⁵⁴ Je höher die Drittverwendbarkeit des Investments (Aktiva) ist, desto geringer fällt die Spezifität aus und die damit anfallenden Transaktionskosten.

3.2.2 Handlungsspielraum der Passiven

Nach dem Finanzierungspostulat von WILLIAMSON sind drittverwendungsfähige (unspezifische) Aktiva optimal mit Fremdkapital, nicht drittverwendungsfähige

⁴⁹ Vgl. Schmidt/Terberger (Grundzüge der ...), S. 244

⁵⁰ Weiterführende Literatur zur Betrachtung des Risiko-Rendite-Profiles für Immobilienanlagen und Immobilienportfolios vgl. Wellner (Entwicklung eines ...), S. 63 ff.; zum CAPM vgl. Zimmermann (Finance compact), S. 109

⁵¹ Sotelo stellt ein zweidimensionales Modell dar; vgl. Sotelo (REIT's)

⁵² Die Möglichkeit gewisser Korrelationen der drei Determinanten wurde in dieser Arbeit nicht weiter untersucht.

⁵³ Vgl. Wellner (Entwicklung eines ...), S. 146

⁵⁴ Siehe Kap. 2.4.4.

(spezifische) Aktiva mit Eigenkapital (Nicht-Fremdkapital) zu finanzieren. Dieser Denkansatz unterscheidet sich vom Irrelevanztheorem von MODIGLIANI und MILLER (MM-Theorem) wonach die Kapitalstruktur zwischen Eigenkapital und Fremdkapital von Unternehmungen in effizienten Märkten irrelevant ist. Die institutionelle Ausgestaltung der Finanzierung bestimmt die Einflussrechte und Anreize, die ihrerseits die Festlegung der Investitionspläne prägen.⁵⁵

Die Finanzierung einer Institution kann typischerweise als Aufteilung der Rechte von Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierungen begriffen werden. Die Regeln dieser Institution haben die Inhalte der Zahlungsansprüche, der Informationsrechte sowie der Kontroll- und Mitwirkungsrechte. Eigenkapital hat dabei die grösseren Informations- und Mitwirkungsrechte aber keine Zahlungsansprüche, Fremdkapital hingegen einen hohen Anspruch auf Zahlungen und wenig Informationsrechte.⁵⁶

Je nach Handlungsspielraum des Agenten in dieser Finanzierungsinstitution resultieren unterschiedliche Probleme aus den vertraglichen Schuldverhältnissen. Aus der Unterstellung des opportunistischen Verhaltens des Agenten und der Informationsasymmetrie resultieren für den Principal als originärer Investor insbesondere die ex-post Gefahren des hold-up (durch Spezifität hervorgerufene Abhängigkeiten) und des moral hazard (moralisches Risiko des Agenten). Die Ausprägung des Konfliktpotentials zwischen originärem Investor und Fonds Management hängt entscheidend von der Rechtsform des Anlagegefässes ab.⁵⁷ Die für jede Rechtsform unterschiedlichen Regelungen beeinflusst die Rechte und Pflichten der beteiligten Parteien in weiten Bereichen. Der Spielraum wird durch die Regulatoren des institutionellen Rahmes festgelegt. Dieser Spielraum kann als Drittverwendungsmöglichkeit der Passiven bezeichnet werden. Die Gesamtheit aller institutionellen Regelungen trägt entscheidend zur Regelung des Konfliktpotentials und den damit verbundenen Agency-Kosten bei.

Opportunistische Anlagevehikel, insbesondere die Fondslösungen, weisen meist eine strukturierte Finanzierung mit hohem Fremdkapitalanteil in verschiedenen Tranchen auf. 50 – 60 % werden über vorrangig gesicherte Hypotheken (Senior Loan) finanziert. Die zweite Tranche, das Junior Loan von 10 – 20%, ist nachrangig gesichert und daher höher verzinst. Mezzanine-Kapital ist das Bindeglied zwischen Fremdkapital und Eigenkapital. Da es nicht gesichert ist, wird eine höhere Verzinsung erwartet, meist in Verbindung mit einer Gewinnbeteiligung (equity kicker). Es dient zur Schliessung von Finanzierungslücken. Bei opportunistischen Investitionen wird das Eigenkapital oft als externes Eigenkapital, sog. Real-Estate-Private-Equity⁵⁸ eingebracht. Eigenkapital und das Private Equity sind Residualgrössen und werden erst nach Abzug aller Kosten bedient.

⁵⁵ Vgl. Schmidt/Terberger (Grundzüge der ...), S.454

⁵⁶ Vgl. Schmidt/Terberger (Grundzüge der ...), S.412

⁵⁷ Vgl. Schmidt/Terberger (Grundzüge der ...), S.440

⁵⁸ Zur Abgrenzung von Real Estate Private Equity vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 97 ff.

3.2.3 Unsicherheit des Wachstums

Im Gegensatz zu Bestandeshaltern, die cash-flow-bezogene Anlagen tätigen, generieren opportunistische Investments, je nach Transaktionsart einen Grossteil ihrer Rendite aus dem Wertzuwachs (Wertänderungsrendite⁵⁹). Die Betrachtung liegt also auf dem Total Return.⁶⁰ Durch die Kennzeichnung der Investitionen in ineffiziente Makro- und Mikrosituationen unterliegen sie einer grossen Unsicherheit.

Hier wird unterschieden zwischen der parametrischen Unsicherheit, welche das Eintreten unvorhersehbarer Umwelteinflüsse in der Zukunft beinhaltet und der Verhaltensunsicherheit, welche auf dem möglichen opportunistischen Verhalten der Vertragspartner basiert.⁶¹

Durch die komplexe Struktur der Immobilienmärkte und den dynamischen Veränderungen der einzelnen Sektore, die sich nicht konform zum Gesamtmarkt verhalten, gestaltet sich die Prognostizierbarkeit bspw. der Preise und der Vermietbarkeit schwierig. Es können Marktprognosen von Makler- oder Beratungsunternehmen opportunistisch geprägt sein, asymmetrische Informationen zwischen Verkäufer und Käufer bestehen oder lokale Partner (z.B. Entwickler, Verwalter) nicht im Sinne des Principals handeln. Alle diese Umstände erhöhen die Kosten und gefährden den Wertzuwachs. Dies kann als Unsicherheit des Wachstums bezeichnet werden.

3.3 Aufbau von Opportunity Funds

Bedient sich der finanzwirtschaftliche Sektor oft der neoklassischen Theorie der effizienten Märkte, in denen eine höhere Rendite nur durch höheres Marktrisiko erreicht werden kann,⁶² so muss die Berechtigung dieses Ansatzes in den überwiegend privaten Immobilienmärkten angezweifelt werden. Unter der Prämisse der beschränkten Rationalität⁶³ existieren in realen Märkten Investitionsmöglichkeiten, die weniger Risiken oder höhere Renditen versprechen als der Preis suggeriert. Eine systematische Überrendite⁶⁴ bedingt das Vorhandensein von besseren und früheren Informationen als der Markt. Um dies zu bewerkstelligen, besteht die Notwendigkeit, sowohl auf physische, humane und organisatorische Ressourcen (Ressource-based View) zurück greifen zu können. Um zeitnahe Investitionen zu tätigen und die Opportunität eines Investments ganzheitlich auszunutzen, sind flache Hierarchien, kurze Kommunikationswege und maximaler Handlungsspielraum zwingende Voraussetzungen. Es müssen die Fähigkeiten vorhanden sein, Institutionen für die Interaktion, Kommunikation und die Problemlösung aufzubauen (Capability-based View). Der Ressource Wissen kommt indes ein besondere Bedeutung zu. Prozessual betrachtet werden durch die Lokalisierung, Generierung, Nutzung, Transferierung und

⁵⁹ Vgl. Sal. Oppenheim (Immobilien - ...), S. 17; Wertänderungsrendite als Nettozuwachs des Verkehrswertes ausgedrückt in Prozenten des in der Periode durchschnittlich gebundenen Kapitals.

⁶⁰ Wertänderungsrendite zuzüglich Cash-Flow-Rendite

⁶¹ Vgl. Richter/Furubotn (Neue Institutionenökonomik) S. 500ff

⁶² Vgl. Zimmermann (Finance compact), S. 149ff

⁶³ D.h. der Preis in Immobilienmärkten widerspiegelt nicht zu jeder Zeit alle relevanten Informationen.

⁶⁴ Eine Überbewertung wird durch den α -Parameter bezeichnet; vgl. Zimmermann (Finance compact), S.

Sicherung von Wissen dauerhafte Wettbewerbsvorteile geschaffen (Knowledge-based View).⁶⁵

3.3.1 Rechtsform

Um hohe Risiken eingehen zu können und um einen möglichst hohen Handlungsspielraum zu erhalten, sind opportunistische Anlagegefäße so konstruiert, dass sie durch möglichst geringe staatliche Aufsichtskontrollen in gesetzlich nicht regulierten Beteiligungsformen investieren können. Die meisten europäischen Opportunity Funds werden in der Regel als Limited Partnerships (Kommanditgesellschaft) unter englischem Recht gegründet.⁶⁶ Die Vertretung nach aussen wird durch den General Partner vor Ort (Komplementär) wahrgenommen. Dieser ist zugleich persönlich haftender Gesellschafter mit seinem gesamten Vermögen. Die Investoren sind Limited Partner, die bis zur Höhe ihrer Kapitaleinlage haften. Die starke Verbreitung dieser Rechtsform ist auf steuerliche Vorteile zurück zu führen, da bei Einhaltung länderspezifischer Voraussetzungen nicht auf Unternehmensebene, sondern erst auf Investorenebene die Steuern anfallen. Aus denselben Gründen werden auch Vehikel über Luxemburg oder die Cayman – Island konstruiert.⁶⁷

3.3.2 Grundstruktur

Für den Aufbau von opportunistischen Anlagevehikeln lassen sich viele Gemeinsamkeiten mit dem Aufbau von Industrie–Private-Equity-Funds feststellen.⁶⁸ So beziehen sie ihr Kapital von mehreren Investoren, die organisatorisch nicht mit dem Fonds verbunden sind, und sie sind durch die Ausrichtung auf den Total Return wie die meisten Risikokapitalfond „self-liquidating“. Die Investoren verpflichten sich für einen beschränkten Zeitraum, eine bestimmte Menge Kapital zur Verfügung zu stellen, das bei Bedarf abgerufen werden kann. Erträge und Rückflüsse werden nach Ablauf der Investitionsphase nicht wieder investiert, sondern den Investoren ausgeschüttet. Der Fonds löst sich durch den Verkauf der Beteiligungsobjekte auf.

Die Grundform eines Opportunity Funds besteht aus Einheiten, die in Aussenwelt und die eigentliche Fondsgesellschaft abgegrenzt werden können. Die Fondsgesellschaft lässt sich wiederum in das Fondmanagement und die Kapitalsammelstelle für die Beteiligungen gliedern (Abb. 7). Die Organisation des Fondsmanagement zielt vor allem darauf ab, die Probleme, die aus der Principal–Agent–Beziehung sowohl innerhalb der Gesellschaft wie auch zu den Aussenbeziehungen (insb. dem originären Investor) entstehen zu minimieren. Das Fondsmanagement setzt sich zusammen aus dem lokalen Partner vor Ort, der für die Akquisition und das Asset Management die Verantwortung trägt, dem Beirat bestehend aus Gesandten der Investoren und weiteren Persönlichkeiten (advisory board), der rein beratend tätig ist, und dem Investment Committee, das für den Fonds die Kapitalakquisition betreibt. Dieses ist dem originären Investor zur Auskunft über sein Investment verpflichtet, bürgt mit Eigenkapital und

⁶⁵ Zu den strategischen Ansätzen zur Generierung einer Überrendite vgl. Müller-Stewensen (Strategisches Management), S. 356 ff.

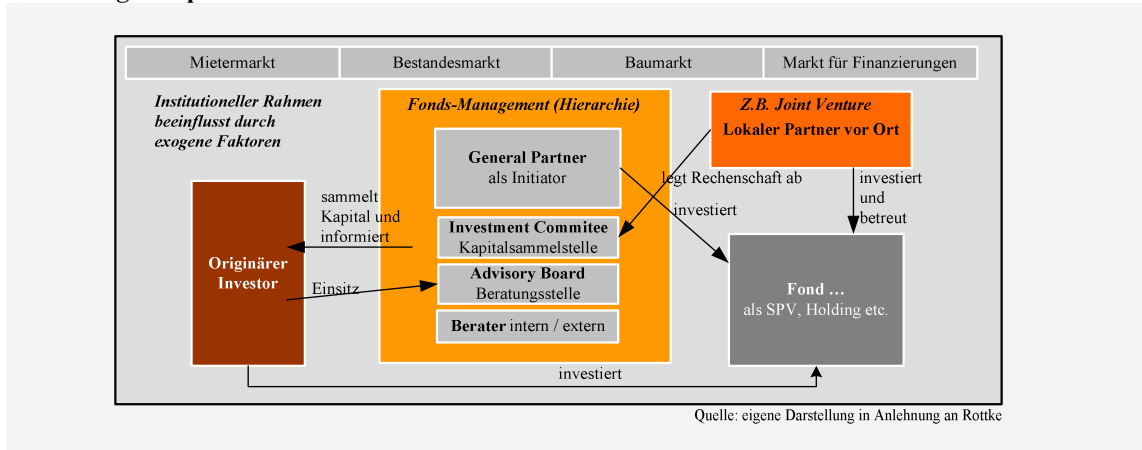
⁶⁶ Vgl. Murer (Klassifizierung ...), S. 11; auch Rottke (Investitionen mit ...), S. 85f.

⁶⁷ Vgl. Ernst & Young (Market Outlook), S. 12

⁶⁸ Vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 56

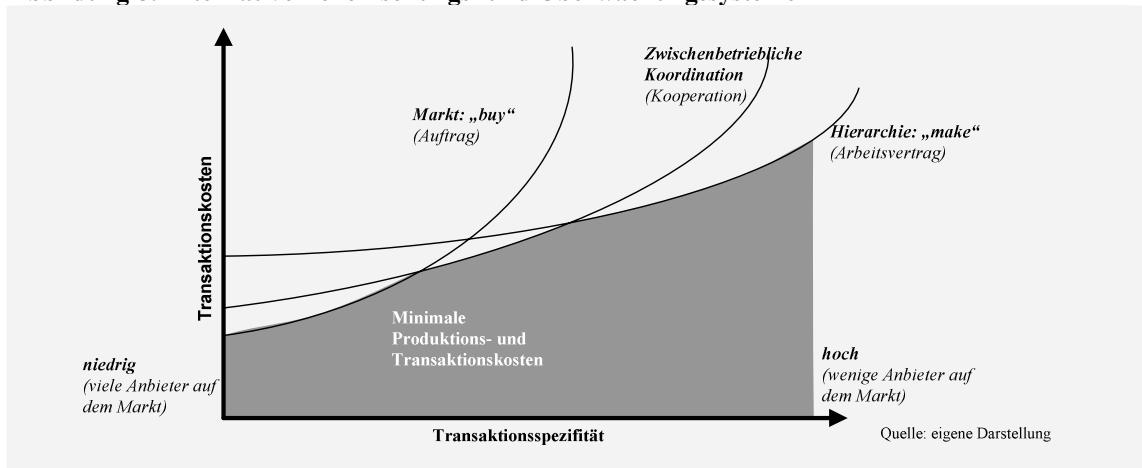
dient als Prüfstelle für den lokalen Partner vor Ort. Interne und externe Berater stehen für Finanz-, Rechts-, Technik- und Verwaltungsfragen zur Verfügung.⁶⁹

Abbildung 7: Operative Plattform



Eine tragende Rolle in dieser Organisation kommt dem lokalen Partner vor Ort zu, da er den endgültigen Entscheid über eine Investition tätigt, für Teile der Wertschöpfungskette verantwortlich ist und daher den zugrunde liegenden Leistungsprozess betreut. Die Zusammenarbeit zwischen Fondsmanagement und lokalem Partner vor Ort, als Principal-Agent-Beziehung, fordert je nach Transaktionsmerkmalen unterschiedliche Beherrschungs- und Überwachungssysteme, die sich hinsichtlich ihrer Anpassungsfähigkeit und den damit verbundenen Kosten unterscheiden (Abb. 8.). Verfügt der eruierte Zielmarkt über eine qualitativ und quantitativ hochwertige Struktur von Dienstleistern, die als lokale Partner ein lokales Asset Management anbieten, kann der Kontrollmechanismus des Marktes genutzt werden. Andernfalls sind die Beherrschungs- und Überwachungssysteme durch die Hierarchie, also einer vertikale Integration, zu lösen. Als hybride Formen kommen Joint-Venture-Partnerschaften mit geeigneten Unternehmen in Frage.⁷⁰

Abbildung 8: Alternative Beherrschungs- und Überwachungssysteme



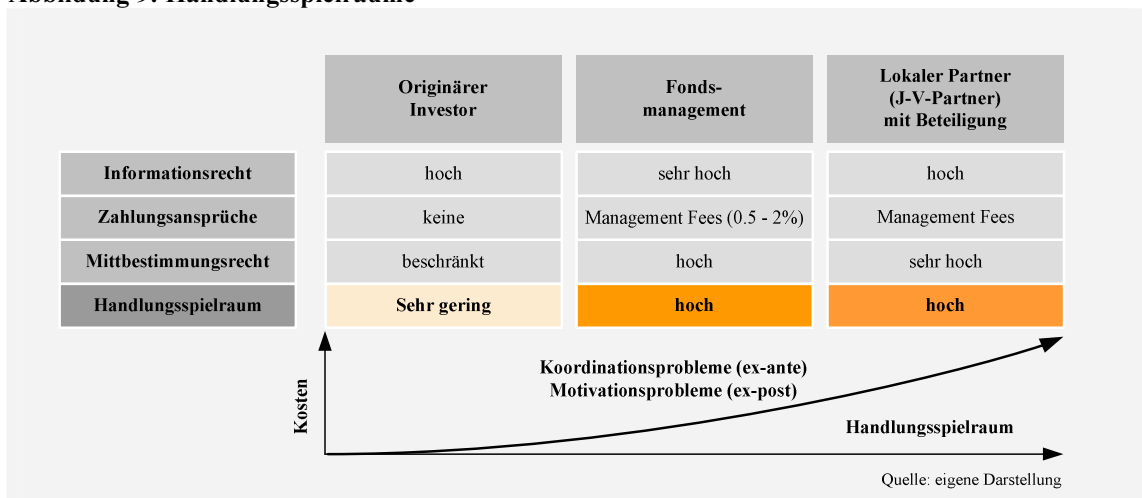
⁶⁹ Vgl. Schulte (Hrsg.)/ Bone-Winkel (Hrsg.) (Immobilien – Investition), S. 326 ff.

⁷⁰ Interview vom 09.06.06 mit Herrn Klaus Thomas, LaSalle Management; vgl. auch Rottke (Investitionen mit ...), S. 91

Im Gegensatz zu gezielten Objektplatzierungen werben Opportunity Funds als Agent Eigenkapitalverpflichtungen von Investoren als Principal nach dem „Blind-Pool-Prinzip“ ein. Der originäre Investor gewährt zum Zeitpunkt der Verpflichtung dem Fondmanagement die Vollmacht über den Einsatz seiner Mittel.⁷¹ Aus diesem Schuldverhältnis entsteht aber keine Gläubiger-Schuldner-Beziehung im Sinn einer Fremdkapitalfinanzierung, da der Investor keine erfolgsunabhängigen Zahlungsansprüche erwirbt. Es entsteht eine Manager-Eigner-Beziehung, in dem die Geschäftsführungsbefugnis des aussenstehenden Eigenkapitalgebers (Investors) an einen Fremdmanager oder Teileigner (Fonds und lokaler Partner vor Ort als Co-Investor) delegiert. Die Rechte der Investoren auf die aus dem Fonds fließenden Gewinne ist vom Recht, Entscheidungen zu fällen getrennt.⁷² Der Investor hat kaum die Möglichkeit zu prüfen, ob die Investition seinem Interesse dient, da letztlich keine wirkliche Kontrollmöglichkeit existiert.

Der asymmetrischen Informationsverteilung, entstehend durch die Handlungsspielräume in der Beziehungskette zwischen originärem Investor, Fondsmanagement und lokalem Partner vor Ort, sind Transaktionskosten senkende Institutionen entgegen zu setzen, die die Verhaltensweisen der beteiligten Individuen kanalisieren. Neben signaling (Eigenschaften glaubhaft signalisieren), screening (erlangen eines Bildes vom Agenten) und self selection (Bedingungen stellen) sind Anreize (Entlohnungssysteme etc.) und Kontrollsysteme (wie z.B. das advisory Board, Reportingstandards etc.) festzulegen.⁷³ Es zeigt sich in der Praxis der Trend, dass viele Investoren ihre Beteiligungen zunehmend bei Fondsgesellschaften mit hohem track record, ausgezeichneter Reputation und standardisierten Kontroll- und Berichterstattungsmechanismen tätigen.⁷⁴ In Abbildung 10 erfolgt eine qualitative Beschreibung der Handlungsspielräume der am Fonds beteiligten Beziehungskette.

Abbildung 9: Handlungsspielräume



⁷¹ Vgl. Schulte (Hrsg.)/ Bone-Winkel (Hrsg.) (Immobilien – Investition), S. 324 ff.

⁷² Vgl. Schmidt/Terberger (Grundzüge der ...), S. 438f.

⁷³ Zu einem anreizkompatiblen Beteiligungssystem zwischen originärem Investor und General Partner vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 235 ff.; auch Rottke (in Zeitschrift für ...), S. 14 ff.

⁷⁴ Zu den Faktoren im Wettbewerb um Investoren vgl. Murer (Klassifizierung ...), S. 71

Als Anreiz des Managements hat das Entlohnungssystem grossen Einfluss auf das Entscheidungsverhalten, da dieses auf die Sicherung und Maximierung seines Einkommens strebt.⁷⁵ Die jährlich fixe Managementgebühr beträgt in der Regel zwischen 0.5 und 2% des zugesagten Kapitals.⁷⁶ Zwischen originärem Investor und Fondmanagement wird üblicherweise eine Mindestverzinsung (hurdle rate) festgelegt, bis zu der ausschliesslich der Investor verdient. Über diese hurdle rate hinaus partizipieren der Fonds und ggf. der lokale Partner vor Ort überproportional zu ihrem Eigenkapitaleinsatz. In der Praxis beträgt die hurdle rate zwischen 8 bis 12%, die Partizipation ist meist im Verhältnis von 20 zu 80%.⁷⁷

Das folgende Beispiel soll exemplarisch die Gewinnverteilung anhand eines einfachen Beispiels aufzeigen:

Das Investitionsvolumen eines Opportunity Funds beträgt 100 Einheiten (E) bei einer Laufzeit von 5 Jahren und einem Fremdkapitalanteil von 90% (90 E) und einem Eigenkapitalanteil von 10% (10 E). Der originäre Investor und das Fondmanagement stellen zusammen 90% (9 E) des Eigenkapitals zur Verfügung, der lokale Partner vor Ort 10% (1 E). Das Fondmanagement investiert 10% der 9 E Eigenkapital, also 0.9 E, der originäre Investor 90%, also 8.1 E. Nach Auflösung des Fonds beträgt der Nettogewinn (Total Return) 10 E. Der lokale Partner vor Ort wird mit 12% (1.2 E) und der Investor und das Fondmanagement zusammen mit 88% (8.8 E) beteiligt. Zwischen Fondmanagement und Investor wurde eine Gewinnbeteiligung von 20 zu 80% vereinbart. Das ergibt folgendes Bild zu Gunsten des Fondsmanagements, das den höchsten Gewinn auf das eingesetzte Kapital erzielt :

Tabelle 3: Gewinnverteilung

	Eigenkapital (E)	ROE (E)	ROE % p.a.
Originärer Investor	8.1	7.04	$(7.04/8.1) \times 0.2 = 17 \%$
Fondmanagement	0.9	1.76	$(1.76/0.9) \times 0.2 = 39 \%$
Lokaler Partner	1.0	1.2	$(1.2/1.0) \times 0.2 = 24 \%$

Werden die Gewinnverteilungen (Tab. 3) der Akteure mit den Handlungsspielräumen (Abb. 10) verglichen, so wird festgestellt, dass sie negativ korrelieren. Der originäre Investor, der die kleinsten Handlungsspielräume besitzt und daraus die höchsten Kosten aus den Motivations- und Koordinationsproblemen trägt, wird am schlechtesten incentiviert. Das Fondmanagement erhält neben einer jährlichen Gebühr auch den proportional höchsten Gewinnanteil und nutzt als Intermediär die asymmetrische Informationsverteilung zu seinen Gunsten. Für Investoren stellt ein Opportunity Fund mit solchen Beteiligungsstrukturen ein kostenintensives Produkt dar.⁷⁸ Aus institutioneller Sichtweise müsste dieser Umstand zu einer Veränderung der Gewinnbeteiligungs- und ggf. der Partnerschaftsstruktur führen. Tatsächlich sind im Markt Tendenzen erkennbar, dass Joint-Venture-Partner von Opportunity Funds

⁷⁵ Vgl. Schmidt/Terberger (Grundzüge der ...), S. 440

⁷⁶ Ernst & Young (Market Outlook 2005), S. 10f.

⁷⁷ Zu den in der Praxis bestehenden Beteiligungsmodelle vgl. Lietz/PCA (The Lake Wobegon ...), S. 45; auch Ernst & Young (Market Outlook), S. 5; auch Rottke (Investitionen mit ...), S. 219

⁷⁸ Ob sich diese Beteiligungsformen auch in Zukunft durchsetzen lassen, wird von der Branchenstruktur der indirekten Immobilienanlagen abhängig sein.

vermehrt direkt mit dem originären Investor in Geschäftsbeziehungen treten, während umgekehrt Opportunity Funds zunehmend Strukturen schaffen, um das Asset Management im Rahmen einer vertikalen Integration durchzuführen.⁷⁹ In den USA sind zudem Bestrebungen seitens der originären Investoren zu beobachten, in dem sie sich zusammenschließen, um das Asset- und Investmentmanagement in eigener Regie zu übernehmen.⁸⁰

In der immobilienwirtschaftlichen Praxis bestehen neben der beschriebenen Fondslösung auch andere Ansätze für hochverzinsliche Anlagegefässe. So investieren grosse Muttergesellschaften ihre Überschüsse über eigene Finanztöchter u.a. in opportunistische Immobilieninvestments. Durch diese Unternehmenslösungen entstehen andere Anreizstrukturen, Kontroll- und Koordinationsmechanismen, da sich die Verhältnisse zu den Eigenkapitalgebern ändern.⁸¹

Im Gegensatz zu Wirtschaftsunternehmen, die ihre Leistungserstellung in der Regel in sich wiederholenden und standardisierten Routineprozesse abwickeln, leiten Opportunity Funds die Existenz aus ihren Innovationsprozessen ab. Durch die Charakteristik als zeitlich begrenztes Vorhaben, in risikoreichen und komplexen Umfeldern, mit im Laufe der Abwicklung sich ändernden organisatorischen Bedürfnissen, kann dieses Anlagegefäss als „Projekt“⁸² bezeichnet werden. Daher sind funktionale Organisationsstrukturen⁸³, die durch ihren hohen Koordinationsaufwand bei übergreifenden Entscheidungen gekennzeichnet sind, nicht geeignet. Um Schnittstellen zu reduzieren und um hohe horizontale Synergien zu realisieren, drängt sich eine Prozess- bez. Projektorganisation aus, die von einem Prozessverantwortlichen (process owner) geführt wird.⁸⁴

3.4 Wertschöpfung von Opportunity Funds

Ziel der Unternehmensführung von Opportunity Funds als Finanzintermediär ist die Generierung von überdurchschnittlichen hohen Renditen für das vom originären Investor eingesetzten Kapital. Durch die Nutzung der verfügbaren Ressourcen, die Fähigkeit des Fondsmanagements (insbesondere des lokalen Partners vor Ort) zur effektiven und effizienten Problemlösung und dem prozessualen Einsatz des Wissens soll eine vergleichsweise hohe Wertschöpfung generiert werden.

3.4.1 Primäraktivitäten

Die bekannteste und in der Praxis am weitesten verbreitete Darstellungsform des Wertschöpfungsprozesses ist die auf PORTER zurückführende Wertekette (value chain).⁸⁵ Dieses Wertschöpfungsmodell stellt die zentralen Aktivitäten eines Unternehmens in eine Abfolge. Dabei wird zwischen primären Aktivitäten wie Beschaffung, Produktion usw. sowie unterstützenden Aktivitäten wie die Bereitstellung der Unternehmensinfrastruktur, Technologieentwicklung usw. unterschieden. In Stab-

⁷⁹ Die Systeme des double Promote verringert die Zielrenditen für den Investor und schafft weitere Anreiz- und Kontrollprobleme.

⁸⁰ Vgl. Schulte (Hrsg.)/Bone-Winkel (Hrsg.) (Immobilien – Investitionen), S. 335

⁸¹ Vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 169

⁸² Zur Definition von Projekten vgl. Litke (Projektmanagement), S. 17

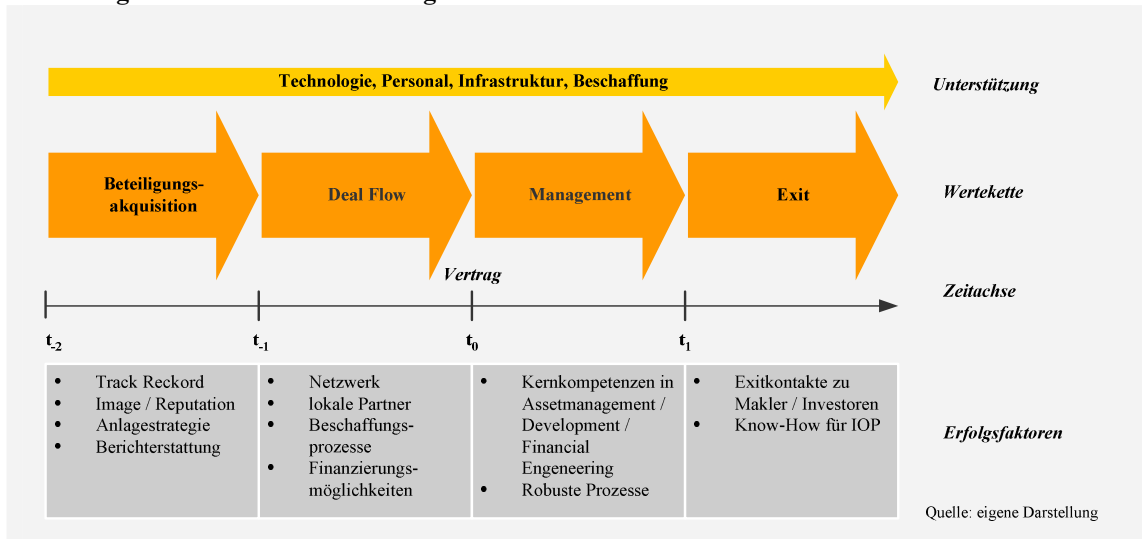
⁸³ Zu funktionalen Organisationsstrukturen vgl. Müller-Stewens (Strategisches ...), S. 447

⁸⁴ Vgl. Müller-Stewens (Strategisches ...), S. 450

⁸⁵ Vgl. Müller-Stewens (Strategisches ...), S. 375

Linien organisierten Unternehmen sind Wertekette und Aufbauorganisation meist nicht deckungsgleich.⁸⁶ Exemplarisch können für Opportunity Funds vier Primäraktivitäten festgestellt werden.⁸⁷ Die Stufen gliedern sich in die Kapitalakquisition (Fundraising), die Beteiligungsakquisition (Deal Flow), die Managementunterstützung und die Desinvestition (Exit) (Abb. 11). Je nach Zyklus der Branchenstruktur ändern sich sowohl die strategische Bedeutung wie auch die damit verbundenen Transaktionskosten der einzelnen Bausteine in der Wertekette.⁸⁸

Abbildung 10: Wertekette und Erfolgsfaktoren



Die Kapitalakquisition konzentriert sich vor allem auf Pensionskassen, Versicherungen und Kreditinstitute, aber auch auf Stiftungen und wohlhabende Privatpersonen.⁸⁹ Obwohl solche Institutionen grundsätzlich eher risikoavers handeln, liegt der Grund für das Investment in der Risiko reduzierenden Wirkung der Diversifikation ihrer Asset-Allokation. Für die Investoren sind vor allem der track record sowie das Image bez. Reputation des Fondsmanagements von Bedeutung.⁹⁰

Die Beteiligungsakquisition kann in die Anbahnung, Prüfung und den Abschluss von möglichen Investitionen in das ganze Anlagespektrum von Opportunity Funds gegliedert werden. Ebenfalls gehören Abklärungen (screening) über mögliche lokale Partner vor Ort in diese Stufe. Das Erreichen einer überdurchschnittlichen Rendite hängt nicht nur vom Management der Investition ab, sondern massgeblich von den Modalitäten der Akquisition.⁹¹ Da der Exit expliziter Bestandteil des opportunistischen Konzepts ist, sind bereits bei den Akquisitionen die entsprechenden Desinvestitions-

⁸⁶ Osretloh/Frost versucht mit einer Prozessorganisation eine solche Übereinstimmung zu fordern; vgl. Osterloh/Frost (Prozessmanagement ...), S. 27 ff.

⁸⁷ Rottke schlägt auf der Basis der gängigen Privat-Equity-Modelle sieben Wertschöpfungsstufen vor. Sie bilden eine etwas verfeinerte Betrachtungsweise; vgl. Rottke (Investitionen mit ...), S. 122

⁸⁸ Nach Angaben der Experten, fällt im heutigen Markt neben dem Management, dem Deal Flow die höchste strategische Bedeutung zu und verursacht auch die höchsten Transaktionskosten (insb. Suchproblematik). Für die Kapitalakquisition und die Auflösung der Portfolios ist die Verhandlungsmacht der Opportunity Funds relativ gross; Interview vom 09.06.06 mit Herrn Klaus Thomas, LaSalle Management.

⁸⁹ Vg. Lietz/PCA (The Lake Wobegon ...), S. 36

⁹⁰ Vgl. Murer (Klassifizierung ...), S.71

⁹¹ Interview vom 09.06.06 mit Herrn Klaus Thomas, LaSalle Management.

strategien und Businesspläne festzulegen. In dieser Phase entstehen hohe ex-ante Transaktionskosten (Bereitstellungs- und Suchprobleme). Geeignete Investments sind über das Netzwerk zu lokalisieren und zu prüfen (mehrstufige Due Diligence), Finanzierungen für Fremdkapital sind abzuklären, Businesspläne sind zu erstellen und lokale Partner sind auf ihre Beteiligungsfähigkeit zu prüfen. Die rechtlichen Rahmenbedingungen verursachen zudem erhebliche Kosten durch Gebühren, Steuern und Abgaben.

In der Phase der Managementsunterstützung werden anhand des Businessplans die Strategien, Konzepte und Exit-Planung umgesetzt. Es werden ggf. Portfolios restrukturiert und Objekte wieder marktfähig gemacht. Je nach Intensitätsgrad der Betreuung des Investments (hands-on- oder hands-off-funds) überwiegen die Managements- oder Kontrollfunktionen. Die strategische Bedeutung hängt daher sehr vom Businessplan und dem strategischen Konzept ab. In dieser Phase entstehen vor allem ex-post Transaktionskosten (Motivations- und Kontrollkosten), die durch die Überwachung, Kontrolle, Anpassung und Durchsetzung begründet sind. Es sind deshalb anreizkompatible Systeme sowohl zwischen originären Investoren und Fondsmanagement als auch zwischen Fondsmanagement und lokalen Partnern vor Ort, zu internalisieren, welche die Verminderung der asymmetrischen Information zum Ziel haben.

Die Desinvestition für die Realisierung der gewünschten Performance ist ein fester Bestandteil des Konzepts eines Opportunity Funds. Eine managementintensive Exitstrategie stellt der kleinteilige Verkauf von restrukturierten Portfolios oder Einzelobjekten dar. Als Abnehmer kommen dafür Finanzinvestoren, Fonds, Versicherungen oder auch Pensionskassen und Privatpersonen in Frage. Bei Verkauf von grossen Portfolios besteht die Gefahr, dass ein Portfolioabschlag in Kauf genommen werden muss. Weisen Portfolioteile oder einzelne Objekte eine besonders gute Entwicklung aus, so dass sich eine Halte-Strategie ergibt, bietet sich die Möglichkeit einer langfristigen Refinanzierung an. Das Objekt wird dann im Portfolio belassen. Innovative Exitoptionen bieten sich in Form von Securitisationen (Verbriefungen) an. Anstelle des Verkaufs von Immobilien werden Zahlungsansprüche verbrieft, um die Handelbarkeit dieser Fremdkapitaltranchen an den Kapitalmärkten zu schaffen.⁹² Gläubiger der verbrieften Forderungen ist nicht mehr die Bank, sondern eine im Kapitalmarkt refinanzierte Einzweckgesellschaft, deren Finanzierung in der Regel zunächst noch durch die Bank ausgerichtet ist. Dadurch wird lediglich das Risiko am Kapitalmarkt verkauft, denn die Refinanzierung verbleibt in der Bilanz der Bank (synthetische Verbriefung). In einer späteren Phase gehen die Aktivposten direkt an die Einzweckgesellschaft über. Um den Kaufpreis finanzieren zu können, vergibt die Einzweckgesellschaft am Kapitalmarkt Wertpapiere. Diese Struktur (True Sale) dient sowohl dem Risikotransfer wie auch der Refinanzierung.⁹³

⁹² Vgl. Gondring/Zoller/Dinauer (Real Estate Investment ...), S. 432

⁹³ Weiterführende Literatur zum Thema der Securitisationen vgl. Schulte (Hsgr.) et al. (Immobilien-Banking), S. 175 ff.; auch Gondrich/Zoller/Dinauer (Real Estate Investment ...), S. 431 ff.

Als weitere Option besteht die Möglichkeit eines Börsengangs (going public). Zur Zeit werden die meisten an der Schweizer Börse kotierten Immobiliengesellschaften mit einem Bonus zum Net Asset Value gehandelt.⁹⁴ Börsengänge sind aber teuer und müssen den Präferenzen der jeweiligen Marktsituation angepasst werden.

3.4.2 Unterstützungsaktivitäten

Der Opportunity Fund fokussiert sich auf den Erwerb und die Veräusserung von Immobilien(unternehmen) und wird durch die Unternehmensinfrastruktur unterstützt. Die Supportaktivitäten stiften dem Kunden zwar keinen unmittelbaren Nutzen, tragen aber zum strategischen Wettbewerbsvorteil der Hauptaktivitäten bei.⁹⁵ Technologische Entwicklungen, insbesondere die Bereitstellung von effizienter Software zur Steuerung und Kontrolle der Portfolios und der Cash Flows sind ebenso relevant wie eine qualifizierte Personalwirtschaft.

3.5 Wertschöpfungsstrategien eines Opportunity Funds

Auf der Basis der in Kap. 3.4 festgelegten Wertekette können Strategien zur Erlangung von Wettbewerbsvorteilen abgeleitet werden. Zur Systematisierung erfolgt die Gliederung in zeitpunkt- und zeitraumbezogene Strategien. Sowohl bei der Beteiligungsakquisition wie auch bei der Desinvestition kommen die zeitpunktbezogenen Strategien des Abschlagsgeschäfts und des Finanzmanagements zum Tragen. Der lokale Partner vor Ort versucht möglichst günstige Konditionen für den Kauf bzw. den Verkauf auszuhandeln. Notleidende Kredite, Portfolios oder Unternehmen sind mit einem möglichst hohen Discount einzukaufen oder möglichs über dem Marktwert zu verkaufen. Gleichzeitig wird versucht, optimal strukturierte Finanzierungen zu erhalten um den gewünschten Leverage-Effekt⁹⁶ zu ermöglichen. Zeitraumbezogene Strategien werden während der Haltedauer des Investments umgesetzt. Dabei stehen Performance Management, Development, Redevelopment oder Revitalisierungen im Vordergrund. Der Einsatz der jeweiligen Strategien ist von den dynamischen Veränderungen der Immobilienlebenszyklen, der Immobilienmarktzyklen und der Markt(in)transparenz sowie von statischen Ereignissen spezieller Einzeleffekte abhängig.⁹⁷

3.5.1 Strategie im Immobilienlebenszyklen

Die Strategien des Redevelopment / Development (Veränderungsmanagement) und des Performancemanagements (Bestandesmanagement) können klassischen phasenspezifischen Aspekten des Immobilienlebenszyklus zugeordnet werden.

(Re)Development kann im Laufe des Lebenszyklus einer Immobilie mehrfach angewendet werden und ist immer in Phasen der Umstrukturierungen notwendig. Eingeschränkte Nutzungsflexibilität, unprofessionelles Management, mangelnde Instandhaltung, aber auch exogene Einflüsse auf die Standortqualität können zu

⁹⁴ Vgl. Credit Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 54

⁹⁵ Vgl. Osterloh/Frost (Prozessmanagement ...), S. 37

⁹⁶ Falls die Gesamtkapitalrentabilität grösser ist als die Fremdkapitalverzinsung, erfolgt durch die Beschaffung von zusätzlichem Fremdkapital ein höherer Gewinn auf dem Eigenkapital

⁹⁷ Die statischen Sondereffekte beeinflussen die dynamischen Zyklen; sie sind daher also nicht korrelationsfrei. Je nach Ausprägung sind sie aber geeignet, um speziell ausgerichtete Strategien und Zeitpunkte zu wählen.

Leerständen führen. Es kommt zu sog. „Filtering-down“-Prozessen⁹⁸ bei denen die Bonität der Mieter immer schlechter wird und die sukzessive zu komplettem Leerstand führen. Ein Opportunity Funds erwirbt solche Liegenschaften mit dem entsprechenden Abschlag und repositioniert sie durch geeignete Entwicklungsmassnahmen am Markt.

Das Performancemanagement zielt hingegen auf die Optimierung des Cash Flows einer Immobilie im Bestand während der Nutzungsdauer. Meist sind kostensenkende Massnahmen schneller durchzusetzen als die Steigerung der Erträge. Je nach lokaler Gesetzgebung und Rechtsprechung ist die Durchsetzung von Mietzinserhöhungen ein langer Prozess.

(Re)Development und Performance Management sind nicht als überschneidungsfreie Strategien anzusehen, sondern ergänzen sich in den meisten Fällen.

3.5.2 Strategie der Immobilienmarktzyklen

Für die zeitpunktbezogenen Strategiebereiche des Abschlaggeschäftes („buy low sell high“) und des Finanzmanagements (Leverage – Effekt, Securitisationen) sind die Ausprägungen der Immobilienzyklen und der Marktvolatilitäten von grosser Relevanz.⁹⁹ Je volatiliter sich die Märkte verhalten, desto grösser sind die daraus entstehenden Gewinnchancen, aber auch die Risiken. Für Opportunity Funds ergeben sich in Phasen der Marktbereinigung und einer darauf folgenden Markterholung attraktive Wertschöpfungspotentiale (Abb. 11). Daraus folgend wird ein Grossteil des Erfolges bereits über den Ankaufszeitpunkt des Investments erreicht indem die Immobilienzyklen bewusst antizyklisch ausgenutzt werden.

Durch die beschränkte Rationalität der einzelnen Marktsubjekte und der Marktineffizienz bilden sich im Verlaufe der Immobilienzyklen Spekulationsblasen und andere Marktanomalien.¹⁰⁰ In solchen Fällen verlieren die Immobilienpreise die Verbindung zu den Fundamentalwerten (faire Value).¹⁰¹ Da Investoren die jüngste Vergangenheit stärker bewerten als weiter zurück liegende Ereignisse, wird der Markt schon nach einer kurzen Sequenz von guten bzw. schlechten Returns zu optimistisch bzw. pessimistisch beurteilt. Daraus folgt ein Über- oder Untersteuern der Marktpreise.¹⁰² Auf der Basis der Expertengespräche¹⁰³ konnte festgestellt werden, dass das mispricing vor allem für Immobilien in der Lebensphase der Umstrukturierung¹⁰⁴ in sinkenden Immobilienmarktzyklen gilt. Qualitativ hochwertige Investments zeigen einen deutlich geringeren Wertzerfall.¹⁰⁵ Durch diese Erkenntnis lässt sich mittels Zeitraum bezogenes aktives Management im Bereich des unteren Wendepunktes der Immobilienzyklen der Wert des Investments sowohl in der Marktbereinigung wie auch

⁹⁸ Zu „Filtering-down“-Prozess; vgl. Schulte (Hrsg.)/Bone-Winkel (Hrsg.) (Immobilien-Projektentwicklung), S.73

⁹⁹ Vgl. Rottke (Immobilienzyklen), S 92

¹⁰⁰ Vgl. Hens (Angewandte Psychologie ...), S. 1

¹⁰¹ Vgl. Shiller (in NZZ ...), S. 27

¹⁰² Vgl. Hens (Angewandte Psychologie ...), S. 2

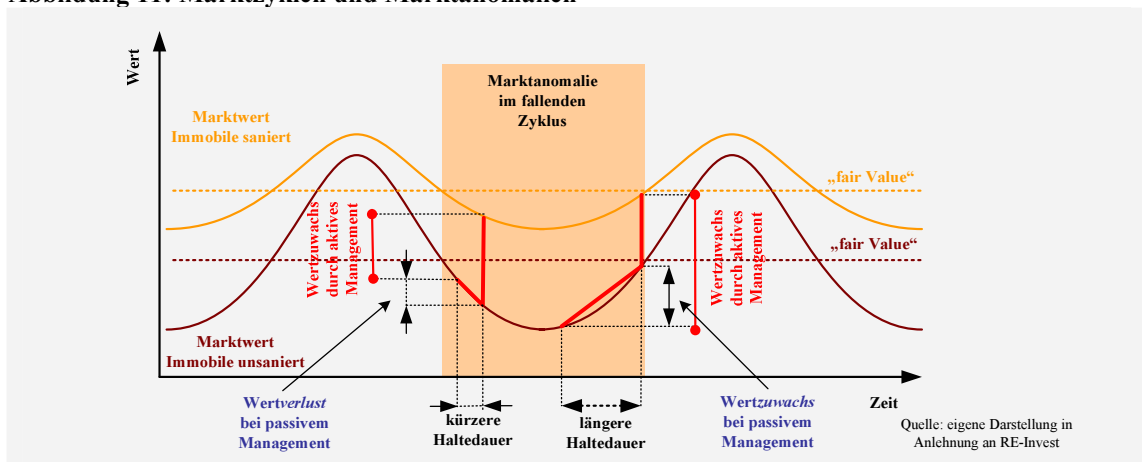
¹⁰³ Interview vom 11.07.06 mit Herrn Ruedi Isler, PSP Management AG; auch Interview vom 12.07.06 mit Herrn Beat Erni, PREIM AG

¹⁰⁴ Schlecht bewirtschaftete, baufällige Immobilien, mit ungenügender Mieterstruktur (Filtering-down).

¹⁰⁵ Wissenschaftliche Aufsätze zu diesem Thema konnten im Verlauf der Recherchen dieser Arbeit nicht gefunden werden. Daher kann die Aussage nicht überprüft werden und wird als Trendaussage bewertet.

in der Markterholung überproportional steigern. Liegenschaften in der Umstrukturierung können durch Redevelopment und Facilitymanagement als qualitativ hochwertige Objekte in den Markt zurückgeführt werden. Da in Phasen des rezessiven Niedergangs meist auch die Bauwirtschaft unter zerfallenden Preisen leidet, bestehen auch in dieser Zyklusphase attraktive Wertsteigerungsmöglichkeiten durch Redevelopment und Finanzmanagement. Massgebend zum Erfolg tragen die Haltedauer und der daraus entstehende Exitzeitpunkt bei. Gegenüber der Markterholung sind die Haltedauern im Marktniedergang tendenziell eher kürzer. Langfristig betrachtet kehrt der Markt aber wieder zum Trend zurück („in the long run we are all dead“¹⁰⁶)

Abbildung 11: Marktzyklen und Marktanomalien



Bei der Beschaffung von Fremdkapital herrscht das Problem des prozyklischen Verhaltens der meisten Finanzintermediäre vor. In konjunkturellen Baissen werden die Kredite der Banken verknappt und mit hohen Risikozuschlägen versehen. Die Ausnutzung des Leverage-Effekts wird schwieriger. Ein alternativer Finanzierungsweg erfolgt über die Beschaffung von Fremdkapital am Kapitalmarkt. In den USA und in Grossbritannien hat diesbezüglich eine Abkoppelung vom Bankenmarkt stattgefunden.¹⁰⁷

Marktzyklen und die Auswirkungen auf die Immobilienmarktsegmente lassen sich im Vier-Quadrantenmodell nach Wheaton darstellen. Im Anhang ist eine kurze Übersicht dargestellt (Abb. 20).

3.5.3 Markttransparenz

Markttransparenz bezeichnet in der Volkswirtschaft die Verfügbarkeit von Informationen in und über einen Markt. Je mehr Informationen über einen Markt vorliegen, umso transparenter ist er. Dies führt einerseits zu grösserem Vertrauen in die Märkte und zieht dadurch professionelle Investoren an, andererseits kann durch die Informationen das zyklische Verhalten besser beobachtet und analysiert werden.¹⁰⁸

Intransparenz hingegen wirkt sich dahingehend aus, dass das geringe Vertrauen in den Markt zu einer Erhöhung der Risikoprämie führt und durch die starke Informationsasymmetrie von Marktteilnehmern hohe Such- und Bereitstellungskosten

¹⁰⁶ Keynes, aus NZZ 28.07.01

¹⁰⁷ Vgl. Gondring/Zoller/Dinauer (Real Estate Investment ...), S.4

¹⁰⁸ Vgl. Wernecke/Rottke (Immobilienzyklen), S. 417

verursacht. Es entsteht eine pareto-ineffiziente Situation, die wohlfahrtstheoretisch suboptimal ist.¹⁰⁹

Opportunity Funds machen sich diese Umstände als Intermediär und als Marktmacher (Market Makers) zu Nutzen.¹¹⁰ Da sie als Käufer und Verkäufer mit einer beschränkten Haltedauer auftreten, tragen sie in einem illiquiden, regionalen, typologischen oder funktionalen Markt zur Steigerung der Effizienz bei.¹¹¹ Sie erhöhen das Vertrauen in die Märkte und senken somit die Risikoprämie zum Zeitpunkt des Exits.

3.5.4 Spezielle Einzeleffekte

Strategien können aber auch auf spezielle Einzeleffekte und einmalige Ereignisse, die sich auf das Angebot und die Nachfrage auswirken, ausgerichtet werden. Sie entstehen aus politischen, rechtlichen oder gesellschaftlichen Veränderungen, aber auch als Folge von Zufällen (externer Schock). So stiegen die Mietzinse für Büroimmobilien (an zentraler Lage) im Berliner Markt als Folge des Wiedervereinigungsbooms (1985 bis 1991) um 290%, um in den folgenden sechs Jahren wieder 45% nachzugeben.¹¹² Im Schweizer Markt dürfte ein solcher Effekt die Abschaffung der „Lex Koller“¹¹³ sein. Die Zulassung von ausländischen Investoren für den Wohnungsmarkt (als Renditeobjekte) dürfte durch die Erweiterung der Nachfrageseite die Preise kurzfristig in die Höhe treiben. Im Deutschen Markt könnte ein solcher Effekt die allfällige Einführung der REIT's sein. Es wird darüber diskutiert, wie attraktiv diese Erweiterung des Anlagespektrums der Anlageklasse Real Estate als Exitoption für Opportunity Funds sein wird.

3.6 Renditeentwicklung von Opportunity Funds

Die ersten Opportunity Funds, die in den frühen 90er investiert haben, konnten sehr gute Renditen erzielen, da sie in einer Marktperiode entstanden sind, welche durch grosse Ungleichgewichte gekennzeichnet war.¹¹⁴ Zum einen gab es nach dem Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarktes viele attraktive Investitionsmöglichkeiten. Zum anderen profitierten diese Fonds von der starken Erholung des Immobilienmarktes Mitte der 90er Jahre. Die ersten Opportunity Funds investierten hauptsächlich in den USA und konnten durch eine einfache „buy low sell high“-Strategie Renditen von weit über 20% erzielen, ohne aktiv in den Wertsteigerungsprozess einzugreifen. Die Umsetzung dieser Strategie wurde jedoch zunehmend schwieriger, so dass sich für Fondsmanager von Opportunity Funds Ende der 90er Jahre nur mehr Renditen von unter 11% generierten (Tab. 4).¹¹⁵

¹⁰⁹ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 45 ff.

¹¹⁰ Ein hoher Grad an Markttransparenz kann zu einer Disintermediation, d.h. dem Wegfall von Intermediären führen.

¹¹¹ Vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 156

¹¹² Vgl. Wernecke/Rottke (Immobilienzyklen), S. 74

¹¹³ Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland

¹¹⁴ Der Doppelkollaps (Saving and Loan Crisis) dauerte in den USA von 1998 bis ca. 1994

¹¹⁵ Vgl. Lietz/PCA (The Numbers behind ...), S. 35

Tabelle 4: Renditeentwicklung von Opportunity Funds¹¹⁶

IRR	bis 1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Maximum	36,8%	25,3 %	28,5 %	28,8 %	30,0 %	61,6 %	45,7%
Median	28,3 %	20,2 %	21,4 %	14,1 %	12,5 %	10,4 %	10,9%
Minimum	9,9 %	5,6 %	2,3 %	-20,3 %	-31,3 %	-0,4 %	-5,0 %

Eine Prognose der Renditen von REPE Fonds, die in den späten 90er Jahren aufgelegt wurden, fällt schwer, da viele Fonds noch keine Ausschüttungen getätigt haben, bzw. ihre Investitionsobjekte noch nicht vollständig verkauft haben. Zum heutigen Zeitpunkt ist jedoch schon absehbar, dass die meisten Fonds damit zu kämpfen haben, ihre versprochenen Renditeerwartungen zu erfüllen.¹¹⁷ Aus Tabelle 4 lässt sich auch erkennen, dass die Streuung der Renditen zwischen den verschiedenen Fonds sehr hoch ist, teilweise liegen die Unterschiede bei über 60%. Ein Vergleich der Ursachen der Renditeschwankungen zwischen den Opportunity Funds gestaltet sich schwierig, da sie unterschiedliche Investitionsphilosophien, Investitionsstrategien und Rendite-Risiko-Profile aufweisen. Investoren sollten deshalb Opportunity Funds danach beurteilen, ob diese ihre Renditeziele mit der versprochenen Strategie und dem versprochenen Fremdkapitalanteil erreichen können.

¹¹⁶ Die Berechnungsgrundlagen des IRR sind aus der Studie nicht ersichtlich, sie sind daher als relativ zu betrachten.

¹¹⁷ Vgl. Lietz/PCA (The Lake Wobegon ...), S. 23

4 Der Schweizer Immobilienmarkt

Nach der generellen Betrachtung der Opportunity Funds wird in diesem Kapitel der Fokus auf den Schweizer Immobilienmarkt gerichtet. Die Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Immobilie erschweren eine genaue, transparente Erfassung des Immobilienmarktes. MAIER definiert drei bestandesorientierte Segmente nämlich den Neubaumarkt als primären Sektor, den Bestandesmarkt als sekundären Sektor und den Mietermarkt als tertiären Sektor. In enger Verknüpfung zu diesen Marktsegmenten sind vorgelagerte Märkte für Entwicklungsdienstleistungen und verschiedene nachgelagerte Märkte für Bewirtschaftungs- und Consultingdienstleistungen angesiedelt.¹¹⁸

Im Hinblick auf die Marktfunktion haben Immobilienmärkte durch die Typologie des Gutes eine eigene Charakteristik. So ist das physische Angebot an Boden unelastisch. Steigende Bodenpreise führen nicht automatisch zu mehr Boden, da der Bestand an Boden nicht beliebig vermehrbar ist. Bei den Bauten ist das Angebot aber unter Berücksichtigung des zeitlichen Effekts (Time Lag¹¹⁹) mittelfristig durchaus elastisch. Anders verhält sich die Situation bei sinkenden Preisen, da durch die Dauerhaftigkeit der Immobilien kaum eine Reduktion des Angebots erfolgt. Die einzige Möglichkeit des Marktes zur Beseitigung des Angebotsüberhangs sind sinkende Preise. Auch die Nachfrage nach Immobilien ist kurzfristig unelastisch, da die Grundstücke für viele Unternehmen einen komplementären Produktionsfaktor darstellen.

In Immobilienmärkten wird nicht die physische Substanz transferiert, sondern nur die Verfügungsrechte in Form von Eigentums- und Nutzungsrechten.¹²⁰ Die Übertragung, Transformation und Durchsetzung dieser Verfügungsrechte ist in ineffizienten Märkten mit erheblichen Kosten verbunden. Auf Grund der relativ kurzen Haltedauer der Investments sind die Zielmärkte für opportunistische Investitionen hinsichtlich der kostenverursachenden Institutionen zu überprüfen (Abb. 12). Für die Analyse des Schweizer Immobilienmarktes stellen sich deshalb folgende zentralen Fragen:

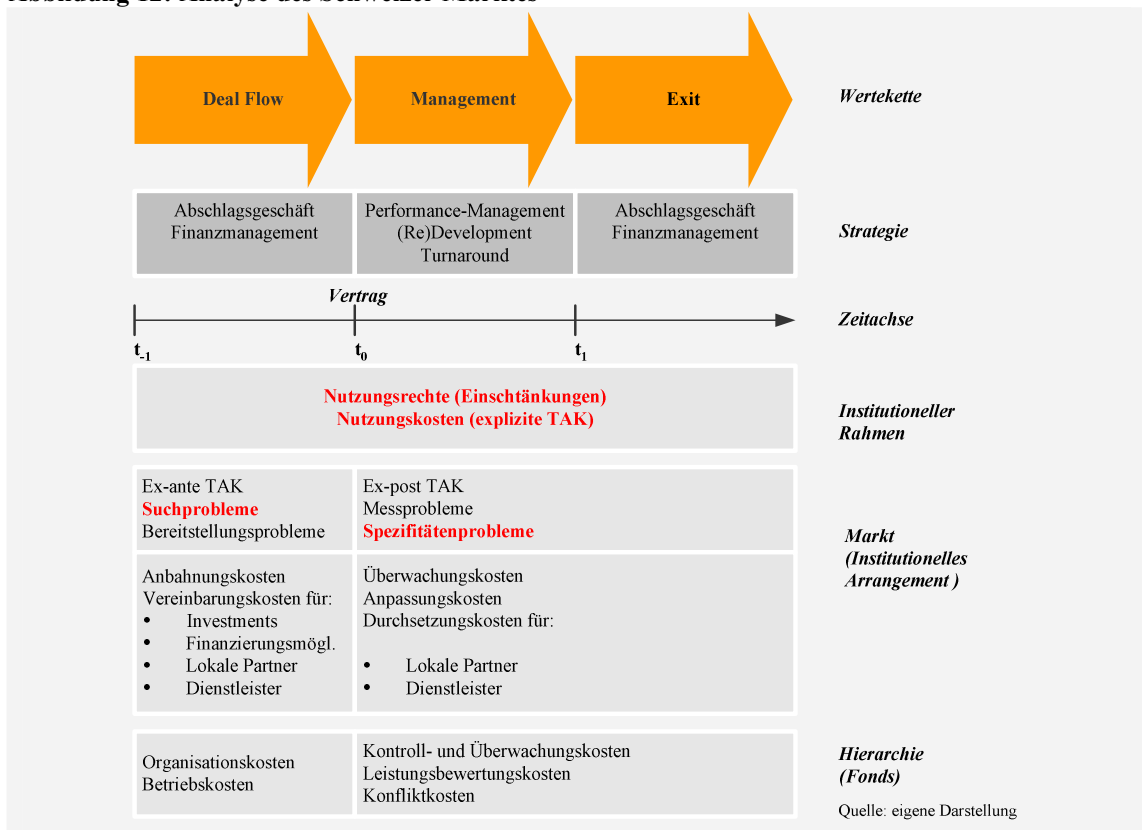
- *Welche institutionellen Rahmenbedingungen schränken die Verfügungsrechte ein?*
- *Welche expliziten Transaktionskosten entstehen für die Nutzung, Übertragung und Durchsetzung der Verfügungsrechte?*
- *Welche Transaktionskosten entstehen für die Benutzung des Marktes aufgrund der Such- und Spezifitätenprobleme?*
- *Welches sind die kostenrelevanten Faktoren der Bereitstellungs- und Messprobleme aus der Beziehung zwischen dem Management, den lokalen Partnern und Dienstleistern?*

¹¹⁸ Vgl. Maier (Risikomanagement im ...), S. 52 ff.

¹¹⁹ Zu den verschiedenen Gruppen der Time Legs vgl. Wernecke/Rottke (Immobilienzyklen), S. 52 ff.

¹²⁰ Vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 35

Abbildung 12: Analyse des Schweizer Marktes



4.1 Übertragung der Verfügungsrechte

Als Verfügungsrecht gilt jede Art von Berechtigung, über Ressourcen (materielle oder immaterielle) zu verfügen, sei es von Gesetzes wegen aus Vertrag oder aufgrund sozialer Verpflichtungen. Durch Gesetze und Erlasse werden die Verfügungsrechte an einer Ressource zum Teil erheblich eingeschränkt. Der Nutzen der Ressource hängt also zum einen davon ab, was man mit dieser Ressource legitimerweise machen darf (Nutzungsrechte) und zum anderen, welche Kosten für die Bestimmung, Durchsetzung und Übertragung der Rechte entstehen (Nutzungskosten).¹²¹

Privatrechtliche Eigentumsübertragungen von Immobilien bedürfen zu ihrer Verbindlichkeit eines gültigen Rechtsgrundes und der Eintragung ins Grundbuch. Die Gültigkeit erlangt der Rechtsgrund erst bei der Erfüllung bestimmter Formvorschriften. Im Falle des Grundstückkaufs ist hierfür eine öffentliche Beurkundung erforderlich.

4.1.1 Einschränkung der Verfügungsrechte durch den institutionellen Rahmen

Die Regulierungen, Organisationen und das Verhalten des institutionellen Rahmens und die Wirkung auf die institutionellen Arrangements im Schweizer Immobilienmarkt sind vor allem durch die föderalistischen Strukturen des Staatswesens und kleinräumliche Struktur des Marktes geprägt.

Die Schweiz besteht aus 26 politisch mit grosser Selbständigkeit ausgestatteten Kantonen. Art. 3 der Bundesverfassung schreibt: „Die Kantone sind souverän, soweit ihre Souveränität nicht durch die Bundesverfassung beschränkt ist; sie üben alle Rechte

¹²¹ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 69

*aus, die nicht dem Bund übertragen sind*¹²². Dieses föderalistische Prinzip führt dazu, dass jeder Kanton über eigene demokratische Institutionen wie Kantonsverfassungen, Kantonsparlament, Kantonsregierung und kantonale Gerichte verfügt. Wo immer möglich bestehen kantonale gesetzliche Regelungen.

Bis heute werden die kantonalen Kompetenzen je nach politischer Couleur vehement verteidigt. Wo die Unterschiede der kantonalen Systeme stark störenden Einfluss ausüben, wird zuerst eine Lösung über die Konkordanz¹²³ gesucht, bevor ein Bundesgesetz erlassen wird. Es entsteht ein Geflecht von Gesetzen, Verordnungen und Erlassen mit regional unterschiedlichen Hoheits- und Durchsetzungsansprüchen, die die Regulierung der Immobilien- und Grundstücksmärkte beeinflussen.

In Tabelle 11 im Anhang ist eine Übersicht über die wichtigsten Regulierungen des institutionellen Rahmens dargestellt. Die Wichtigsten werden in der Folge kurz erläutert:

Bundesgesetz für den Erwerb von Grundstücken durch Personen aus dem Ausland (Lex Koller)

Am 1. Oktober 1997 wurde die „Lex Friedrich“ (Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen aus dem Ausland) durch die „Lex Koller“ ersetzt. Vor dem Hintergrund der Immobilienkrise und der langanhaltenden wirtschaftlichen Stagnation ging das Verfahren politisch unspektakulär über die Bühne. Die wesentlichsten Änderungen bestehen darin, dass nunmehr der Erwerb von Grundstücken (und Immobilien) durch Ausländer bewilligungsfrei möglich ist, wenn sich die Nutzung auf Industrie-, Gewerbe- oder Dienstleistungsbetriebe beschränkt. Die Befreiung von der Bewilligungspflicht gilt auch für den Erwerb zum Zwecke der reinen Kapitalanlage. Weiterhin bewilligungspflichtig bleiben der Erwerb und Handel von Wohnbauten, der spekulative Erwerb von unüberbauten Grundstücken sowie von Anteilen an Wohnimmobiliengesellschaften. Schwierig wird die Beurteilung bei sogenannten gemischten Immobiliengesellschaften, die sowohl kommerzielle genutzte Liegenschaften, Wohnliegenschaften oder unüberbaute Grundstücke besitzen. Im Zuge des bilateralen Abkommens zum Personenverkehr zwischen der Schweiz und der EU ergeben sich zwei Anpassungen:

Erstens sind Angehörige der EU-Staaten, die in der Schweiz einen Wohnsitz haben, bei jeglichem Erwerb von Grundstücken von der Bewilligungspflicht zu befreien. Sie gelten somit nicht mehr als Personen aus dem Ausland.

Zweitens haben EU-Angehörige, die als Grenzgänger in der Schweiz arbeiten, Anrecht auf einen bewilligungsfreien Erwerb einer Zweitwohnung, jedoch nicht einer Ferienwohnung.

Seit der in Krafttretung der „Lex Friedrich“ am 01. Januar 1985 wurde diese verschiedentlich angepasst und jede Revision brachte stets Lockerungen mit sich. Die jüngsten Änderungen sind eine Verdoppelung der zulässigen Wohnflächen für Ferienwohnungen sowie die Abschaffung von börsenkotierten Anteilen an Immobiliengesellschaften.

¹²² Bundesverfassung (BV) Art. 3 von 1998

¹²³ Von den Kantonsregierungen ausgehandelter Vertrag.

In der Botschaft vom 03. Mai 2003 hat der Bundesrat angekündigt, dem Parlament eine Vorlage zu unterbreiten, um die „Lex Koller“ noch in der Legislaturperiode 03/07 abzuschaffen.¹²⁴

Erlangung des Baurechts

In einer Umfrage der Konjunkturforschung Basel AG (BAK) wird die Qualität des Standortfaktors Baubewilligungsverfahren in der Schweiz lediglich als knapp genügend beurteilt. Ausserdem wurden die Baubewilligungsverfahren in allen Vergleichsländern und -regionen – mit Ausnahme von Japan – besser als in der Schweiz eingeschätzt. In jedem Kanton wird grundsätzlich ein anderes Baubewilligungsverfahren angewandt.

Falls die Bewilligung erteilt wird, kann von den Einspracheberechtigten ein Rekurs eingereicht werden. Wird die Bewilligung nicht erteilt, kann der Bauherr gegen diesen Entscheid rekurrieren. Als zusätzliche Besonderheit kann das Verbandsbeschwerderecht betrachtet werden. Dieses ermöglicht den einzelnen Verbänden die Rekursmöglichkeit unter dem Gesichtspunkt des Natur- und Heimatschutzes.¹²⁵ Nach dem Zufallbringen von einigen Grossprojekten (z.B. Stadion Letzipark in Zürich) wird dieses Recht kontrovers diskutiert.

Wesentliche Unterschiede zwischen den Kantonen bestehen hinsichtlich der entscheidungsbefugten Ebene (Kanton oder Gemeinde, d.h. zentral oder dezentral), der Fristen sowie der Einspracheberechtigten und -möglichkeiten. Die Dauer eines ordentlichen Baubewilligungsverfahrens liegt je nach Kanton zwischen 3 und 18 Wochen (Mittelwert: 9 Wochen). Deutlich länger sind Baugesuche hängig, die von einer Umweltverträglichkeitsprüfung (UVP¹²⁶) betroffen sind. Hier ist je nach Kanton mit einer Bearbeitungszeit zwischen 6 und 36 Wochen (Mittelwert: 17 Wochen) zu rechnen.

Miet- und Pachtrecht

Das Mietrecht ist in seinen wesentlichen Inhalten 30 Jahre alt. Obwohl eine Revision im Jahre 1990 verschiedene, vor allem formelle Neuerungen brachte, hat auch das seitherige Recht weder die Mieter- noch Vermieterseite je richtig befriedigt. Beide haben immer wieder Änderungen angestrebt. Dabei standen die Regeln zur Anpassung der Mietzinse und der Schutz vor missbräuchlichen Forderungen im Vordergrund.

Der jüngste Versuch zur Änderung des Mietrechts stellte die im Jahre 1997 eingereichte Volksinitiative des Schweizerischen Mieterinnen- und Mieterverbandes dar. Ihr Hauptanliegen bestand darin, für die Mietzinsanpassungen nicht mehr auf die punktuelle Veränderung des variablen Hypothekarzinsatzes, sondern auf den geglätteten Durchschnittssatz einer Periode von 5 Jahren abzustellen. Zudem sah die Initiative beim Kündigungsschutz, bei den Nebenkosten und der Handänderung von Liegenschaften Verbesserungen zugunsten der Mieterschaft vor.

Volk und Stände haben die Initiative bei der Abstimmung vom 18. Mai 2003 mit deutlichen Mehrheiten abgelehnt. Sie sind der Auffassung von Bundesrat und Parlament

¹²⁴ Vgl. Pressemitteilung vom 03. Mai 2003 der Bundesbehörde der Schweizerischen Eidgenossenschaft

¹²⁵ Vgl. Bundesgesetz über den Natur- und Heimatschutz (HNG) Art. 12 Abs. 1

¹²⁶ Anlagen, welche die Umwelt erheblich belasten können, bedürfen zu ihrer Planung, Errichtung und Änderung einer Umweltverträglichkeitsprüfung. Art. 9 USG

gefolgt, dass auch eine Glättung des Hypothekarzinssatzes das grundsätzliche Problem der Verknüpfung von Hypothekar- und Mietzins nicht löst und dass weitere Einschränkungen bei der Mietzinsgestaltung sowie die Verstärkung des Kündigungsschutzes abzulehnen sind. Eine Annahme der Initiative hätte die wesentlichen Nachteile des heutigen Rechts nicht beseitigt. Das Mietrecht wäre noch komplizierter geworden und Investitionen in den Wohnungsbau wären wohl nicht gefördert worden.

Im Mietrecht sind praktisch alle Bestimmungen mindestens einseitig zugunsten des Mieters zwingender Natur. Zudem erlassen die Kantone zusätzlich Bestimmungen und Verordnungen, die die Verfügungsrechte einschränken. So wurde im Kanton Waadt bspw. das Gesetz betreffend Niederreißen, Umwandeln und Renovieren von Wohnhäusern (LDTR) erlassen, die eine Bewilligung für Restrukturierungen von Wohnraum verlangt. Bewilligungen werden nur aus Sicherheitsgründen, im Rahmen der Gesundheitsförderung und aus einem generellen Interesse erteilt.¹²⁷

4.1.2 Kosten der Übertragung

Kosten, die für die Bestimmung, Durchsetzung und Übertragung der Verfügungsrechte (explizite Transaktionskosten) entstehen, sind schwer quantifizierbar, da sie vom Kaufpreis, der Haltedauer, dem Standort etc. abhängig sind und vor allem aus steuerlicher Sicht entstehen (Tab. 5 zeigt einen internationalen Vergleich.)

Die Akteure im schweizerischen Immobilienmarkt sind mit verschiedenen Steuerarten und Hoheitsträgern konfrontiert. Grundsätzlich können dabei die bei Besitz relevanten sowie die bei einer Handänderung anfallenden Steuern unterschieden werden. Bei juristischen Personen fallen die finanziellen Nettoerträge aus Liegenschaften unter die Ertragssteuer. Das Immobilienvermögen fällt unter die Kapitalsteuer, die je nach Gemeinde und Kanton unterschiedlich hoch ausfällt. Eine partielle Vermögenssteuer stellt schliesslich die Liegenschaftssteuer (auch Grund- oder Grundstücksteuer genannt) dar, welche auf den Bruttowert des Grundstücks, respektive der Immobilie erhoben wird. Es handelt sich dabei um eine kantonale und kommunale Steuer, der Bund und vier weitere Kantone kennen diese Steuer nicht. Vierzehn Kantone kennen eine Liegenschaftssteuer im eigentlichen Sinn, während drei weitere diese nur bei gewissen Kategorien juristischer Personen erheben, welche normalerweise von den direkten Steuern der Kantone und Gemeinden befreit sind. Zwölf Kantone kennen sogenannte Minimalsteuern auf Liegenschaftenbesitz, die nur zur Anwendung gelangen, wenn sie höher als die Gewinn- und Kapitalsteuer liegen. Zu den beim Kauf bzw. Verkauf von Immobilien und Grundstücken anfallenden Steuern gehört die Handänderungssteuer. Es handelt sich dabei um eine kantonale – vereinzelt auch kommunale – Steuer. In einer Mehrzahl der Kantone ist die Abgabe vom Erwerber zu entrichten, wobei in Einzelfällen der Veräusserer solidarisch haftet. Die steuerliche Belastung beträgt heute in den meisten Kantonen und Gemeinden 1 bis 3% des Kaufpreises. Von der Handänderungssteuer zu unterscheiden ist die Grundstückgewinnsteuer. Voraussetzung dieser Steuer ist einerseits eine Handänderung und andererseits das Vorliegen eines Gewinns. 12 Kantone wenden bei juristischen Personen eine exklusive Sondersteuer an,

¹²⁷ Vertiefende Literatur zum Mietrecht vgl. Ziller/Jakob (Mietrecht) u.a.

während die übrigen Kantone und der Bund die Grundstückgewinne im Rahmen der ordentlichen Einkommens- und Gewinnsteuer erfassen. In Bezug auf die Höhe des Gewinns kennt die Mehrheit der Kantone mit Sondersteuer einen progressiven Tarif, der überdies mit Zuschlägen für eine kurze und Abschlägen für eine lange Besizedauer versehen ist. Die sich ergebende Belastung liegt normalerweise zwischen 10 und 60% des Veräußerungsgewinns.¹²⁸

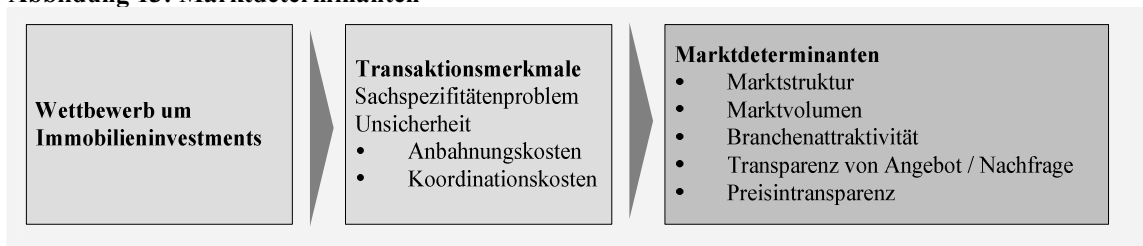
Tabelle 5: Explizite Transaktionskosten im internationalen Vergleich¹²⁹

	Deutschland	Frankreich	Niederlande	USA	Schweiz ¹³⁰
TAK	ca. 4.5%	ca. 8.5%	ca. 6%	ca. 5%	ca. 4%
Makler	ca. 3-6%	ca. 7-8%	ca. 2-2.5%	Ca. 1-10%	ca. 1-5%
Total	ca. 10%	ca. 16%	ca. 8%	ca. 12%	ca. 6%

4.2 Institutionelle Arrangements im Bestandesmarkt

Im Gegensatz zu effizienten Märkten auf der Basis des neoklassischen Ansatzes, existieren im realen Schweizer Immobilienmarkt verschiedene Intransparenzen und Unvollständigkeiten der institutionellen Arrangements, welche für die Akteure zu Transaktionskosten führen. Transaktionssenkende Institutionen sind daher der Wettbewerb am Immobilieninvestmentmarkt, der Wettbewerb um lokale Partner, Dienstleister und Management sowie der Wettbewerb um Finanzierungsmöglichkeiten. Der Wettbewerb am Investitionsmarkt stellt dabei die stärkste Form möglicher Transaktionskosten verursachenden Quellen dar, denn bei ineffizienter Produktion und inakzeptablen Marktpreisen für das produzierte Gut kann ein Unternehmen im Wettbewerb nicht bestehen. Da Opportunity Funds ihre Investments nach relativ kurzer Haltedauer wieder am Markt platzieren, sind die entsprechenden Marktdeterminanten, die vor allem das Sachspezifitätenproblem betreffen genauer zu untersuchen. (Abb. 13)

Abbildung 13: Marktdeterminanten



4.2.1 Marktstruktur

Die geographischen Verhältnisse und die natürlichen Produktionsbedingungen prägen über die Beeinflussung des Migrationverhaltens das Geschehen auf dem Immobilienmarkt entscheidend. Als kleines Binnenland muss sich die Schweiz mit immer neuen politischen Herausforderungen auseinandersetzen. Zum einen hat ihr Charakter als Alpenland zu einer Segmentierung des Raums und zur Entstehung einer Vielzahl kleiner Gemeinden beigetragen, für deren Überleben ein organisiertes

¹²⁸ Für einen präzisierenden Einblick in die Grundstückgewinnsteuer vgl. Eidg. Steuerverwaltung (Kurzüberblick über...), www.estv.admin.ch/data/ist/d/dossier/d18.pdf abgerufen 17.05.06

¹²⁹ Die Totalkosten sind äusserst schwer abzuschätzen und werden von vielen Faktoren beeinflusst. Die Tabelle soll eine ungefähre Grössenordnung vermitteln; vgl. auch Gantenbein (Die Institutionen ...), S. 225

¹³⁰ Ohne Grundstückgewinnsteuer.

Zusammenleben unabdingbare Voraussetzung war. Das historisch-konservative Bewusstsein der Schweiz kann verstanden werden als Streben nach Stabilität bewährter Koordinationsmechanismen. Aus der hierfür notwendigen Sicherung der Unabhängigkeit lässt sich überdies das föderalistische System begründen, welches eine Bündelung der Kräfte für gemeinsame Zwecke bei gleichzeitiger Wahrung der eigenen Identität erlaubt.¹³¹

Zum anderen kennt die Schweiz bis heute keine eigentlichen Grossstädte. Sie präsentiert sich vielmehr als zusammenhängendes Netzwerk von verstäderten Gebieten, sog. Metropolitan Regionen, die aus einzelnen Stadtkonglomeraten (Abb. 21 im Anhang.) bestehen.¹³²

Drei Viertel aller Bewohner leben heute in Agglomerationsgebieten. Diese erstrecken sich weit ins Umland hinaus und sind von schwach besiedelten Gebieten mit ausgedehnten Einfamilienhaussiedlungen, unstrukturierten Industrie- und Gewerbe-zonen, Einkaufszentren und Erlebnisparks umgeben.¹³³ In den Agglomerationen konzentriert sich die wirtschaftliche Tätigkeit, denn 82% aller Arbeitsplätze sind hier angesiedelt.¹³⁴ Die zunehmende Verstädterung ist eine Folge des gesellschaftlichen Wandels hin zur Dienstleistungsgesellschaft.

4.2.2 Marktvolumen

Der Versicherungswert der Gebäude inkl. Grundstücke in der Schweiz wird heute auf CHF 1'600 Mrd. geschätzt. Dieser Wert muss als untere Grenze betrachtet werden. Auf der Basis des Substanzwertes oder der Hypothekarausleiherung berechnete Schätzwerte liegen dagegen zwischen CHF 2'300 und 2'800 Mrd.¹³⁵ Im Jahr 1996 haben Liegenschaften im Wert von rund 45 Mrd. CHF den Besitzer gewechselt, so dass die Transaktionen einen Anteil von 2-3% am Bestand aufgewiesen haben dürften.¹³⁶ Der schweizerische Gebäudepark teilt sich grob in folgende Nutzungszwecke auf: Mit 47% machen die reinen Wohngebäude anteilmässig etwa die Hälfte des schweizerischen Gebäudebestandes aus, während Wohn- und Geschäftshäuser einen Anteil von 12% aufweisen. Bei den Nichtwohngebäuden beanspruchen Büro-, Verwaltungsgebäude und öffentliche Bauten sowie Industrie-, Handels- und Gewerbebauten je einen Anteil von 14% am Assekuranzwert. Je nach wirtschaftlicher Struktur weichen die einzelnen Schweizer Kantone hinsichtlich ihrer Anteile an den verschiedenen Gebäudekategorien stark von den schweizerischen Mittelwerten ab; die reinen Wohngebäude sind jedoch in allen Kantonen die anteilmässig grösste Gebäudekategorie. Der weitaus grösste Teil des schweizerischen Gebäude- (86.5%) und Wohnungsbestandes (68.8%) befindet sich im Besitz von Privatpersonen. Die Bau- und Immobiliengesellschaften verfügen über 2.2% des schweizerischen Gebäudebestandes. Da ein grösserer Anteil dieses Eigentübertypus weniger am Eigentum von Immobilien an sich interessiert ist, sondern

¹³¹ Vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 63

¹³² Vgl. Bundesamt für Raumentwicklung (Raumentwicklungsbericht 2005), S. 3

¹³³ Vgl. Bundesamt für Raumentwicklung (Raumentwicklungsbericht 2005), S. 3

¹³⁴ Vgl. Bundesamt für Raumentwicklung (Raumentwicklungsbericht 2005), S. 4

¹³⁵ Auf ca. CHF 1'300 Mrd. wird der Wert des Wohnungsbaus geschätzt; vgl. Wüest&Partner (Immo-Monitoring 2000), S. 3

¹³⁶ Vgl. Credit-Suisse (Der Schweizer ...2000), S. 5

diese im Rahmen seiner Tätigkeit (Bau und Erneuerung von Wohnungen, Immobilienhandel etc.) einsetzt, liegt die durchschnittliche Besitzdauer unterhalb jener der anderen Eigentübertypen. Die Versicherungen, Immobilienfonds und Personalvorsorgestiftungen zählen zur Gruppe der institutionellen Anleger. Sie verfügen zusammen über 2.7% aller Gebäude und 10.7% aller Wohnungen in der Schweiz. In der Kategorie “Andere” sind die öffentliche Hand, Genossenschaften, Stiftungen und Vereine zusammengefasst.¹³⁷

4.2.3 Branchenstruktur

Um die Attraktivität einer Branche zu analysieren, entwickelte PORTER in den 80er Jahren das Modell der fünf Wettbewerbskräfte, das auf der Grundannahme basiert, dass die Performance einer Unternehmung auf dem Zusammenspiel zwischen der Macht der Lieferanten und Abnehmer, der Bedrohung durch neue Wettbewerber und Substitutionsprodukte sowie auf der Rivalität unter den etablierten Wettbewerbern beruht.¹³⁸ Branchenstrukturen verändern sich durch den dynamischen Wandel der beeinflussenden Umweltfaktoren und den daraus abgeleiteten Wettbewerbsstrategien. In der folgenden Tabelle 6 wird Porters Strukturanalyse mit einem theoretischen Immobilienzyklus¹³⁹ im Bestandesmarkt für Immobilienpreise überlagert.

Tabelle 6: Branchenstruktur

	Markt- bereinigung	Stabilisierung (untere Wende)	Expansion	Überbauung (obere Wende)
Potentielle Investoren (Wettbewerber) Banken, Versicherungen Ausländische Investoren	Unsicherheit und Risiko als Barrieren	Viele neue Wettbewerber	Eintritt nur unter günstigen Kosten- bedingungen	Eintritt ist unattraktiver
Verhandlungsmacht der Verkäufer (Lieferanten) Eigentümer Generalunternehmer Projektentwickler	gering	gering aber ansteigend	Hoch	sehr hoch, aber abnehmend
Verhandlungsmacht der Käufer (Abnehmer) Pensionskassen, Institutionelle Anleger	hoch	sehr hoch aber abnehmend	Gering	sehr gering, aber ansteigend
Bedrohung durch Alter- nativprodukte Aktien, Obligationen	abnehmend	gering aber zunehmend	Hoch	sehr hoch, aber abnehmend
Rivalität unter den etablierten Investoren	gering, da grosse Ungewissheit	gering aber ansteigend	Hoch	hoch, aber abnehmend, da Ungewissheit

Nach übereinstimmenden Aussagen der Experten besteht im Schweizer Immobilienbestandesmarkt zur Zeit ein grosser Wettbewerb unter den etablierten Investoren wie Fonds, Anlagestiftungen und Gesellschaften um Investmentmöglichkeiten.¹⁴⁰ Gemäss einer Studie der Credit-Suisse werden die grossen Institutionellen Anleger im Rahmen der Asset-Allokation ihre Engagement in der

¹³⁷ Vgl. Credit-Suisse (Der Schweizer ... 2000), S. 5f.

¹³⁸ Vgl. Kotler/Bliemel (Marketing- ...), S. 665 ff.

¹³⁹ Zum Mechanismus der Zyklen; vgl. Wernecke/Rottke (Immobilienzyklen), S. 79 ff.

¹⁴⁰ Hierzu vgl. Kap. 5.2.1.

Anlageklasse Real Estate noch merklich verstärken. Von durchschnittlich 15.6% soll, je nach Modell, ein Anteil von 20 bis 30% erreicht werden.¹⁴¹ Zusätzlich drängen ausländische Investoren auf den Markt für Bestandesobjekte. Durch die grosse Verhandlungsmacht der Verkäufer müssten, aus der Theorie der effizienten Märkte, die Preise auf Kosten der Renditen steigen.¹⁴²

4.2.4 Transparenz von Angebot und Nachfrage

Die Intransparenz des Angebots ist dafür verantwortlich, dass je Transaktion nur eine begrenzte Auswahl von Tauschpartnern existiert. Das Pricing, das sich nicht nach der optimalen Nutzung richtet, sondern nur nach den in einem engen Zeitfenster verfügbaren Akteuren, ist ineffizient. Selbst innerhalb dieser engen Auswahl ist es aber keinesfalls so, dass automatisch der höchste Preis erzielt wird, denn der Anbieter kennt die individuelle Zahlungsbereitschaft der Kaufinteressenten nicht. Bei einem bestimmten Preis wird er zustimmen, dann nämlich, wenn er die Kosten und Gefahren weiteren Zuwartens höher einschätzt als die Möglichkeit eines Zusatzgewinns. Die Nachfrageintransparenz führt nicht nur zu falschem Pricing sondern auch zu falschem Informationsgehalt. Verschlechtert sich die Einschätzung der Nachfrager bezüglich Immobilien gibt es mangels Termingeschäfte und Leerverkäufen¹⁴³ keine Möglichkeit, diese Informationen am Markt zu beobachten.¹⁴⁴

Die starke Verbreitung des Internets hat dazu geführt, dass sich im Laufe der letzten Jahre online Börsen entwickelt haben. Dabei dominieren die Angebote im Wohnimmobilienbereich. Weitere Institutionen, die die Markttransparenz fördern sind z.B. Immobilienmessen und Branchenevents. In Tabelle 20 sind die wichtigsten Online-Marktplätze aufgeführt.

4.2.5 Preistransparenz

Jedes Grundstück und jede Liegenschaft verfügt über eine Vielzahl sich gegenseitig beeinflussender Eigenschaften. Der Preisfindung geht somit eine aufwendige individuelle Beurteilung voraus. Selbst unter genauen Merkmalkenntnissen sind Analogieschlüsse nur begrenzt möglich.¹⁴⁵ Jede Immobilie ist daher ein Unikat, welches auf einem eigenen Markt bewertet werden müsste. Die Qualität der Bausubstanz, Nutzung und Unterhalt lassen sich nur bedingt aus den Preisen ablesen. Ein solcher Markt ist informationsineffizient.¹⁴⁶

Erst in jüngster Zeit bieten einzelne Unternehmen (IAZI, Wüest&Partner, ZKB) auf der Basis von erfassten und ausgewerteten Transaktionsdaten einzelne Indizes an, die sich aber nur auf wenige Segmente des Marktes ausrichten. Öffentlich zugängliche

¹⁴¹ Vgl. Credit-Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 61

¹⁴² Der Frage der Preisentwicklung im Schweizer Markt wird im Rahmen der Thesen in Kap.5.2.1. vertieft nachgegangen

¹⁴³ Zu Termingeschäften und Leerverkäufen; vgl. Müller-Möhl (Optionen und ...), S. 81

¹⁴⁴ Vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 130 ff

¹⁴⁵ Die hedonische Bewertung erlaubt die Schätzung des Preises auf der Basis der durchschnittlichen Zahlungsbereitschaft der Marktteilnehmer. Da dieser Methode echte Transaktionsdaten zu Grunde liegen, eignet sie sich vorwiegend für liquide, transparente Marktsegmente. Für illiquide Segmente fehlt die Datenbasis.

¹⁴⁶ Vgl. Gantenbein Die Institutionen des ...), S. 40

Transaktionsdaten sind nur erhältlich, wenn die Transaktion im Rahmen des ab 01. Januar 2005 in Kraft gesetzten Fusionsgesetzes getätigt wurde.¹⁴⁷ Zur Annäherung des Schätzwertes an den Marktwert befinden sich verschiedene Bewertungsmethoden im Umlauf. Obwohl sich die Discounted Cash Flow Methode (dynamische Ertragswertmethode) langsam als Standard etablierten konnte, sind die Sachwertverfahren (Realwertmethode), die statischen Ertragswertmethoden und die Vergleichswertverfahren immer noch weit verbreitet. Die aus der unterschiedlichen Umsetzung der Wertermittlungsmethoden grossen Preisspielräume erschweren nicht nur den Akteuren, Investitions- und Desinvestitionsentscheide zu treffen und umzusetzen, sondern auch eine möglichst angepasste Finanzierung durch die Kreditinstitute zu erhalten.

Da es für Immobilien keinen organisierten Markt gibt, auf dem die Güter täglich bewertet werden und aus welchem sich die Preise ablesen lassen, fehlt auch die Möglichkeit zur genauen periodischen Wertermittlung für Preisvergleiche und Performancemessungen. Zu welchem Preis eine Liegenschaft veräussert werden könnte, ergibt sich erst aufgrund des tatsächlichen Verkaufs.

4.3 Institutionen der Managementleistung

Das Management des Opportunity Funds kann in die strategische Investmentebene und die operative Objektebene gegliedert werden (Abb. 14). Aus der speziellen Charakteristik des Gefässes (Kap. 2.), spielt die Portfoliomanagement nur eine untergeordnete Rolle.¹⁴⁸ Opportunity Funds suchen nicht die Balance zwischen den Erträgen und den damit verbundenen Risiken von Immobilienanlageentscheiden für ein ganzes Portfolio, sondern nur die reine Opportunität der einzelnen Investments.

Der Schweizer Immobilienmarkt verfügt über eine Vielzahl von Institutionen, die entweder als Service-Developer, Trade-Developer oder als GU-Developer aber auch als Dienstleister für Immobilienmanagement für die Kooperation mit einem Opportunity Fund auf der strategischen Ebene in Frage kämen (Tab. 14 bis 16 im Anhang). Sie entwickeln Immobilienstrategien, auch für Dritte, verfügen meist über ausgezeichnete Marktkenntnisse in ihren Segmenten und wären auch befähigt mit Eigenkapitaleinlagen die entsprechenden Risiken zu übernehmen. Von wenigen Ausnahmen abgesehen (z.B. Intershop Holding AG) werden aber vor allem „Core-Strategien“ umgesetzt, um die Objekte im eigenen Bestand zu halten („buy and hold“) oder an dritte Bestandeshalter zu veräussern. Den Verhaltensnormen des Schweizer Marktes entsprechend, fehlt daher vielen Managern die Erfahrung im Umgang mit opportunistischen Investitionsstrategien, da die zentrale Institution im Schweizer Immobilienmarkt immer noch der Immobilientreuhänder ist.¹⁴⁹ Durch die Humanspezifität und die geringe Häufigkeit erhöhen sich daher die Transaktionskosten.

Für die Managementunterstützung auf der operativen Ebene haben sich am Schweizer Immobilienmarkt eine Vielzahl von Bewirtschaftungs- und Dienstleistungsunternehmen etabliert (Tab. 17 bis 19 im Anhang), die entlang der gesamten Wertschöpfungskette eines Opportunity Funds eingesetzt werden können. Bei der Auswahl der Partner steht

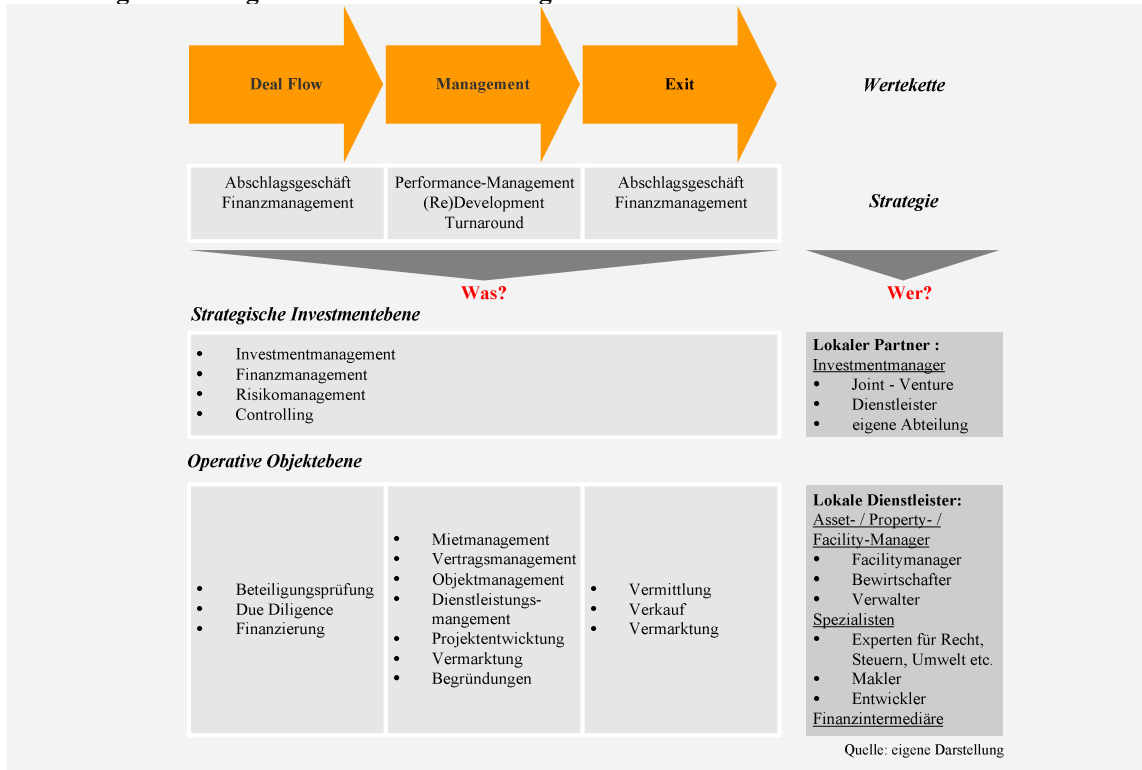
¹⁴⁷ Vgl. Fusionsgesetz (FusG), Art. 73

¹⁴⁸ Zur Definition des Portfolio-Managements; vgl. Wellener (Entwicklung eines ...), S.35

¹⁴⁹ Vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 104

das Vorvertragsproblem der „adverse selection“, also die Möglichkeit der falschen Auswahl im Mittelpunkt. Durch screening (Aktivitäten, um sich ein Bild des Agenten zu machen), signaling (Aufdecken der Eigenschaften des Agenten) und self-selection (Selbstausswahl durch Arbeitsbedingungen des Principals) kann der Gefahr der falschen Auswahl eines Dienstleisters entgegnet werden.

Abbildung 14: Managementebenen und Beteiligte



Die Institution des Dienstvertrags¹⁵⁰ nimmt im Immobilienmanagement des Opportunity Funds die zentrale Rolle ein. Ob als einfacher Auftrag (OR 394ff), als Arbeitsvertrag (OR 319ff) oder als Kooperationsvertrag (Flexicurity¹⁵¹) hängt von den Einsparungen der Informations-, Verhandlungs- und Überwachungskosten ab, die vor allem aus den Transaktionsmerkmalen und der daraus gewählten Koordinations- und Überwachungssysteme ergeben.

4.4 Finanzintermediäre

Im Mittelpunkt des Finanzintermediärs steht die Erbringung der Transformationsleistung bezüglich Fristen-, Losgrößen-, Risiko- und Liquiditätstransformation.¹⁵² Zur Erschliessung der Anlagegelder für die Immobilienfinanzierung haben sich verschiedene institutionelle Arrangements entwickelt. Bei der direkten Kreditvergabe wird der Anlagebetrag direkt auf den Darlehensnehmer übertragen. Als Sicherheit dient u.a. der Pfandbrief bzw. das Grundpfandrecht. Unter diesen Typus fallen die Hypothekarvergaben von Privatpersonen, Versicherungen, Pensionskassen aber auch

¹⁵⁰ Zur ausführlichen Definition des Dienstvertrags; vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 84 f.

¹⁵¹ Der Vertrag soll als Mischform zwischen Arbeits- und Werkvertrag sowohl Flexibilität wie auch Sicherheit vermitteln; vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik), S. 201 ff.

¹⁵² Vgl. Schulte (Hrsg.) et al. Schulte (Immobilien-Banking), S. 23

des Bundes¹⁵³. Bei der bankenmässigen Intermediation steht die individuelle Ausarbeitung der Kreditverträge im Vordergrund. Banken regeln die erforderliche Kongruenz zwischen Anleger und Kreditnehmer in Bezug auf Betrag, Fristen und Risiken.¹⁵⁴ SCHULTE gliedert das breite Leistungsangebot von Universal- und Spezialbanken im Immobilienbereich in drei Gruppen. Zur Gruppe der klassischen Bankleistungen zählen z.B. die Darlehens- und Hypothekendarfinanzierung aber auch die Finanzierung durch Immobilienleasing.¹⁵⁵ Die innovativen Bankleistungen sind im Bereich der strukturierten Immobilienfinanzierung (Real Estate Structured Finance), den Emissionsgeschäften sowie der Mortgage- und Asset-Backed-Securities angesiedelt. Als dritte Gruppe werden die bankneutralen Leistungen, wie Vermarktung und Vermittlung von Immobilien, Projektentwicklungen etc. bezeichnet.

Die verstärkte Globalisierung des Immobilienmarktes und das Streben nach einer risikoadjustierten Eigenkapitalverzinsung haben auch in der Schweiz zur Entwicklung von innovativen und strukturierten Finanzierungsformen beigetragen. Dazu kommt der hohe Lerneffekt hinzu, den die Banken an ihren ausländischen Standorten verzeichnen konnten, insbesondere die hohen Margen-Standards im angelsächsischen Raum stiessen auf grosses Interesse.¹⁵⁶ Hypothekenverbriefungen sind in der Schweiz nach wie vor sehr selten. Das einzige, bisher voll abgewickelte Geschäft dieser Art fand 1998 im Rahmen des „Tell Trusts“ durch die heutige UBS statt.¹⁵⁷

Einschränkend wirkt sich auf der Fremdkapitalseite das „Bundesgesetz für den Erwerb von Grundstücken durch Personen aus dem Ausland“ (vgl. Kap. 4.1.1.). Es verbietet einen Zugriff ausländischer Gläubiger auf Schweizer Grundpfand. Grundpfand-gesicherte Darlehen oder Hypotheken dürfen nur von durch die Eidgenössische Banken Kommission bewilligten Instituten mit einer Niederlassung in der Schweiz gehalten werden. Zurzeit sind 408 nationale und internationale Institute zugelassen.¹⁵⁸

¹⁵³ Wohneigentumsförderungsgesetz des Bundes; vgl. auch kantonale Verordnungen.

¹⁵⁴ Vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 108

¹⁵⁵ Vgl. Schulte (Hrsg.) et al. Schulte (Immobilien-Banking), S. 33

¹⁵⁶ Vgl. Gondring/Zoller/Dinauer (Real Estate Investment ...), S.5

¹⁵⁷ Die PSP Property AG emittiert z.Z. eine fünfjährige Anleihe.

¹⁵⁸ Eidgenössische Banken Kommission; Bewilligte Banken und Effektenhändler; Stand Juni 2006

5 Praktische Überprüfung

Aufgrund der theoretischen Analyse werden in diesem Kapitel Thesen generiert und falsifiziert, um die Fähigkeit des Schweizer Marktes auf den Einsatz von hochverzinslichen Anlagegefässen hin zu überprüfen. In der Gesamtbetrachtung existiert eine Vielzahl von Erfolgsfaktoren, die im Laufe der Aufarbeitung in Kapitel 2. bis 4. ausgearbeitet wurden. Ob die theoretischen Relevanzen im Schweizer Markt vorhanden sind, soll die zu diesem Zweck durchgeführte Erhebung zeigen. Aus der Ableitung soll anschliessend geklärt werden, warum sich im Schweizer Markt noch keine Opportunity Funds entwickelt und etabliert haben.

5.1 Thesengenerierung

Die Generierung der Thesen erfolgt in der umgekehrten Reihenfolge des Analysevorgehens. Die Festlegung beginnt bei den institutionellen Rahmenbedingungen, gefolgt von den Arrangements im Bestandesmarkt und den Institutionen der Managementleistungen (Kap. 4.). Anschliessend wird das Spektrum um die Wertschöpfungsstrategien eines Opportunity Funds (Kap. 3.5.) erweitert.

5.1.1 Thesen zum Schweizer Markt

These 1: Regulatoren

Das regulatorische Umfeld blockiert das Umsetzen der Strategien von opportunistischen Investments.

Die verschiedenen Beschränkungen der Verfügungsrechte senken die Marktliquidität und die Fungibilität für Investoren. Die Anzahl der Marktteilnehmer sowohl auf der Nachfrageseite wie auf der Angebotsseite wird beschränkt.

These 2: Marktstruktur

Die besondere Marktstruktur im Bestandesmarkt um Immobilieninvestments macht den Schweizer Markt für die traditionellen Investmentgesellschaften für Opportunity Funds uninteressant.

Das durchschnittliche Eigenkapitalvolumen der amerikanischen Opportunity Funds bewegten sich im Bereich von USD 500 bis 800 Mio.¹⁵⁹, damit sich der Aufbau für das Finanzmanagement und den Aufbau der z.T. aufwändigen Holdingstrukturen rechtfertigt.

These 3: Wettbewerbsintensität

Der zunehmende Wettbewerb erhöht in den nächsten Jahren den Druck auf die erzielbaren Renditen stark.

Der zunehmende Investitionsdruck, bedingt durch die hohen liquiden Mittel und die Aufstockung der Immobilienanteile der etablierten Bestandeshalter führen zu einem steigenden Wettbewerb um attraktive Investments und reduziert die Renditen stark.

These 4: Finanzierungsmöglichkeiten

Die Beschränkungen der Finanzierungsmöglichkeiten wirken sich negativ auf die Renditen aus.

¹⁵⁹ Vgl. Lietz / PCA (The Lake Wobegon ...), S. 5f.

Die Beschränkungen der Finanzierungsmöglichkeiten führen zu einer monopolistischen Stellung der Finanzintermediäre und verringern den Wettbewerb um attraktive Finanzierungsmöglichkeiten.

These 5: Eintrittsbarrieren

Das fehlende Angebot an lokalem Managementpersonal und Partnern zählt zu den wichtigen Eintrittsbarrieren im Schweizer Markt.

Geschäftskontakte und lokale Partner sind für Opportunity Funds erfolgskritisch, denn sie eröffnen nicht den Zugang zu Transaktionen, insbesondere zu „Off-Market-Deals“, sondern auch zu lokalem Markt-Know-How.

5.1.2 Thesen zur Wertschöpfungsstrategie im Schweizer Markt

These 6: Wertsteigerungsstrategien

Die klassische Anlagestrategie des Abschlaggeschäfts („buy low sell high“) ist im Schweizer Markt schwer umzusetzen.

Durch die geringe Marktvolatilität, das eingeschränkte Volumen und die zunehmenden Auktions- und Bieterverfahren dürfte die klassische Strategie des „buy low sell high“ schwierig realisierbar sein. Um die angestrebte Rendite zu erreichen, müssen Opportunity Funds ihre Werte der Investments aktiv steigern.

These 7: Renditeerwartungen

Im Schweizer Markt lassen sich die gewünschten Renditen von Opportunity Funds nicht erzielen.

Die angestrebte Eigenkapitalrendite von über 16% lässt sich im Schweizer Markt nur schwer erreichen. Nicht nur das relativ niedrige Zinsniveau, sondern auch die fehlenden Möglichkeiten des Exits spielen dabei eine entscheidende Rolle.

5.2 Darstellung und Interpretation der Ergebnisse

Um die für den Schweizer Markt entwickelten Thesen zu falsifizieren, wurden teilstrukturierte Leitfadengespräche und Befragungen bei ausländischen Managern (n=8) und inländischen Experten (n=5) durchgeführt. Da ein eigentlicher Markt für Opportunity Funds in der Schweiz nicht erkennbar ist und die grossen etablierten Fondsgesellschaften wie Goldman Sachs, Blackstone Group, JP Morgan Partners oder Lehman Brothers dem Schweizer Markt kaum Aufmerksamkeit schenken, gestaltete sich die Auswahl der Experten schwierig. Nur bei einem der befragten ausländischen Opportunity Funds-Managern ist der Schweizer Markt unter ständiger Beobachtung. Die Experten verfügen zwar über grosse Erfahrung im Bereich des Managements von Opportunity Funds, aber nur über geringe Kenntnis des Schweizer Markts.

Die Experten im Schweizer Markt hingegen verfügen über ausgezeichnete lokale Kenntnisse, jedoch über wenig Know-How im Umgang mit dem opportunistischen Investitionsstil. Durch die Befragung von ausländischen Opportunity Fundsmanagern und marktinternen Experten lassen sich eine Aussen- und eine Innenansicht des Schweizer Marktes abbilden.

Durch die geringe Anzahl von Befragten lässt sich zwar kaum ein exakter wissenschaftlicher Schluss ziehen, sondern es muss von einer eigentlichen

Trendaussage gesprochen werden. Um die Aussagen der generierten Thesen zu überprüfen, werden zusätzlich Strukturen und Beobachtungen aus anderen Märkten herangezogen.

5.2.1 Schweizer Marktperspektiven

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 1: Regulatoren

Das regulatorische Umfeld blockiert das Umsetzen der Strategien von opportunistischen Investments.

Bei den Regulatoren wird vor allem die Einschränkung zur Übertragung der Verfügungsrechte durch die „Lex Koller“ von ausländischen Experten als Hemmnis angeführt. Es verhindert den Zutritt einiger Akteure zu einzelnen Marktsegmenten (Wohnungsbau) und schränkt ihre Anzahl sowohl auf der Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite ein. Daraus entstehen ineffiziente, oligopole Marktstrukturen. Beispielsweise stehen auf der Seite der Nachfrager für grosse Wohnbauportfolios meist nur einige wenige institutionelle Schweizer Bestandeshalter zur Verfügung. Die Preise widerspiegeln also nicht die Präferenzen eines geöffneten Marktes, sondern nur die Renditeerwartung weniger Nachfrager.

Auch von Experten (n=3) aus dem Schweizer Markt wird die Grundstücksgewinnsteuer als regulatorisches Markthemmnis betrachtet. Der progressive Tarif, der überdies mit Zuschlägen für eine kurze Besitzdauer versehen ist (zwischen 10 und 60% des Veräusserungsgewinns), reduziert die Gewinnerwartungen insbesondere bei einer kurzfristigen „buy and sell“ Strategie stark.

Die föderalistischen Strukturen der Rahmenbedingungen, der Bewilligungsverfahren, des Steuerrechts und des Mietrechts werden hingegen nicht als sonderliche Hemmnisse betrachtet. Das Zitat „welcome to the world of opportunity funds“¹⁶⁰ widerspiegelt die Kernkompetenz von Opportunity Funds, sich in intransparenten und komplexen Marktsituationen zu bewegen.

Die These, dass die regulatorischen Rahmenbedingungen die Umsetzung von opportunistischen Investments blockieren, kann nur in Bezug auf die „Lex Koller“ bestätigt werden.

Interpretation

Die Beschränkung der Verfügungsrechte insbesondere „Lex Koller“ und früher „Lex Friedrich“, verunmöglicht den ausländischen Opportunity Funds den Zugang zu den Marktsegmenten im Wohnungsbereich. Investitionen wie die von Fortresse oder Terra Firma / Dt. Annington, sind in der Schweiz nicht möglich.¹⁶¹ „Lex Koller“ steht aber in der politischen Diskussion und dürfte in den nächsten Jahren, wenn nicht abgeschafft, so doch stark liberalisiert werden. In den bewilligungsfreien Sektoren drängen in jüngster Zeit zunehmend ausländische Investoren auf den Markt. Dies kann als Indikator betrachtet werden, dass der Schweizer Immobilienmarkt zunehmend in das

¹⁶⁰ Zitat von Herrn Max Natalini, Apollo Management vom 30.06.06

¹⁶¹ Fortress übernahm 82'000 Wohnungen der BfA (ca. EUR 3,7 Mrd.); Terra Firma / Dt. Annington übernahm von der E.on 30'000 Wohnungen und Beteiligungen (ca. EUR 1,5 Mrd.)

internationale Blickfeld gerät, und es ist zu erwarten, dass vermehrt Transaktionen durch solche Institutionen getätigt werden.

Die Grundstücksgewinnsteuer wirkt sich auf die zeitliche Komponente der Fonds aus. Bei Haltedauern unter fünf Jahren wird ein Grossteil des Gewinnes durch den Fiskus abgeschöpft, was zur Folge hat, dass die Exitzeitpunkte unter dem Aspekt der erhöhten Transaktionskosten betrachtet werden müssen. Sehr kurzfristige Strategien des Repacking (Zerschlagung von Portfolios) sind nur sehr eingeschränkt möglich.

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 2: Marktstruktur

Die besondere Marktstruktur im Bestandesmarkt um Immobilieninvestments macht den Schweizer Markt für die traditionellen Investmentgesellschaften für Opportunity Funds uninteressant.

Nach den Marktstrukturen befragt wurden sowohl das Marktvolumen wie die Marktliquidität mit je sechs Nennungen (n=6) als bedeutenstes Hemmnis betrachtet. Während in Grossbritannien (London), Frankreich (Paris) oder Italien (Mailand und Rom) grosse zentralisierte Märkte bestehen, bemängeln die Fondsmanager vor allem das kleine Marktvolumen in der Schweiz. Im Vergleich zu Deutschland mit verschiedenen Marktregionen (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg und München) konzentriert sich der Schweizer Markt vor allem auf die Metropolitan-Regionen um Zürich und den Genfersee.

Folgt man der von MURER¹⁶² vorgeschlagenen Segmentierung von Opportunity Funds in Europa, so werden als kleine Fonds Kapitalsammelstellen bis ca. CHF 450 Mio. Eigenkapitalanteil und grosse Fonds ab ca. CHF 1,5 Mrd. bezeichnet. Bei einem Fremdfinanzierungsgrad von 70 % errechnen sich daraus Investitionsvolumina zwischen CHF 1.2 und 6 Mrd. Im Vergleich dazu bewegen sich die Volumina der grossen Schweizer Anbieter von indirekten Anlagen zwischen CHF 2,0 Mrd. der Pensimo Anlagestiftung und CHF 3,6 Mrd. des UBS Sima Fonds.¹⁶³ Unter der Berücksichtigung der zeitlich befristeten Existenz der Opportunity Funds ist das mögliche Investitionsvolumen eines Marktes von grosser Bedeutung.

Das mögliche, jährliche Transaktionsvolumen des Schweizer Marktes wird anhand eines Modelles (vgl. Tab. 22 im Anhang) auf der Basis der Marktdaten in Kapitel 4.2.2. ermittelt. Aus dem geschätzten Marktwert aller Gebäude wird anhand der Regulierungen („Lex Koller“) der Wert aller handelbarer Immobilien für ausländische Investoren errechnet. Anhand der durchschnittlichen Transaktionsquote, die im Schweizer Markt bei ca. 3% liegt und einer geschätzten Transaktionsfähigkeit¹⁶⁴ der gehandelten Objekte von 10%¹⁶⁵ ergibt sich ein theoretische jährliches Volumen von ca. CHF 1,38 Mrd.¹⁶⁶ Ohne die gesetzlichen Regulierungen „Lex Kollers“ würde sich das Volumen auf ca. CHF 3 Mrd. erhöhen. Auch diese Grössenordnung ist im Vergleich zu ausländischen Märkten eher gering. Deutschland und Grossbritannien besitzen ein ca.

¹⁶² Vgl. Murer (Klassifizierung ...), S. 46 ff.

¹⁶³ Vgl. Credit-Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 51

¹⁶⁴ Unter transaktionsfähig werden diejenigen Objekte bezeichnet, die für einen opportunistischen Investor von Interesse sein könnten.

¹⁶⁵ Schätzung

¹⁶⁶ Dies entspricht einem Anteil von 3% am gesamten jährlich gehandelten Volumen von CHF 45 Mrd.

15- bis 20-fach grösseres Transaktionsvolumen bei gleicher Berechnungsart.¹⁶⁷ Die Ursache des höheren Liquiditätsgrads der Immobilienmärkte in anderen Ländern ist hierfür im Schweizer Markt selbst zu suchen. Die Immobilieninvestitionen in der Schweiz folgen i.d.R. einer „buy-and-hold“ Strategie, d.h. die Investments werden über einen langen Zeitraum in den eigenen Beständen gehalten und werden so dem Markt entzogen.

Das geringe Transaktionsvolumen widerspiegelt sich auch in der Grösse der Transaktionen selber. Nach übereinstimmenden Aussagen der Schweizer Experten werden im Markt nur selten Objekte und Portfolios im Wert von über CHF 300 Mio. gehandelt. Grösstenteils bewegen sich die Volumina bis ca. CHF 50 Mio. Der Aufbau eines, wie eingangs beschriebenen Portfolios eines Opportunity Funds von bspw. CHF 1,5 Mrd. würde daher bei jährlichen Investitionsmöglichkeiten von maximal CHF 250 Mio. mindesten 6 Jahre in Anspruch nehmen und dadurch den Return erheblich beeinträchtigen.¹⁶⁸

Die These bezüglich der Einschränkungen durch die Marktstruktur und des Marktvolumens kann anhand der Expertengespräche und auf der Basis des aufgestellten Modells bestätigt werden.

Interpretation der Ergebnisse

Die Investitionsmöglichkeiten im Schweizer Immobilienmarkt sind durch den tiefen Liquiditätsgrad der verfügbaren Investments sehr beschränkt, was vor allem ein Suchproblem darstellt. Innerhalb der vorgegebenen Frist für den Deal-Flow von ein bis zwei Jahren wäre ein Portfolio in der Grösse von ca. CHF 300 bis 500 Mio. aber dennoch aufzubauen. Bei einem Fremdfinanzierungsgrad von 80% entspräche dies einem Eigenkapitalvolumen von CHF 60 bis 100 Mio. Angesichts des hohen Investitionspotentials der angelsächsischen Opportunity Funds stellt sich die berechtigte Frage, ob der Ressourceneinsatz, sowohl human- wie auch sachspezifisch, für das Auflegen eines kleinen „Schweizer Spezialfonds“ gerechtfertigt wäre, da die Kompensation des Währungsrisikos zusätzliche Kosten verursacht. Der Schweizer Markt wäre in Bezug auf das Transaktionsvolumen eher für „Club-Deals“ von wohlhabenden Privatpersonen oder als Anlageoption kleinerer institutioneller Anleger geeignet.

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 3: Wettbewerbsintensität

Der zunehmende Wettbewerb erhöht in den nächsten Jahren den Druck auf die erzielbaren Renditen stark.

Die Vertreter der Schweizer Immobiliengesellschaften erachten die Wettbewerbssituation in am Bestandesmarkt in den letzten zwei Jahren als hoch (n=5). Diese Intensität am Markt entsteht einerseits durch das Vorhandensein hoher Mittelbestände und der geplanten Aufstockung der Immobilienquote der institutionellen

¹⁶⁷ Das Handelsvolumen in Deutschland beträgt ca. EUR 600 Mrd., UK ca. EUR 480 Mrd.

¹⁶⁸ Opportunity Funds rechnen normalerweise mit ein bis zwei Jahre für die Phase des Deal-Flows.

Anleger¹⁶⁹, andererseits durch die geringe Marktliquidität auf der Angebotsseite für Investitionsobjekte. Zusätzlich drängen ausländische Investoren in die bewilligungsfreien Marktsegmente vor. Die zunehmende Professionalisierung des Marktes führt vermehrt auch zu strukturierten Auktions- und Bieterverfahren die den Wettbewerb zusätzlich verschärfen.

Die mehrheitlich kongruenten Anforderungen der wichtigsten Akteure¹⁷⁰ an die Investments in Verbindung mit den oligopolen Marktstrukturen führen aber dazu, dass sich nach Einschätzung der Schweizer Experten (n=4) die Preise kurzfristig nicht stark nach oben entwickeln und der Total Return sich kaum verändert wird (vgl. Abb. 22 im Anhang). Es wird erwartet, dass die Renditen, besonders im Wohnungssegment, nur leicht unter Druck geraten. Institutionelle Anleger „sitzen die Phase des intensiveren Wettbewerbs“¹⁷¹ einerseits dadurch aus, indem sie Investitionen in ihr Bestandesportfolio tätigen, um mit aktivem Management eine Wertsteigerung zu erreichen. Andererseits werden vermehrt Investitionen in Projektentwicklungen und in Bestandesobjekte mit höheren Risiken investiert.

Die These der stark sinkenden Renditen durch die Wettbewerbsintensität kann nicht bestätigt werden.

Interpretation der Ergebnisse

Durch die höhere Wettbewerbsintensität werden vorläufig keine bedeutenden Einbussen der Renditen erwartet. Die Renditen, insbesondere bei Büroflächen, stehen aber eher aus struktureller Sicht unter Druck, da die Leerstände 2005 nochmals gestiegen sind.¹⁷² Periphere Lagen sind am meisten davon betroffen, da mit weiterhin steigenden Leerständen zu rechnen ist. Aufgrund soliden Wirtschaftswachstums, sinkender Arbeitslosigkeit und einer verbesserter Konsumentenstimmung dürften aber die Leerstände im Verlaufe des 2006 den Höchststand erreicht haben.¹⁷³ Auch in Zukunft dürfte sich daher der Trend der sehr geringen Volatilität des Total Return im Schweizer Markt fortsetzen.

Nach Aussagen der Schweizer Experten (n=5) beschränkt sich der Wettbewerb um Investitionsobjekte aber auf wenige typologische Segmente (Wohnungsbau und Bürogebäude). Das Umfrageergebnis der swisslife / Ernst & Young¹⁷⁴ betreffend der bevorzugten Nutzungssegmente für Projektentwicklungen von institutionellen Investoren¹⁷⁵ bestätigt diese Aussagen und verdeutlicht ihre Risikoaversion. 82% (von n=67) fokussieren ihre Investmentvorhaben auf den reinen Wohnungsbau. Nur 48% beziehen die Entwicklung von Büroimmobilien in ihre Strategie mit ein. Gewerbe- und

¹⁶⁹ Für 2004 waren durch die institutionellen Anleger ein Investitionsvolumen von CHF 4.7 Mrd. geplant; vgl. Suter/Eckert (Immo-Survey 2004), S.8

¹⁷⁰ Die institutionellen Anleger, wie Pensionskassen, Anlagestiftungen, Versicherungen und Fonds verfolgen vorwiegend eine identische „buy-and-hold“-Strategie im core-Segment

¹⁷¹ Interview mit Herrn Andreas Loepfe, Zürich Versicherungen vom 22.06.06

¹⁷² Vgl. Credit Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 41

¹⁷³ Vgl. Credit Suisse (Swiss Issues Immobilien 2006), S. 49

¹⁷⁴ Vgl. Suter/Eckert (Immo-Survey 2004), S. 42

¹⁷⁵ Die Befragung repräsentiert mit CHF 81,6 Mrd. ca. zwei Drittel des institutionellen Immobilienkapitals; vgl. Suter/Eckert (Immo-Survey 2004), S. 8

Spezialimmobilien spielen nur eine untergeordnete Rolle. Diese Erkenntnis widerspiegelt auch die Portfoliostruktur der institutionellen Anleger, deren Rückgrat traditionell der Wohnungsbau darstellt. Für opportunistische Investments bieten sich daher verschiedene Nischen an, in denen die Wettbewerbsintensität deutlich geringer ist. Neben Logistikimmobilien sind vor allem Anlagen attraktiv, deren Wert eng mit den Betreibern (Betreibermodelle) zusammenhängen, attraktiv. Die Sektoren der Touristik- und Infrastrukturbauten sind seitens der institutionellen Anleger überhaupt nicht erschlossen. In diesen Segmenten bestehen die Möglichkeiten für attraktive „Off-Market-Deals“. Auch der Trend zur Ausgliederung von betrieblich genutzten Immobilienbeständen eröffnet neue Investitionsfelder und sorgt für mehr Liquidität am Markt. Während der Anteil des in betrieblich genutzten Immobilien gebundenen Kapitals am gesamten Unternehmenskapital in den Niederlanden bei 11% und in Grossbritannien bei 30% liegt, dürfte diese Quote in der Schweiz bedeutend höher sein.¹⁷⁶ Laut Aussagen der Experten¹⁷⁷ wird diese Nische in den letzten Monaten insbesondere durch ausländische Investoren besetzt

Die Abschaffung oder Liberalisierung der „Lex Koller“ dürfte eine Veränderung des Marktgefüges zur Folge haben. Die oligopole Marktstruktur im Wohnungssegment würde dadurch aufgebrochen. Die Anzahl der Nachfrager mit unterschiedlich gelagerten Präferenzen könnte sich um ein Vielfaches erhöhen. Kurzfristig dürften die Preise ansteigen und die Renditen unter Druck geraten.

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 4: Finanzierungsmöglichkeiten

Die Beschränkungen der Finanzierungsmöglichkeiten wirken sich negativ auf die Renditen aus.

Ein entscheidender Faktor, der den Erfolg von Opportunity Funds massgebend beeinflusst, ist die Möglichkeit zur Finanzierung der Investments mit Fremdkapital. Die immer noch historisch tiefen Zinsen für Hypothekendarlehen¹⁷⁸ ermöglichen eine äusserst günstige Finanzierung von Immobilien. Die Differenz zwischen der risikofreien Anlage (Bundesobligationen) und den erwarteten Renditen bewegen sich deutlich über dem europäischen Mittel.¹⁷⁹ Zwar reguliert auch hier „Lex Koller“ den Markt, da der Zugriff von ausländischen Institutionen auf Schweizer Grundpfandrecht untersagt ist. Trotz einer gewissen Konsolidierung im Bankenbereich, ist mit 408 durch die Eidgenössische Banken Kommission zugelassenen in- und ausländischen Banken und Effektenhändlern für ausreichend Wettbewerb innerhalb der Finanzierungsbranche gesorgt. Vier der fünf befragten Schweizer Experten (n=4) erachten die Finanzierungsmöglichkeiten in der Schweiz als gut. Nur ein Experte beurteilt sie als ausreichend.

Die These der beschränkten Finanzierungsmöglichkeiten kann daher nicht bestätigt werden.

¹⁷⁶ Vgl. Stoy (Benchmarks ...), S. 20

¹⁷⁷ Interview mit Herrn Christoph Caviezel, Intershop Holding AG, vom 12.07.08

¹⁷⁸ Vgl. Wüest & Partner (Immo-Monitoring 2006/1), S 8 f

¹⁷⁹ Vgl. Eckert (Real Estate Structur ...), S. 7

Interpretation der Ergebnisse

Auch auf der Seite der „Dept-Lender“ sind unterschiedliche Risikoneigungen der Finanzinstitutionen zu beobachten.¹⁸⁰ Traditionellerweise sind die Schweizer Gross- und Kantonalbanken eher im „core-Bereich“ angesiedelt. Als Folge der Immobilienkrise praktizieren sie seit Mitte der 90er Jahren ähnliche Richtlinien wie sie von Basel II vorgeschlagen werden.¹⁸¹ Zwar bieten sie in jüngerer Zeit auch strukturierte Finanzierungen an aber auch diese werden unter der Betrachtung der Risikoaversion vergeben. Die europäischen Universal- und Spezialbanken können im Bereich des „value added“ angesiedelt werden. Angelsächsische Investmentbanken pflegen einen opportunistischen Stil. Durch die grosse Erfahrung im Umgang mit zum Teil international aufgegebenen Opportunity Funds nützen sie das ganze Spektrum des Finance Engineering aus. Neben der strukturierten Finanzierung werden 80% der Investitionen am Kapitalmarkt refinanziert.¹⁸² Nicht nur die Schonung des Eigenkapitals und die Verlagerung der Risiken stehen im Vordergrund, sondern auch die Möglichkeit, Refinanzierungsprodukte als Anleihen anbieten zu können. Die beschränkte Lebenszeit der Opportunity Funds ermöglicht eine fristenkongruente Rückzahlung der emittierten Verbriefungen.

Insbesondere angelsächsische aber auch europäische Spezial- und Investmentbanken bieten z.Z. lukrative Konditionen für die Finanzierung von grösseren Immobilienportfolios im Schweizer Markt an. Der Wettbewerb diszipliniert die Marktteilnehmer, verringert daher die Probleme aus der Principal-Agent-Beziehung zwischen Darlehensgeber und Schuldner und verringert die Kosten der Suchproblematik.

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 5: Eintrittsbarrieren

Das fehlende Angebot an lokalem Managementpersonal und Partnern zählt zu den wichtigen Eintrittsbarrieren im Schweizer Markt

Drei der acht befragten ausländischen Experten erachten die beschränkte Verfügbarkeit von qualifizierten Mitarbeitern im Schweizer Markt als Eintrittsbarriere. Auch sämtliche Schweizer Experten (n=5) äussern sich zu dieser Frage ähnlich. Es fehlt an Personal für innovatives Management zur aktiven Wertsteigerung der Immobilienbestände.

Die internationalen Fonds verfügen zwar über qualifizierte Personalressourcen, doch müssen kulturelle Barrieren überwunden werden, da sich die angelsächsische Kultur erheblich von der Schweizer Mentalität unterscheidet. Nicht nur die Sprachbarrieren müssen behoben werden, sondern auch ein Verständnis für die Rahmenbedingungen und Marktgepflogenheiten sind zu entwickeln.

Auf der operativen Ebene besteht nach Ansicht der befragten Schweizer Experten (n=5) eine hohe Verfügbarkeit von qualifizierten Dienstleistern, die sowohl die Anbahnungskosten wie auch die Kosten zur Überwachung, Anpassung und Durchsetzung eines Arrangements verringert.

¹⁸⁰ Interview mit Herrn Oliver Hofmann, UBS AG, vom 10.06.06

¹⁸¹ Banken werden zur Unterlegung der Kredite mit Eigenkapital in Anhängigkeit der Bonität des Kreditnehmers verpflichtet.

¹⁸² Gondring/Zoller/Dinauer (Real Estate Investment ...), S.4

Die aufgestellte These kann dahingehend bestätigt werden, dass aus der Spezifität des strategischen Managements eines Opportunity Funds, die geringe Verfügbarkeit von lokalem Managementpersonal zur Eintrittsbarriere wird. Auf der operativen Ebene kann der These widersprochen werden.

Interpretation der Ergebnisse

Wie in Kap. 4.3. bereits festgehalten, dürften Opportunity Funds gewisse Schwierigkeiten damit bekunden, Partner auf der strategischen Ebene zu finden, da dieser Investmentstiel nicht den lokalen Verhaltensnormen für Immobilieninvestments entspricht. Bestätigt wird diese Aussage auch durch eine Umfrage, die swisslife / Ernst & Young im Rahmen der Untersuchung der Motivation von institutionellen Anlegern für den Einsatz von indirekten Immobilienanlagen durchführte.¹⁸³ Die wichtigsten Argumente für indirekte Immobilieninvestitionen waren neben der Performanceerwartung vor allem die Liquidität der Anlage. Zugang zu professionellem Management, Reduktion der Transaktionskosten und nutzungsspezifische Diversifikation schienen mit unter 40% der Nennungen (von n=67) überraschenderweise weit weniger wichtig zu sein. Die Verfasser der Studie führen diesen Umstand auf die fehlende Einsicht des Managements zurück, dass der Erfolg der Immobilienanlagen stark von Marktzyklen und von den Fähigkeiten des Anlagemanagements abhängt. Diese Managementkultur der Risikominimierung widerspricht der Besonderheit des opportunistischen Investors, der bereit ist, zu jedem Risiko zu investieren, wenn eine entsprechende Rendite bei einer entsprechenden Eintrittswahrscheinlichkeit erreicht werden kann (Renditemaximierung).

5.2.2 Wertsteigerungsansatz im Schweizer Markt

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 6: Wertsteigerungsstrategien

Die klassische Anlagestrategie des Abschlaggeschäfts („buy low sell high“) ist im Schweizer Markt schwer umzusetzen.

Durch die zunehmende Transparenz und die Etablierung von Auktions- und Bieterverfahren in der Verbindung mit der hohen Wettbewerbsintensität (vgl. These Nr. 3) verringern sich die Möglichkeiten für „Off-Market-Deals“ und Abschlagsgeschäfte zusehends. Insbesondere bei Portfoliotransaktionen im Segment der Wohn- und/oder Geschäftsliegenschaften haben sich strukturierte limitierte Auktionen als Standard durchgesetzt. Durch die relativ geringe Volatilität des Marktes ist die klassische Wertsteigerungsstrategie eines Opportunity Funds „buy low sell high“ schwierig zu realisieren. Nach Aussagen der Schweizer Experten besteht aber in typologischen Nischen kaum ein strukturierter Markt, weder auf der Angebots- noch auf der Nachfrageseite. Für Opportunity Funds als Marktmacher besteht insbesondere bei Spezialimmobilien wie Logistik, Touristik, Infrastruktur oder Betreibermodellen die Möglichkeit, Investments ausserhalb der preistreibenden Institutionen zu erwerben.

¹⁸³ Vgl. Suter/Eckert (Immo-Survey 2003), S. 37

Bei den im Schweizer Markt sehr seltenen Grosstransaktionen (im Bereich von CHF 1 bis 1.5 Mrd.¹⁸⁴) bestehen zudem für Opportunity Funds durch ihre hohe Finanzkraft sehr wohl Gelegenheiten für Abschlagsgeschäfte.

Grundsätzlich kann die These im heutigen Bestandesmarkt für Wohn- und Gewerbeliegenschaften bestätigt werden. Bei Grosstransaktionen und in kaum liquiden Segmenten sind Abschlagsgeschäfte durchaus möglich.

Interpretation der Ergebnisse

Ungeachtet der Wettbewerbssituation ist aber die Bedeutung des Abschlagsgeschäfts für Opportunity Funds sehr hoch einzuschätzen. Um die geforderten Renditen zu erreichen, sind das antizyklische Verhalten und das Ausnutzen der Marktzyklen (Kap. 5.3.) unumgänglich. Auch der relativ stabile Schweizer Immobilienmarkt wird von zyklischen Bewegungen geprägt, die als Folge von exogenen und endogenen Faktoren, aber auch durch Einzelereignisse (Schocks) geprägt sind. So kann die Immobilienkrise, die Ende der 90er Jahre ihren Höhepunkt erreichte und ihre Wurzeln in der Hochkonjunktur Mitte der 80er Jahre hatte, erwähnt werden.. Der damalige Wirtschaftsboom führte zu einer Überhitzung des Immobilienmarktes und zu einer Überproduktion von kommerziellen Liegenschaften. In der Rezession Anfangs der 90er Jahre kam es zum Zusammenbruch der Märkte als Folge der trendexplorierten Fehleinschätzung der Preissteigerungen. Die Krise verstärkte die Massnahmen des Gesetzgebers zur Einschränkung der Spekulation durch Sperrfristen der Veräusserung und Pfandlastbegrenzungen für Immobilien. Durch den strukturellen Wandel im verarbeitenden Gewerbe wurden Flächen frei gesetzt. Die Nachfrage nach kommerziellen Liegenschaften kam praktisch zum Erliegen. Zur Unterstützung der durch die Erosion der Baupreise maroden Bauwirtschaft wurden öffentliche Investitionen und Wohnbauförderungsmassnahmen in nie da gewesenem Ausmass getätigt. Dies löste 1994 einen eigentlichen Wohnbauboom aus. Die Immobilienkrise schwappte auf den Wohnungsmarkt über und die Immobilienpreise korrigierten erneut nach unten. Ende der 90er Jahre erreichte die Krise ihren Höhepunkt. Die positive konjunkturelle Entwicklung, historisch tiefe Zinsen und der teilweise vollzogene Strukturwandel führten ab 2000 zu einer kontinuierlich verstärkten Nachfrage nach Immobilien. Anhand der Expertenbefragung dürfte sich dieser Trend bis zum Wendepunkt in den nächsten drei bis vier Jahren fortsetzen.

Darstellung und Überprüfung der Ergebnisse der These 7: Renditeerwartungen

Im Schweizer Markt lassen sich die gewünschten Renditen von Opportunity Funds nicht erzielen.

Die Befragung nach der Erreichung von opportunistischen Renditezielen (IRR von über 15% nach Steuern) zeigt ein geteiltes Bild. Drei der befragten Schweizer Experten halten diese Ziele durchaus für möglich. Zwei hingegen halten nur Renditen von maximal 6 bis 7% für erreichbar. Um die Renditeziele zu erreichen, muss nach Meinung der Experten das ganze Spektrum der Investmentstrategien herangezogen werden. Neben dem Ausnutzen der Marktzyklen sind vor allem das Finanzmanagement und das

¹⁸⁴ Z.B. das Swisscom-Portfolio im Jahr 2000.

aktive Management zur Wertsteigerung unerlässlich. Beim Einkauf der Investments sollten in Bezug auf den Preis keinerlei Kompromisse eingegangen werden.

Trotz steigender Zinsen und einer intensiven Wettbewerbssituation erwarten die Schweizer Experten (n=4) keine starke Demodierung der Renditen. Die jetzige Renditestruktur des Schweizer Immobilienmarktes leitet sich aus den traditionell langen Investitionszyklen ab. Denn je länger die Haltedauer ist, um so geringer ist die Investition abhängig vom Marktzyklus und um so geringer sind die Anforderungen an die Risikoprämie. Die positiven Konjunkturaussichten und Konsumentenstimmungen¹⁸⁵ sowie die nach Jahren des Niedergangs wieder ansteigende Standortqualität der Schweiz¹⁸⁶ dürften die Erträge in einzelnen Sektoren wieder leicht anwachsen lassen.

Die These lässt sich daher nicht eindeutig bestätigen. Die geforderten Renditen dürften jedoch erreichbar sein.

Interpretation der Ergebnisse

Der attraktive Yield-Spread im Schweizer Markt, welcher durch die historisch tiefen Zinsen für Fremdkapital entstand, dient als Basis für opportunistische Investments. Die rein passive Strategie des Abschlagsgeschäfts dürfte aber durch die geringe Marktvolatilität kaum zu den gewünschten Renditen führen. Doch eröffnet die ineffiziente Marktstruktur durch ihre Illiquidität und Intransparenz in einzelnen Sektoren durchaus Chancen auf hohe Renditen durch „Off-Market-Deals“, aktives Management und durch die Übernahme der Rolle des Marktmachers.

Das Renditen von 15% nach Steuern durchaus möglich sind, zeigt das Praxisbeispiel im Anhang (Abb. 22 bis 24 und Tabelle 23). Es verdeutlicht, dass nicht nur das Finanzmanagement von entscheidender Bedeutung für die Performance ist, sondern vor allem auch das Vorhandensein von Exitmöglichkeiten.

Da Opportunity Funds einen beträchtlichen Teil ihrer Rendite aus der Wertveränderung generieren, sind die Exitstrategien frühzeitig zu planen. Dabei sind nicht nur der Verkauf zu prüfen, sondern auch alternative Strategien wie ein Börsengang oder die Securitisation. Bewertet man die Exitmöglichkeiten im Schweizer Markt, so ist es notwendig, die Immobilien auf Grund ihrer Qualität zu differenzieren. Während die heutigen Exitmöglichkeiten für hochwertige Objekte noch als sehr gut eingestuft werden können, ist der Markt für qualitativ minderwertigere Objekte sowie Sonder- und Spezialimmobilien eher schwächer, da sie nicht in das Anlageprofil der institutionellen Anleger passen. Die steigende Internationalisierung des Immobilienmarktes dürfte in diesem Bereich aber zur Verbesserung der Absatzmöglichkeiten führen. Private, ausländische Investoren könnten an Gewicht als Absatzkanal für opportunistische Investments an Bedeutung gewinnen. Börsengänge und die Überführung in offene Immobilienfonds hängen sehr stark von den Gegebenheiten am Kapitalmarkt ab und von der Art des Portfolios. Dass dies erfolgsversprechende Exitmöglichkeiten sind, zeigt die positive Akzeptanz des Marktes beim Börsengang der Mobimo AG Mitte 2005.

¹⁸⁵ UBS Konjunkturindikator, in NZZ vom 20.04.06

¹⁸⁶ Bertelsmann-Stiftung, Standorte im internationalen Vergleich in NZZ 20.04.06

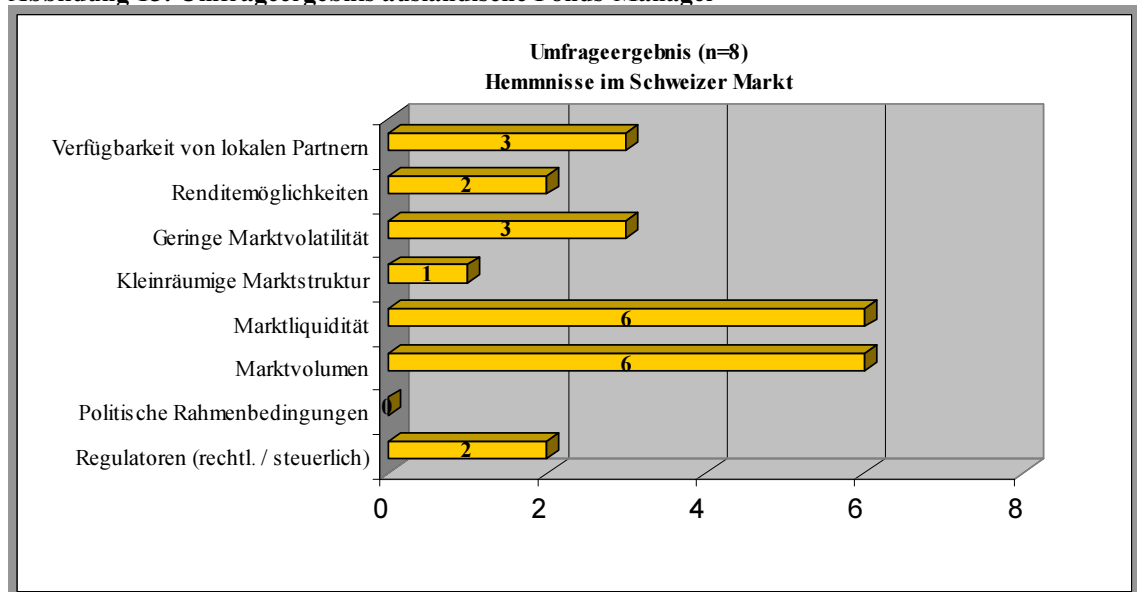
5.3 Fazit und Interpretation

Als Konklusion aus den überprüften Thesen, der normativen Analyse des Schweizer Immobilienmarktes (Kap. 4.) und der Systematisierung der Opportunity Funds (Kap. 3.) lässt sich ein externes und ein internes Marktbild festhalten, welches ermöglicht, ausführlicher auf das Fehlen von Opportunity Funds im Schweizer Markt einzugehen.

5.3.1 Marktsicht der Experten

Die durch die ausländischen Fonds Manager (n=8) gezeichnete Aussensicht stellt den Schweizer Immobilienmarkt als einen abgeschotteten Binnenmarkt dar, der vor allem durch Schweizer institutionelle Anleger kontrolliert wird. Innerhalb dieses Marktes herrscht ein Real-Estate-Netzwerk, das für Intransparenz sorgt und einen Markteintritt für neue Investoren schwierig macht. Als Hemmnisse werden vor allem das geringe Marktvolumen (n=6), die niedrige Marktliquidität (n=6) und –volatilität (n=3) sowie die zu geringe Renditemöglichkeiten (n=2) angesprochen. Diejenigen Experten, die sich mit dem Schweizer Markt intensiver auseinander gesetzt haben zeichnen ein differenzierteres Bild. Der Schweizer Markt wird als „Klassiker eines stabilen Marktes“¹⁸⁷ bezeichnet, in dem aber trotz geringem Marktvolumen und -volatilität durchaus opportunistische Investitionen getätigt werden können, da die Zinsdifferenz zwischen risikoloser Anleihe und der zu erwartenden Rendite sich über dem europäischen Durchschnitt hält. Ihrer Meinung nach liegt eine weitere Schwierigkeit des Marktes für Opportunity Funds darin, dass das geeignete Managementpersonal (n=3) für opportunistische Investments mit entsprechenden lokalen Kenntnissen nicht verfügbar ist.

Abbildung 15: Umfrageergebnis ausländische Fonds-Manager

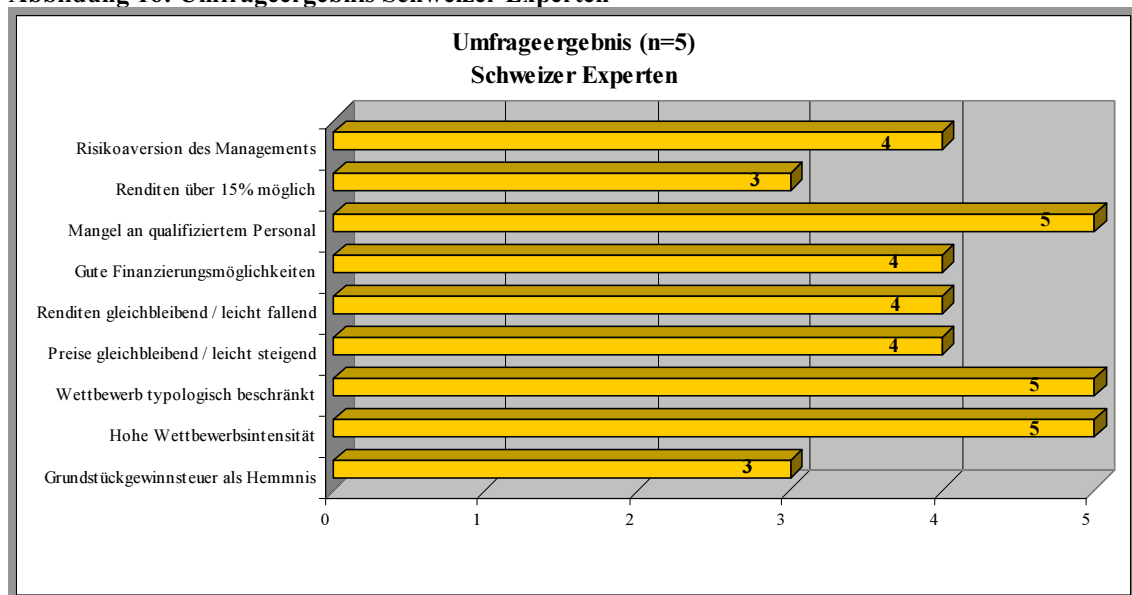


Die Schweizer Experten zeichnen ein Bild eines Marktes, der sich im Umbruch befindet aber immer noch stark von den Regulatoren des institutionellen Rahmens und den risikoaversen Verhaltensnormen (n=4) geprägt ist. Eine Marktvolatilität wird eher als Risiko denn als Chance erachtet. Trotz intensivem Wettbewerb, der sich aber vor allem

¹⁸⁷ Interview vom 09.06.06 mit Herrn Klaus Thomas, LaSalle Management.

auf die Typologien des Wohnungs-, Büro- und Gewerbebaus beschränkt, werden keine starken Preisanstiege im Bestandesmarkt erwartet (n=4). Ebenso wird vermutet, dass sich die Renditen quer zum Markt entwickeln. Zwei der Experten (n=2) erachten das Erreichen von Renditen jenseits der 15% Grenze als nicht realistisch. Dabei dürfte eine Betrachtung eines umfassenden Immobilienmanagements (insbesondere Asset- und Finanzmanagement) sicherlich nicht berücksichtigt worden sein. Der zunehmende Grad der Professionalisierung drückt sich aber im Bedarf von interdisziplinärem Managementpersonal aus. Alle der befragten Experten (n=5) erachten die Verfügbarkeit als mangelhaft.

Abbildung 16: Umfrageergebnis Schweizer Experten



5.3.2 Entwicklung von Opportunity Funds

Um auf die Frage eingehen zu können, warum sich im Schweizer Markt keine hochverzinslichen Anlagevehikel etablieren konnten, erfolgt eine differenzierte Betrachtungsweise zwischen ausländischen Fondsgesellschaften und inländischen Experten. Die präzisierende Fragestellung lautet deshalb:

- *Warum haben ausländische Initiatoren keine (oder nur in sehr beschränktem Umfang) opportunistische Fonds mit Schweizer Immobilien aufgelegt?*
- *Warum sind keine Opportunity Funds von Schweizer Initiatoren entstanden?*

Um die Sichtweise der vor allem angelsächsischen Initiatoren besser zu verstehen, ist die Geschichte der Entstehung von Opportunity Funds von Bedeutung. Die ersten Fonds entstanden im Zuge des Zusammenbruchs der Immobilienmärkte in den USA. Zu dieser Zeit war es durchaus möglich, Immobilien vollständig mit Fremdkapital zu finanzieren. Nach dem Verfall der Mietpreise und den hohen Leerstandsquoten halbierten sich die Immobilienpreise. 1989 griff die amerikanische Regierung ein und gründete die Auffanggesellschaft RTC (Resolution Trust Corporation), die notleidende Kredite und Immobilien von angeschlagenen Finanzinstituten übernahm. Der Immobilienunternehmer Sam Zell erkannte bereits 1988 die sich abzeichnende Korrektur der

Märkte. In Kooperation mit Merrill Lynch, die als Eigenkapitalgeber auftraten, spezialisierte er sich auf den Kauf von hochwertigen aber unterbewerteten Liegenschaften, insbesondere von der RTC. Die Abschläge der RTC betragen dazumal bis 80%. So entstand der erste opportunistische Private-Equity Fund mit einem Volumen von USD 409 Mio. Ab 1991 nutzten andere Investment-Banken wie Goldman Sachs dieses Modell und legten Whitehall I auf. Auch die später entstandenen Fonds konzentrierten sich auf die Strategie des Kaufs und Verkaufs von unterbewerteten Liegenschaften und notleidenden Krediten in Verbindung mit dem Finanzmanagement. Das rasante Wachstum nicht nur der Fondsvolumen, sondern auch der Anzahl aufgelegter Fonds¹⁸⁸ und der intensivierter Wettbewerb um Investments führte durch die Internationalisierung der Märkte zu einer Ausweitung der Investments auch ausserhalb der USA. Da es mit der Strategie des Abschlagsgeschäfts immer schwieriger wurde, die versprochenen Renditen von 20 bis 30% nach Steuern zu erreichen, wurde vermehrt versucht, aktives Management zu betreiben, um die Werte der Investments zu steigern. Nach der Studie von LIETZ / PCA werden aber von 125 untersuchten Fonds weiterhin nur ca. 10% der Investments aktiv entwickelt (Development, Redevelopment).¹⁸⁹ Bei über 75% der Objekte wird vor allem Mietermanagement betrieben. Auch heute noch ist die Strategie „buy low sell high“ demzufolge vorherrschend.

Aus diesem Blickwinkel der Initiatoren betrachtet bot der relativ stabile Schweizer Markt mit relativ tiefen Renditeerwartungen eine zu geringe Volatilität an. Die Regulatoren der „Lex Koller“ und bis 1997 / 1998 in restriktiverer Form die der „Lex Friedrich“ und das beschränkte Marktvolumen verhinderten den schnellen Aufbau von grossen Portfolios.¹⁹⁰ Die Strategie des Abschlagsgeschäfts war und ist im Schweizer Markt nicht adäquat umzusetzen. Zusätzlich bestimmt nicht der Markt, sondern die Grundstückgewinnsteuer den Exitzeitpunkt massgebend mit. Da sich Opportunity Funds nur nach der reinen Opportunität des Investments richten und keine Diversifikation suchen, boten sich ausserhalb der USA andere lukrativere Märkte in Europa an. Irland, Grossbritannien, Frankreich, die skandinavischen Länder und Deutschland, aber auch die osteuropäischen Staaten boten diesbezüglich bessere Voraussetzungen. Der zu kleine ineffiziente Schweizer Binnenmarkt ausserhalb der Eurozone wurde nicht als Zielregion betrachtet. Durch den attraktiven Yield-Spread, die zunehmende Professionalisierung, die Liberalisierung der Regulatoren und die gelegentliche Möglichkeit von interessanten Transaktionen rückt der Schweizer Markt jedoch langsam ins Blickfeld von internationalen Investmentgesellschaften.

Dass kaum Schweizer Initiatoren solche auf die spezifischen Begebenheiten des hiesigen Marktes ausgerichtete Opportunity Funds aufgelegt haben, kann mit dem bis vor wenigen Jahren vorherrschenden Verständnis für die Anlageklasse „Real Estate“ erklärt werden. Immobilieninvestitionen wurden von ihrer Rendite-Risiko Komponente her über lange Zeit nur als Mittel zwischen Bundesobligationen und Aktien betrachtet. Sie dienten als direkte Anlagen zur Inflationsabsicherung von Vermögensbeständen,

¹⁸⁸ Vgl. Lietz/PCE The Lake Wobegon ...), S. 5

¹⁸⁹ Vgl. Lietz/PCE The Lake Wobegon ...), S. 11

¹⁹⁰ Erst 1997 und 1998 erfolgte eine Lockerung des „Bundesgesetzes für den Erwerb von Liegenschaften durch Personen im Ausland“

zur Generierung eines regelmässigen Cash-Flows („buy and hold“-Strategie) oder als Produktionsfaktor. Durch die Unvollständigkeit des Marktes, sowohl auf der Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite etablierte sich eine risikovermeidende Verhaltensnorm des Managements.

Bis 1998 war das Spektrum für indirekte Anlagemöglichkeiten auf verschiedene Immobilienfonds mit breit diversifizierten, vorwiegend aus Wohnliegenschaften bestehende Portfolios beschränkt. Erst 1997 und 1998 begannen mit der Lockerung der damaligen „Lex Friedrich“ die Intershop, ein ehemals internationaler Warenhausesigentümer und -betreiber, sowie das frühere Industrieunternehmen Maag ihre angestammten Geschäftsfelder zu verlassen, um den Aufbau grosser Portfolios mit Schweizer Liegenschaften voranzutreiben.¹⁹¹ Im Jahr 2000 emittierten die ersten drei Aktiengesellschaften an der Börse (im Gegensatz dazu führen die Ursprünge der amerikanischen REIT's bereits in die 60er Jahren zurück). Intershop und Maag begannen darauf mit der Aufwertung ihrer Immobilienportfolios, während vorab PSP und SPS in erster Linie eine Haltestrategie verfolgten. Es bestand nun für die Anleger die Möglichkeit, in differenziertere Strategien zu investieren, da die Immobilien AG's bedeutend weniger Regulatoren unterworfen waren als die Fonds.

Die Betrachtung des finanzwirtschaftlichen Zielsystems bei Immobilien, bestehend aus Rendite, Risiko und Liquidität, also die Performance einer Investition, kann bei Managern im Schweizer Immobilienmarkt als Denkweise neueren Datums bezeichnet werden. Sie ist aber als Grundverständnis für das Auflegen sowie die Investition in Opportunity Funds unerlässlich. Zwar betreiben und betrieben verschiedene kleinere Gesellschaften und Privatpersonen den opportunistischen Managementstil schon längere Zeit, doch wurden diese Vehikel bis anhin nicht als Anlagegefässe institutionalisiert. Die Ineffizienz des institutionellen Arrangements, insbesondere die der Verhaltensnormen, verhinderten aus dieser Sicht das Injizieren von Opportunity Funds als institutionelles Anlagevehikel zur Erweiterung des Anlagespektrums.

Dass das Verständnis für das ganze Spektrum der Anlageklasse Real Estate sich allmählich durchzusetzen beginnt, zeigt auch das Auflegen neuer Produkte, wie die der ersten Immobilienderivate der Zürcher Kantonalbank. Mit der Professionalisierung des Marktes und der weiter zunehmenden Steigerung der Effizienz dürften sich auch indirekte Anlagegefässe im opportunistischen Stil in der Anlagelandschaft etablieren.

Verbesserungspotential zur Steigerung der Markteffizienz (vgl. auch die Interpretationen der Thesen) liegen einerseits bei den Marktorganisationen, andererseits bei den Rahmenbedingungen. Die Professionalisierung der Märkte, nicht zuletzt als Folge der Entstehung von Bildungsinstitutionen und der Konzeption neuer Produkte wie Indizes, Immobilienbörsen und -auktionen oder auch Absicherungsmöglichkeiten¹⁹², erhöhen die Informationssicherheit, fördern die Markttransparenz und damit die Transaktionssicherheit. Dies wird zu einer zunehmenden Verbesserung der Immobilienallokation führen. Anpassungen von Portfolios und Auslagerungen von

¹⁹¹ Vgl. Schulte (Hrsg.) (Immobilien-Banking) S. 525

¹⁹² Zu Absicherungsmöglichkeiten im Immobilienmarkt; vgl. Gantenbein (Die Institutionen des ...), S. 191 ff.

Immobilienbeständen wären mit weniger Transaktionskosten (Such- und Koordinationskosten, aber auch der Senkung des Spezifitätenproblems) und unter grösserer Sicherheit durchzuführen, was wiederum zu einer Erhöhung der Marktliquidität führen würde.

Betrachtet man die hemmenden Rahmenbedingungen, so sind vor allem die Grundstückgewinnsteuer und das „Bundesgesetz für den Erwerb von Grundstücken durch Personen aus dem Ausland“ zu erwähnen. Die Handänderungssteuer wie auch die Grundstückgewinnsteuer führen sowohl über Erhöhung der expliziten Transaktionskosten als auch durch ihren Beitrag zu einer ineffizienten Immobilienallokation, zur Belastung effizienterer Marktorganisationen wie etwa die des Marktmachers. Diese Steuern sind in Frage zu stellen, da ihre Bedeutung als Einnahmequelle eher bescheiden ist.¹⁹³ Wie bereits erwähnt, ist das „Bundesgesetz für den Erwerb von Grundstücken durch Personen aus dem Ausland“ in der politischen Diskussion. Die Abschaffung würde einen grossen Beitrag zur Effizienz und zur Vollständigkeit der Märkte leisten, da sowohl die Übertragung der Verfügungsrechte wie auch die Sicherungsmöglichkeiten durch das Grundpfand liberalisiert würden.

¹⁹³ 1998 brachte die Besteuerung der Grundstücke ca. CHF 895 Mio. ein, was einem Anteil von 1.5% des Gesamtsteueraufkommens ergibt; vgl. Eidg. Steuerverwaltung (Kurzüberblick über...), www.estv.admin.ch/data/ist/d/dossier/d18.pdf abgerufen 17.06.06.

6 Konzeption eines Opportunity Funds für den Schweizer Markt

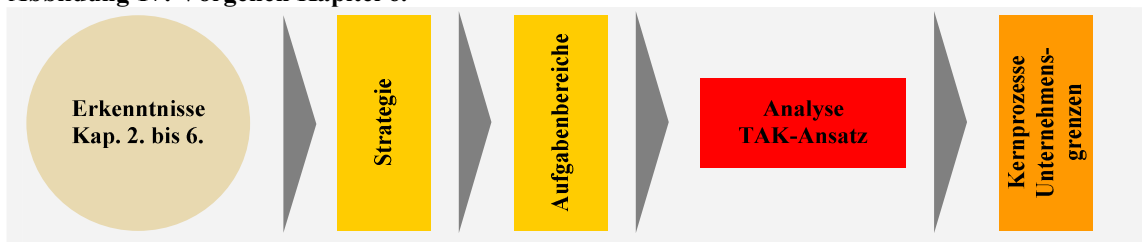
Im folgenden Kapitel wird explizit auf die Opportunity Funds im Schweizer Markt eingegangen. Basierend auf dem theoretischen Bezugsrahmen und den Erkenntnissen aus den abgeleiteten Thesen wurden die kritischen Faktoren für einen Markteintritt abgeleitet. Nach dem Ansatz des Business-Reengineering¹⁹⁴ und der Prozessorganisation wird nun der Schritt zur konzeptionellen Umsetzung (Governance Struktur) vollzogen.

Der Aufbau des Kapitels folgt der Idee, dass Kernprozesse unmittelbar aus der Strategie abgeleitet werden. Das Verhältnis von Strategie und Organisation wird von der Aussage „struktur follows process follows strategy“¹⁹⁵ geprägt.

Demzufolge gliedert sich das Kapitel in die Erarbeitung möglicher Kernstrategien und der daraus folgenden Tätigkeiten. Mit der Analyse durch den Transaktionskostenansatz werden die vertikalen Grenzen des Opportunity Funds festgelegt. Abschliessend werden die daraus folgenden Management-, Kern- und Supportprozesse festgelegt, die dann den unterschiedliche Überwachungs- und Kontrollsystemen zugeführt werden können.

Die Beschaffung des Eigenkapitals (Fundraising) wird, wie in Kap. 1. festgehalten, abgegrenzt.

Abbildung 17: Vorgehen Kapitel 6.



6.1 Kernstrategien

Die für einen Opportunity Fund möglichen Kernstrategien werden durch die Beschränkung der Übertragung der Verfügungsrechte (Lex Koller) geprägt (Kap. 4.1.1.). Dabei wird unterschieden zwischen der rechtlichen Ausgestaltung des Eigentümers der Verfügungsrechte und den grundpfandgesicherten Fremdkapitalgebern. Abhängig von der Struktur dieser Ausgestaltung kann das Segment des renditeorientierten Wohnungsbaus in die Strategie mit einbezogen werden. Im Folgenden werden zwei voneinander unabhängige Szenarien beschrieben, die diesem Gesichtspunkt Rechnung tragen.¹⁹⁶

Tabelle 7: Konzeption eines strategischen Szenarios „Der Schweizer Fonds für Schweizer“

Rechtliche Ausgestaltung des Vehikels (SPV)	Das Anlagevehikel (SPV) ist rechtlich so ausgestaltet, dass es nicht unter die Bewilligungspflicht von Lex Koller fällt. Insbesondere sind die Beteiligungen an Gesellschaften zu berücksichtigen die unter Art. 4 Abs. 1 lit. d und e (BewG) als Immobiliengesellschaften gelten.
Grundpfandgesicherte Fremdkapitalgeber	Von der EBK zugelassene Bank und Effektenhändler.

¹⁹⁴ Vgl. Osterloh/Frost (Prozessmanagement als ...), S. 27

¹⁹⁵ Vgl. Osterloh/Frost (Prozessmanagement als ...), S. 65

¹⁹⁶ Die Szenarien sind exemplarisch und nicht als detaillierte Positionierung zu betrachten. Zu Positionierung; vgl. Kotler/Bliemel (Marketing-Management), S 468 ff.

Initiatoren	Immobilien AG's, Banken etc. aber auch Privatpersonen aus der Schweiz
Fremdkapitalanteil	80 bis 90 % nach Investitionen
Strategisches Geschäftsfeld	Vorwiegend Wohnungsbau
Marketing-Strategiebereich	Ganze Schweiz. Vorwiegend in unrenovierte, schlecht bewirtschaftete Liegenschaften, aber auch Projektentwicklungen.
Aufbauzeit / Haltedauer	Der Zeitraum für den Aufbau soll maximal 1 bis 2 Jahre dauern. Die gesamte Haltedauer beträgt max. ca. 5 bis 7 Jahre (Vermeidung von zu hohen Transaktionskosten durch die Grundstücksgewinnsteuer).
Fondsgrösse	Mögliches Volumen in der Aufbauzeit ca. CHF 200 bis 300 Mio.
Bearbeitungsstrategie	Das Ziel ist die Entwicklung eines qualitativ hochwertigen Portfolios, mit einheitlichen Bewirtschaftungs- und Verwalterstrukturen durch: <u>Development</u> <ul style="list-style-type: none"> • kosten- und marktoptimierte Projektentwicklung <u>Redevelopment</u> <ul style="list-style-type: none"> • Kernsanierungen der Bestandesobjekte und Neupositionierung am Markt <u>Revitalisierung</u> <ul style="list-style-type: none"> • Anpassung der Ausstattung und der Qualität an die veränderten Marktverhältnisse <u>Performance-Management</u> <ul style="list-style-type: none"> • Mietmanagement • Vertragsmanagement • Objektmanagement • Dienstleistungsmanagement <u>Kaufmännisches Management</u> <ul style="list-style-type: none"> • Vereinheitlichung und Anpassung an internationale Standards
Ankäufe	Private Ankäufe aber auch Portfolioübernahmen von Institutionellen, die sich als EK-Geber beteiligen.
Exitstrategie	Als Exitstrategie wird auf die Lockerung / Aufhebung von Lex Koller als Sondereffekt hin gearbeitet. Das ganze Portfolio wird an ausländische Investoren veräussert, die in hochwertige Schweizer Wohnliegenschaften investieren möchten. Es wird der vermutete Effekt der erhöhten Nachfrage nach dem Fall von Lex Koller ausgenutzt. Teilportfolio- oder Objektverkäufe sind nicht ausgeschlossen. Geeignete Liegenschaften sollen in Stockwerkeigentum umgewandelt werden und „en detail“ am Markt platziert werden.
Wertschöpfung	Die Wertschöpfung wird sowohl durch das Finanzmanagement, das aktive Management (ausnützen von Marktanomalien) und das Ausnützen von Sondereffekten generiert.
Renditeerwartungen (nach Steuern)	Über 15 %

Tabelle 8: Konzeption eines strategischen Szenarios „Der internationale Fonds“

Rechtliche Ausgestaltung des Vehikels (SPV)	Steuroptimierte Anlagevehikel und Holdingstrukturen, die unter die Bewilligungspflicht von Lex Koller fallen.
Grundpfandgesicherte Fremdkapitalgeber	Internationale Investmentgesellschaften und -banken.
Initiatoren	Internationale Investmentgesellschaften, aber auch Schweizer Initiatoren.
Fremdkapitalanteil	80 bis 90 % nach Investitionen
Strategisches Geschäftsfeld	Spezialfonds aus Infrastruktur- und Touristikimmobilien

Marketing-Strategiebereich	Ganze Schweiz. Vorwiegend in hochwertige Immobilien im Logistik-, Touristik- und Infrastruktursektor (z.B. Bergbahnanlagen mit Hotels, aber auch Staumauern und Leitungsnetze etc.)
Aufbauzeit / Haltedauer	Der Zeitraum für den Aufbau soll maximal 1 bis 3 Jahre dauern. Die gesamte Haltedauer beträgt max. ca. 7 bis 8 Jahre (Vermeidung von zu hohen Transaktionskosten durch die Grundstücksgewinnsteuer).
Fondsgrösse	Mögliches Volumen in der Aufbauzeit ca. CHF 700 bis 1000 Mio.
Bearbeitungsstrategie	Das Ziel ist illiquide und intransparente Segmente marktgängig zu machen und transparente Strukturen schaffen durch: <u>Managementunterstützung der Betreiber</u> <ul style="list-style-type: none"> • Unternehmensoptimierung bei Betreiberkonzepten • Finanzmanagement <u>Performance-Management</u> <ul style="list-style-type: none"> • Mietmanagement • Vertragsmanagement • Objektmanagement • Dienstleistungsmanagement <u>Kaufmännisches Management</u> <ul style="list-style-type: none"> • Vereinheitlichung und Anpassung an internationale Standards
Exitstrategie	Als Exitstrategie wird auf einen Börsengang als Spezialfond oder als AG hingearbeitet. Auch eine langfristige Refinanzierung am Kapitalmarkt wäre denkbar.
Wertschöpfung	Neben dem Finanzmanagement zielt die Wertschöpfung auf die Schaffung von Transparenz und der Erhöhung der Liquidität einzelner Sektoren, mit der damit verbundenen Senkung der Risikoprämie ab.
Renditeerwartung (nach Steuern)	Über 20%

6.2 Geschäftstätigkeiten

Die primäre Aufgabe eines Opportunity Funds bzw. dessen Management, ist die Generierung der versprochenen Rendite für das eingesetzte Kapital. Kunde ist auf Fondsebene vorrangig der Investor. Um die Zielerreichung zu ermöglichen ist eine Vielzahl von miteinander vernetzten Geschäftstätigkeiten auszuführen. In Abbild 26 im Anhang) sind auf der Basis des Strategieszenarios „Der Schweizer Fonds für Schweizer“ (vgl. Tab. 7) die entsprechenden Aktivitäten entlang der Wertekette abgebildet. Im Gegensatz zu den Strategien vieler angelsächsischer Fonds (Abschlagsgeschäfte) ist dabei das Schwergewicht auf die aktive Wertsteigerung der Investments gerichtet.

6.3 Analyse der Geschäftstätigkeiten anhand der Transaktionskosten

Bei der Grenzziehung eines Unternehmens als Institution stellt sich die Frage, welche Transaktionen besser im Inneren abgewickelt werden (über Dienstverträge) und welche im Kontakt mit der Aussenwelt („make or buy“ - Entscheidung).¹⁹⁷ Mit der Bestimmung der horizontalen und vertikalen Grenzen wird zugleich die Grösse der Institution bestimmt. Die Diskussion um die richtige Unternehmensgrösse ist zugleich die

¹⁹⁷ Da die Arbeit auf den Schweizer Markt und auf Immobilieninvestments begrenzt wurde, werden im Folgenden vor allem die vertikalen Grenzen betrachtet. Es wird untersucht, welche Teile der Wertschöpfungskette der Opportunity Fund in eigener Verantwortung übernimmt und welche er dem externen Markt überlässt.

Diskussion um effiziente Unternehmensgrenzen.¹⁹⁸ Die Entscheidung, ob vertikal integriert wird, beruht auf dem Vergleich der Kosten der alternativen Arrangements unter den bestimmten Transaktionsbedingungen (Kap. 2.2.1.). Um über die Höhe der Transaktionskosten entscheiden zu können, ist es zunächst notwendig zu wissen, wie die Merkmale der Transaktion unter den vorgegebenen Marktbedingungen ausgeprägt sind. Die qualitative Beurteilung der Transaktionskosten der Geschäftstätigkeiten sind auf der Basis der Marktanalyse und der Ergebnisse aus den Thesen anhand der Tabelle 24 und 25 im Anhang beurteilt worden.

Aus der Analyse der Transaktionskosten der Geschäftstätigkeiten ergab sich folgendes Bild in Bezug auf die Kontroll- und Überwachungssysteme :

Tabelle 9: "make or buy" - Entscheid

Make (Hierarchie)	Netzwerkbildung, Investmentakquisition, Strategieentwicklung, Kaufvorbereitung, Asset-Management, Desinvestition
Buy (Markt)	Marktforschung, Vorprüfung, Kauf, Umsetzung der Strategie

Bei der bisherigen Betrachtung wurden nur die Extrempole der Hierarchie und des Marktes betrachtet. Dazwischen liegen die hybriden Formen, die sich entwickelten, weil sowohl der Markttausch als auch die interne Kontrolle Nachteile aufweisen. So werden bei Joint Venture-Partnerschaften typische innerbetriebliche Kooperationen (Langfristigkeit, Loyalität, Vertrauen) mit Merkmalen des Markttausches (rechtliche Selbständigkeit) kombiniert. Welche der Leistungen, die in der Hierarchie getätigt werden, nun an den Joint Venture Partner abgegeben werden, hängt sehr von den Kernkompetenzen der Partner ab. Initiatoren mit Kernkompetenzen im Immobilienbereich werden andere Partnerschaften (vertikale Integration) suchen als Initiatoren ohne Immobilien Know-How (laterale Integration). Die kritische Variable der Partnerwahl lautet aber immer, ob der potenzielle Partner Joint-Venture-fähig ist. An dieser Stelle wird auf eine weitergehende Gliederung zwischen hybriden Formen und Markt verzichtet, da diese nur rein hypothetischen Charakter hätte.

6.4 Prozessidee

Da sich Opportunity Funds vorwiegend in komplexen Marktstrukturen bewegen, wichtige Entscheidungsparameter nur schwer prognostizierbar sind und die Problemstellungen der Investments oft einzigartig sind, rückt eine robuste Ablauforganisation in den Vordergrund. Ziel ist es, zwischen Beschaffung und Absatz der Investments nach Möglichkeit durchgängige Prozesse mit wenigen Schnittstellen zu schaffen. Dies ermöglicht eine direkte Rückkopplung seitens des Absatzmarktes. Prozesse werden in Kern- und Supportprozesse gegliedert, die vom Managementprozess (Controlling, Reporting, Steuerung) gesteuert werden. Kernprozesse stiften einen direkten Kundennutzen, für welche der Kunde zu zahlen bereit ist. Da sie nach Definition¹⁹⁹ weder imitierbar noch substituierbar sind, sind die Kontroll- und Überwachungsmechanismen der Hierarchie zu wählen. Supportprozesse haben hingegen keine strategische Bedeutung und können einem Benchmark unterzogen werden. Es sind die Kontroll- und Überwachungsmechanismen des Marktes zu wählen.

¹⁹⁸ Vgl. Göbel (Neue Institutionenökonomik) S. 326

¹⁹⁹ Vgl. Osterloh/Frost (Managementprozesse als ...), S. 34f.

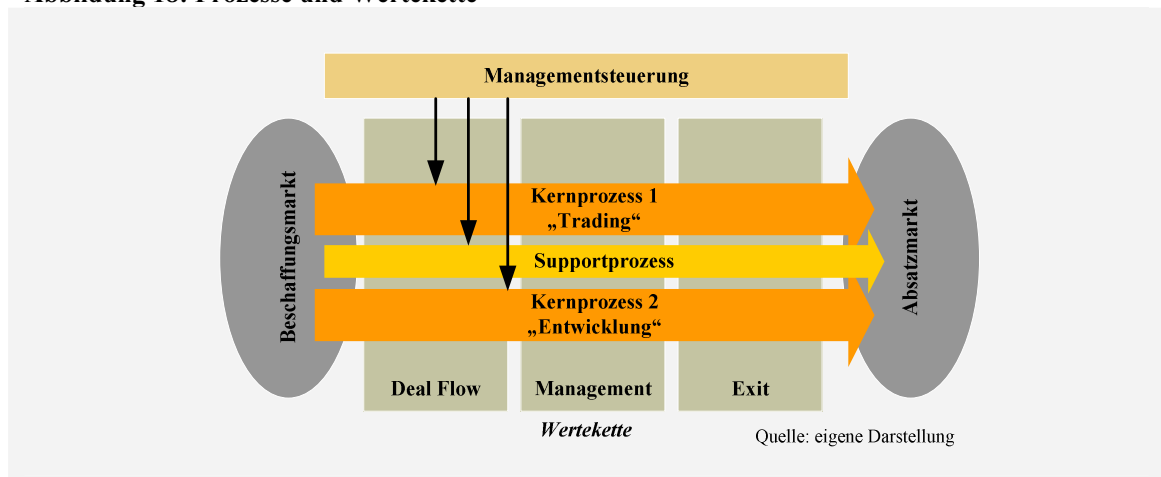
Aus der Analyse der Geschäftstätigkeiten eines Opportunity Funds in der Schweiz lassen sich zwei Kernprozesse und ein Supportprozess ableiten:

Tabelle 10: Prozesse

Kernprozess 1 „Trading“	Netzwerkbildung, Investmentakquisition, Kaufvorbereitung, Deinvestition
Kernprozess 2 „Entwicklung“	Strategieentwicklung, Asset-Management
Supportprozess „Investmentunterstützung“	Marktforschung, Vorprüfung, Kauf, Umsetzung der Strategie, Verkaufunterstützung

In weiteren Schritten würden nun die horizontale Segmentierung der Prozesse und die Prozessgestaltung erfolgen, die nicht Thema dieser Arbeit sind.²⁰⁰

Abbildung 18: Prozesse und Wertekette



²⁰⁰ Zur Segmentierung von Prozessen; vgl. Osterloh/Frost (Prozessmanagement als ...), S. 51 ff.

7 Schlussbetrachtung und Aussichten

Im folgenden Kapitel werden zunächst die zentralen Ergebnisse der Arbeit dargestellt und zusammenfassend bewertet, bevor eine Zukunftsperspektive zur Entwicklung von Opportunity Funds in der Schweiz aufgezeigt wird. Die Arbeit schliesst mit dem Aufzeigen von weiteren Forschungs- und Untersuchungsfeldern.

7.1 Zusammenfassung und Zielerreichung

Das erste Ziel der vorliegenden Arbeit lag in der Systematisierung von Grundlagenkenntnissen sowie der kritischen Erfolgsfaktoren und Strategien unter institutionellen Gesichtspunkten. Die Grundlagenkenntnisse lassen sich folgendermassen zusammenfassen:

- Renditeerwartungen von nicht börsenkotierten Anlagen können nicht über den Kapitalmarkt bewertet werden. Sie werden mit den Faktoren der Drittverwendbarkeit der Aktiven, des Handlungsspielraums der Passiven und der Unsicherheit des Wachstums festgelegt.
- Um hohe Risiken eingehen zu können und um möglichst viel Handlungsspielraum zu erhalten, sind opportunistische Anlagegefässen so konstruiert, dass sie möglichst geringen staatlichen Aufsichtskontrollen unterliegen. Die asymmetrische Informationsverteilung, die durch die unterschiedlichen Handlungsspielräume in der Dreierbeziehung zwischen originärem Investor, General Partner und dem lokalen Partner vor Ort entstehen, werden durch transaktionskostensenkende Institutionen, die das Verhalten der Individuen kanalisiert, verringert.
- Auf der Basis der Wertekette nach PORTER konnten die vier zentralen Bausteine der Beteiligungsakquisition, des Deal Flows, des Managements und des Exits festgelegt werden. Für den Erfolg von grosser Bedeutung ist die frühzeitige Planung der Exitstrategie.
- Die zeitpunkt- und die zeitraumbezogenen Wertschöpfungsstrategien sind jeweils von den dynamischen Veränderungen der Immobilienmarktzyklen, der Immobilienlebenszyklen, der Marktintransparenzen und den statischen Ereignissen spezieller Einzeleffekte abhängig.
- Investoren sollten Opportunity Funds danach beurteilen, ob sie die versprochene Rendite mit der vorgegebenen Strategie und dem festgelegten Fremdkapitalanteil erreichen.

Ein weiteres Ziel der Arbeit war die systematische Analyse des Schweizer Immobilienmarktes anhand eines Analyserasters, der auf die Strategien eines Opportunity Funds ausgerichtet ist. Der Raster wurde dem Forschungsgebiet der Neuen Institutionenökonomik entliehen. So wurde der Markt auf die Einschränkungen der Verfügungsrechte, die expliziten Transaktionskosten der Übertragung und Nutzung, die Transaktionskosten durch die Marktbenutzung und die transaktionsrelevanten Faktoren der Bereitstellungs- und Suchprobleme untersucht. Die Analyse des Schweizer Marktes ergab folgende Ergebnisse:

- Der institutionelle Rahmen ist vorwiegend durch die föderalistischen Strukturen geprägt. Einschränkend wirkt das Bundesgesetz für den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland. Es hat die Bildung oligopoler

Strukturen in einzelnen Marktsegmenten gefördert. Das Miet- und Pachtrecht sowie die Erlangung des Baurechts schränken die Verfügungsrechte zusätzlich ein.

- Die Kosten der Übertragung (explizite Transaktionskosten) entstehen vor allem aus steuerlicher Sicht. Die Grundstückgewinnsteuer spielt dabei eine entscheidende Rolle, denn sie reguliert über die Höhe der Abgabe den Exitzeitpunkt.
- Die Marktstruktur präsentiert sich als zusammenhängendes Netzwerk von verstädterten Gebieten. Der Gebäudebestand ist grössten Teils immer noch in Privatbesitz.
- Unter den etablierten Investoren herrscht zur Zeit eine hohe Wettbewerbsintensität um attraktive Investments.
- Der Schweizer Markt verfügt über eine Vielzahl von Dienstleistern, die für eine operative Zusammenarbeit mit einem Opportunity Fund in Frage kämen. Für eine Zusammenarbeit auf der strategischen Ebene fehlt den meisten Institutionen die Erfahrung im Umgang mit dem opportunistischen Managementstil.
- Für das Finanzmanagement steht eine Vielzahl von in- und ausländischen Bankinstituten zur Verfügung.

Zur Überprüfung des Marktes hinsichtlich dem Einsatz von Opportunity Funds wurden leitfadengestützte Gespräche und Befragungen mit in- und ausländischen Experten durchgeführt. Dadurch liessen sich die aufgestellten Thesen falsifizieren. Folgende Punkte stellen die zentralen Ergebnisse dar:

- Die Umsetzung von opportunistischen Investments wird durch das Bundesgesetz für den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland teilweise blockiert.
- Auf der Basis eines Modells konnte ein für Opportunity Funds interessantes jährliches Transaktionsvolumen von ca. CHF 1.4 Mrd. errechnet werden. Im Vergleich zu anderen Märkten ist dieses Volumen sehr klein.
- Obwohl eine hohe Wettbewerbsintensität um Investments besteht, werden nach Aussagen der Experten die Immobilienpreise kaum steigen. Der Druck auf die Renditen wird durch positive konjunkturelle Aussichten ausbleiben.
- Der Mangel an qualifiziertem Managementpersonal kann als Eintrittsbarriere betrachtet werden.
- Die klassische Strategie des Abschlaggeschäfts („buy low sell high“) ist im Schweizer Markt nur schwer umzusetzen. Um die geforderten Renditen zu erreichen, muss der Wert der Investments aktiv gesteigert werden.
- Auch im Schweizer Markt lassen sich die geforderten Renditen erreichen.

Warum sich im Schweizer Markt bislang keine Opportunity Funds etabliert haben, kann wie folgt beantwortet werden:

- Internationale Initiatoren konnten ihre ursprüngliche Strategie des Abschlaggeschäfts im Schweizer Markt durch die geringe Volatilität und das kleine Transaktionsvolumen nicht umsetzen. Durch die prohibitiven Regulatoren werden ihnen ganze Marktsegmente vorenthalten. Andere europäische Märkte boten diesbezüglich bessere Voraussetzungen. Das Fehlen von lokalen Partnern ist als zusätzliche Eintrittsbarriere zu betrachten.

- Schweizer Initiatoren legten keine Opportunity Funds auf, da das über lange Zeit fehlende Verständnis für die Anlageklasse „Real Estate“ zu risikovermeidenden Verhaltensnormen im Management sowohl auf Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite geführt hatte. Es fehlte bis vor wenigen Jahren das Grundverständnis für das Initiieren hochverzinslicher Anlagegefässe.

Das letzte Ziel der Arbeit lag in der Konzeption eines Opportunity Funds, welcher explizit auf den Schweizer Markt ausgerichtet ist. Nach dem Ansatz des Business-Reengineering und der Prozessorganisation wurde der Schritt zur konzeptionellen Umsetzung und der Governance Struktur vollzogen:

- Es wurden zwei voneinander unabhängige Szenarien entwickelt. Die Kernstrategien eines Opportunity Funds im Schweizer Markt sind durch die Beschränkung der Übertragung der Verfügungsrechte geprägt. Es entstand „Der Schweizer Fonds für Schweizer“ und „Der Internationale Fonds“.
- Durch die Analyse der Geschäftstätigkeiten mit dem Transaktionskostenansatz konnte eine effiziente vertikale Unternehmensgrenze zwischen Markt und Hierarchie gezogen werden.
- Abschliessend konnten die Management-, Kern- und Supportprozesse festgelegt werden. Manager von Opportunity Funds im Schweizer Markt müssen nicht nur gute Finanz- und Immobilientrader sein, sondern auch ausgezeichnete Immobilienentwickler.

7.2 Ausblick

Opportunity Funds sind seit ihrer Entstehung Anfang der 90er Jahre zu einem festen Bestandteil der internationalen Immobilienmärkte geworden. Den Schweizer Markt betrachtend kann festgestellt werden, dass die Regulatoren des institutionellen Rahmens, exogene Faktoren wie Marktstruktur und -volumen und die Verhaltensnormen der Marktorganisationen die Entstehung solcher Anlagegefässe bisher verhindert haben. Die zunehmende Liberalisierung der Rahmenbedingungen und die Professionalisierung des lokalen Managements werden zu einer Sensibilisierung gegenüber den Veränderungen und den Potentialen des Schweizer Immobilienmarktplatzes führen.

Die etablierten Opportunity Fondsgesellschaften werden deshalb die Entwicklung am Schweizer Markt vermehrt beobachten, wobei auf Grund ihrer Finanzkraft das Interesse weiterhin vor allem auf den wenigen grossvolumigen Transaktionen liegen wird.

In Zukunft dürften vor allem einige Schweizer Initiatoren kleinere hochverzinsliche Anlagegefässe auflegen, die den Rahmenbedingungen und Marktstrukturen im Sinne von Binnengefässen wie „Der Schweizer Fonds für Schweizer“ (vgl. Kapitel 6.1.) entsprechen. Allerdings wird einerseits die initiatorenfreundliche Gebührenstruktur der angelsächsischen Fonds bei Schweizer Investoren kaum durchzusetzen sein, andererseits verlängern sich die Laufzeiten der Fonds, insbesondere durch das Vorhandensein der Grundstücksgewinnsteuer, auf deutlich über fünf Jahre. Von der Risikoklasse her bewegen sie sich dann eher zur Kategorie „value added“ hin. Schweizer Initiatoren werden jedoch die Rolle des first movers übernehmen müssen, da bislang solche institutionalisierte Anlagegefässe im Speziellen und indirekte Anlagen im Allgemeinen bei den hiesigen Investoren noch nicht etabliert sind.

Die Möglichkeit zur Investition in solche Anlagegefässe würde den Anlegern ein zusätzliches Potential zur Diversifikation ihrer Portfolios durch spezifische Managementleistungen ermöglichen. Auch diese Erkenntnis muss sich aber im Schweizer Markt noch verstärkt durchsetzen.

7.3 Weiterer Untersuchungs- und Forschungsbedarf

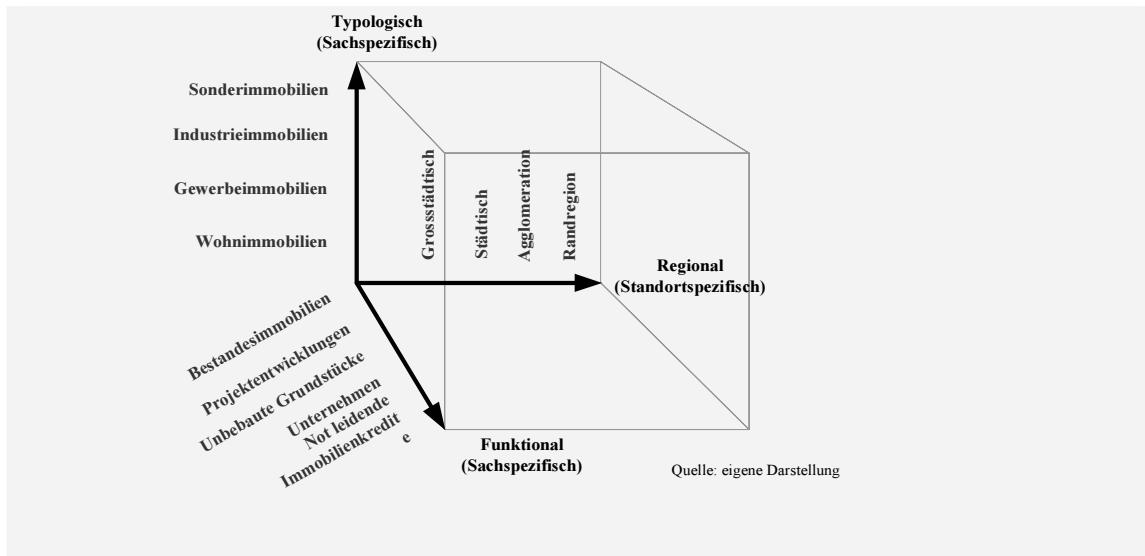
Die Untersuchungen über die Opportunity Funds im Allgemeinen und im Schweizer Markt im Speziellen, stellen ein noch junges Betätigungsfeld dar. In diesem Zusammenhang besteht noch erheblichen Bedarf für weitere Untersuchungen sowie vertiefte Forschungen:

- In dieser Arbeit wurde die Struktur an Hand von Fondslösungen dargestellt. Es sind aber auch andere Ansätze denkbar, die zu unterschiedlichen Motivations- und Koordinationslösungen führen würden. Es wäre denkbar, dass institutionelle Bestandeshalter Teile ihrer Portfolios als opportunistische Anlagegefässe ausgliedern, da sie weniger Limitierungen durch die Regulatoren unterliegen.
- Es besteht ein Bedarf an einer vertieften Untersuchung in der Beziehung zwischen dem General Partner als Initiator und dem operativen Partner vor Ort. Robuste Prozessorganisationen und –strukturen würden die Umsetzbarkeit von Opportunity Funds im Schweizer Markt erhöhen. Die vorhandene Literatur beschränkt sich jedoch vorwiegend auf die Beziehungsproblematik zwischen originärem Investor und dem General Partner.
- Rechtliche und steuerliche Überlegungen zur Struktur eines Schweizer Fonds wurden nur am Rande behandelt. Vor dem Hintergrund der sich liberalisierenden Rahmenbedingungen wäre eine diesbezügliche Studie hilfreich, um steueroptimierte Gefässe zu entwickeln.
- Im Sinne der Transparenz und der Reputation wären einheitliche Gebühren-, Rendite- und Ertragsberechnungsstandards festzulegen, die eine Vergleichbarkeit zu anderen Produkten ermöglichen würden.

Anhang

Diversifikationsmöglichkeiten

Abbildung 19: Diversifikation

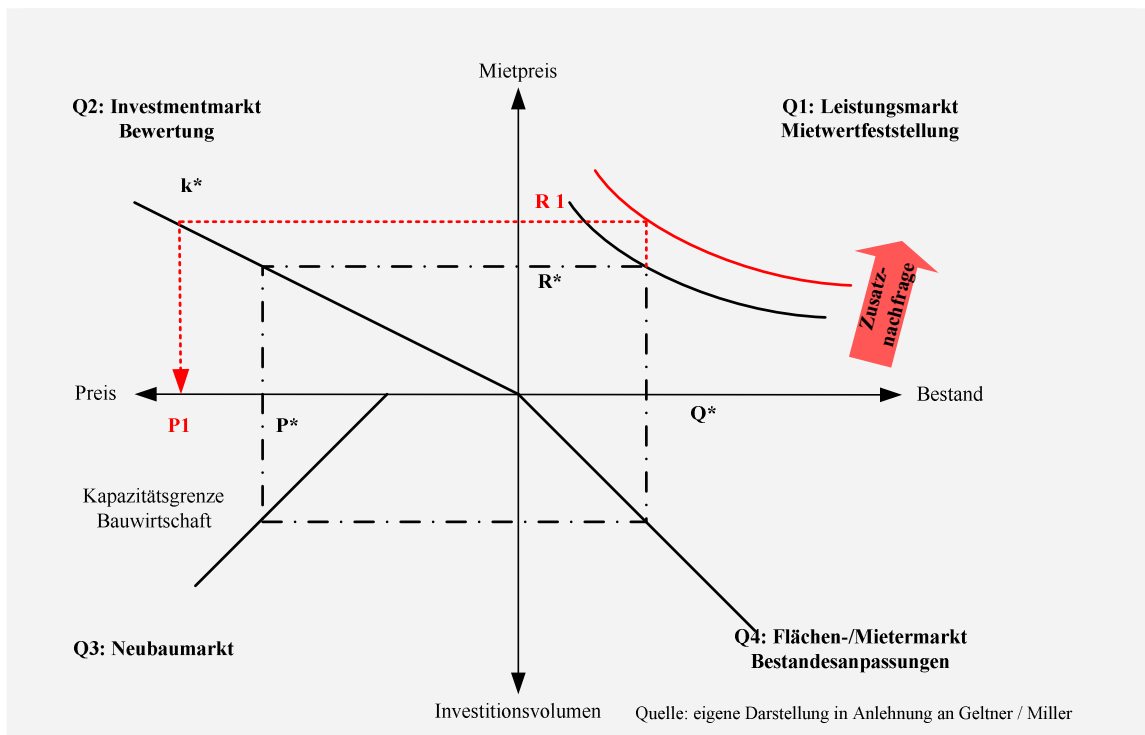


Vier-Quadrantenmodell

Marktzyklen lassen sich im Vier-Quadrantenmodell (Abb. 20) nach Wheaton darstellen.²⁰¹ Die Mietflächen-Nachfragefunktion im ersten Quadrant (Q1) ist eine fallende Funktion des Mietpreises und deren Lage wird von den exogenen makroökonomischen und außerökonomischen Parametern, z.B. dem Bruttoinlandprodukt oder der Bevölkerungsentwicklung bestimmt. Der Immobilienbestand K (für „Kapitalstock“) spiegelt das Angebot wieder, das kurzfristig starr ist und somit den Mietpreis bestimmt. Im zweiten Quadrant (Q2) bestimmt sich der Preis von Immobilien P (pro standardisierter Einheit, also z.B. m^2 Hauptnutzfläche in normierter Ausstattung) durch den endogen bereits festgelegten Mietpreis und die Kapitalisierungsrate, die als Opportunitätskostenfaktor aus alternativen Anlageformen mit gleichem Risiko-/Ertragsprofil vom Kapitalmarkt abgeleitet wird. Im dritten Quadrant (Q3) wird nun der Immobilienpreis zur Herleitung des Neuprojekt-Investitionsvolumen verwendet. Die Nachfrage nach Neubauten ist unter der Annahme, dass diese den Bestand nur unwesentlich verändern, eine vollkommen elastische Funktion der Immobilienpreise. Das Investitionsangebot hängt bis zum Erreichen der Kapazitätsgrenze der Bauwirtschaft vom Kapitalpreis P und den Konstruktionskosten ab. Das so gebildete Neuprojekt-Investitionsvolumen bildet zusammen mit dem um die Abschreibung geminderten Bestand in Quadrant vier (Q4) den gleichgewichtigen Kapitalstock. Hier finden die Bestandesanpassungen statt, die endogen ablaufen.

²⁰¹ Vgl. Geltner/Miller (Commercial ...), S. 27 ff.; auch Wernecke/Rottke (Immobilienzyklen), S. 38 ff.

Abbildung 20: Vier-Quadrantenmodell



Regulierungen des Institutionellen Rahmens (Übersicht)

Tabelle 11: Regulatoren

Öffentl.-rechtl- Regulierungen	<ul style="list-style-type: none"> - Erlasse zur Raumplanung (RPG) - Umweltschutzbestimmungen (USG) - Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (Lex Koller) - Bäuerliches Bodenrecht - Verbandsbeschwerderecht (NHG Art. 12)
Steuerrechtl. Regulierungen	<p>Bei Besitz relevante Steuern</p> <ul style="list-style-type: none"> - Eigenmietwert - Einkommens- / Ertragssteuer - Vermögens- / Kapitalsteuer - Liegenschaftsteuer <p>Bei Handänderung relevante Steuern</p> <ul style="list-style-type: none"> - Handänderungssteuer - Grundstückgewinnsteuer - Erbschafts- und Schenkungssteuer
Privatrechtliche Regulierungen	<p>Immobilienrecht</p> <ul style="list-style-type: none"> - Grundeigentum (ZGB 655 – 712t) - Dienstbarkeiten, Grunderlässe (ZGB 730-833) - Besitz und Grundbuch (ZGB 919 – 977) - Grundbuchverordnung (GBV) <p>Immobilien – Vertragsverhältnisse</p> <ul style="list-style-type: none"> - Grundstückkauf (OR 216-221)

Mögliche Partner und Immobiliendienstleister

Tabelle 12: Börsenkotierte Immobilien-Aktiengesellschaften in der Schweiz

	Börsenkapitalisierung per 31.12.05 in CHF ²⁰³
Allreal Holding	1'320'000'000.-
Eastern Property Holding (USD)	152'000'000.-
Intershop Holding	504'000'000.-
LO Holding	111'000'000.-
Mobimo	490'000'000.-
PAX-Anlagen	135'000'000.-
PSP Swiss Property	2'673'000'000.-
Swiss Prime Site SPS	1'552'000'000.-
Warteck Invest	233'000'000.-
Züblin Immobilien Holding	321'000'000.-
Total kotierte Immobilien AG's	7'303'000'000.-

Tabelle 13: Service-Developer aus Planung und Beratung²⁰⁴

	Anzahl Mitarbeiter ca.	Anteil Projektentwicklung in % ca.
Atelier WW, Zürich	55	55
Burkhard + Partner, Basel, Bern, Zürich, Laus. ²⁰⁵	220	5
CCHE Architecture, Lausanne	60	10
Emch + Berger AG, Bern, Basel, Zürich	35	100
Fischer Architekten, Zürich	50	33
Itten + Brechbühl, Zürich, Basel, Lausanne	150	k.a.
Metron Architektur, Brugg	60	35
Stücheli Architekten, Zürich	50	50
Wüest & Partner, Zürich	50	k.a.

Tabelle 14: Investor-Developer

	Anzahl Mitarbeiter ca.	Marktpräsenz
Allreal AG, Zürich	55	ganze Schweiz
Bracher + Partner	10	Mittelland
Intershop Holding AG, Winterthur	k.a.	ganze Schweiz

Tabelle 15: Unabhängige Service-Developer

	Anzahl Mitarbeiter ca.	Anteil Projektentwicklung in % ca.
Kamata GmbH, Zürich	5	100
Klingenfuss + Partner	k.a.	k.a.
K-Werkstatt, Aarau	k.a.	k.a.
Nüesch Development AG, St. Gallen	k.a.	100
Primagon, Zürich	k.a.	k.a.

²⁰³ Vgl. Immobilien Business (Februar 2006), S. 25

²⁰⁴ Vgl. Hochparterre (04/2006), S. 20 ff.

Tabelle 16: Trade-Developer aus dem GU-Umfeld

	Anzahl Mitarbeiter ca.	Marktpräsenz
Alfred Müller AG, Baar	130	ganze Schweiz
Allreal AG, Zürich	240	ganze Schweiz
Anliker AG, Emmenbrücke	900	ganze Schweiz
Fruttiger AG, Thun	1'700	ganze Schweiz
Halter GU, Zürich	280	Raum Zürich
HRS AG, Frauenfeld	100	ganze Schweiz
Implenia AG (vorm. Batigroup, Zschokke, Privera)	6'500	ganze Schweiz Ziel International
Karl Steiner AG, Zürich	500	ganze Schweiz
Losinger Construction AG, Bern	k.a.	ganze Schweiz International
Marazzi GU AG, Muri ²⁰⁶	300	ganze Schweiz
Marti GU AG, Bern	k.a.	ganze Schweiz

Tabelle 17: Unternehmen im Bereich Real Estate Investmentmanagement²⁰⁷

	Eigentümer	Asset under Management (CHF Mrd.)
Credit Suisse Asset Management	Credit Suisse Group	9.4
Swisscanto Immobilien Management AG	Swisscanto Holding	2.9
Swiss Life Property Management AG	Swiss Life Group	8.0
PSP Management AG	PSP Swiss Property	4.3
Pensimo Management AG	4 Anlagestiftungen	3.8
Alba Investment AG	HIG Anlagestiftung	0.5
Avadis Vorsorge AG	ABB Pensionskasse	1.4

Tabelle 18: Bewirtschaftungsunternehmen²⁰⁸

	Anzahl Mitarbeiter ca.	Verwaltete Verträge
Livit	270	130'000
Wincasa	210	110'000
Privera	220	80'000
Serimo	90	75'000
PSP Management	145	60'000
Schäppi Grundstücke	80	35'000
Regimo	70	30'000
Verit	70	28'000
Intercity	80	25'000
Colliers	54	23'000

²⁰⁶ Vgl. NZZ (Nr. 119/06), S. 21; Marazzi operiert künftig im Bouygues-Konzern.

²⁰⁷ Bollinger/Ruhstaller (Immobilienmarketing), S. ...

²⁰⁸ Bollinger/Ruhstaller (Immobilienmarketing), S. ...

Tabelle 19: Weitere Spezialisten

	Spezialgebiet
Basler & Hofmann AG, Zürich	Technische Beratung, UVP
Basler & Partner AG, Zollikerberg	Technische Beratung, UVP
ecosens AG	Environmental Management
Niederer, Kraft & Frey, Zürich	Rechts- und Transaktionsberatung
PriceWaterhouseCooper	Transaktionsberatungen
Sal. Oppenheim (Schweiz) AG, Zürich	Transaktionsberatungen
Wüest & Partner, Zürich, Genf	Bewertungen, Transaktionsberatungen

Transparenzfördernde Institutionen

Tabelle 20: Wichtige Online-Marktplätze

Börse	www.comparis.ch	www.homegate.ch	www.immostreet.ch	www.immoscout24.ch
Objekte	70'000	39'000	35'000	11'000

Tabelle 21: Wichtige Institutionen der Preisfindung

Methode	Anbieter
Publikation von Angebotspreisen	Wüest & Partner
Expertenschätzung	verschiedene Gutachter im Einzelfall
Transaktionspreise (Quadratmeterpreis)	Kant. Bodenpreisstatistik
Trankaktionspreise (Hedonische Methode)	IAZI, ZKB

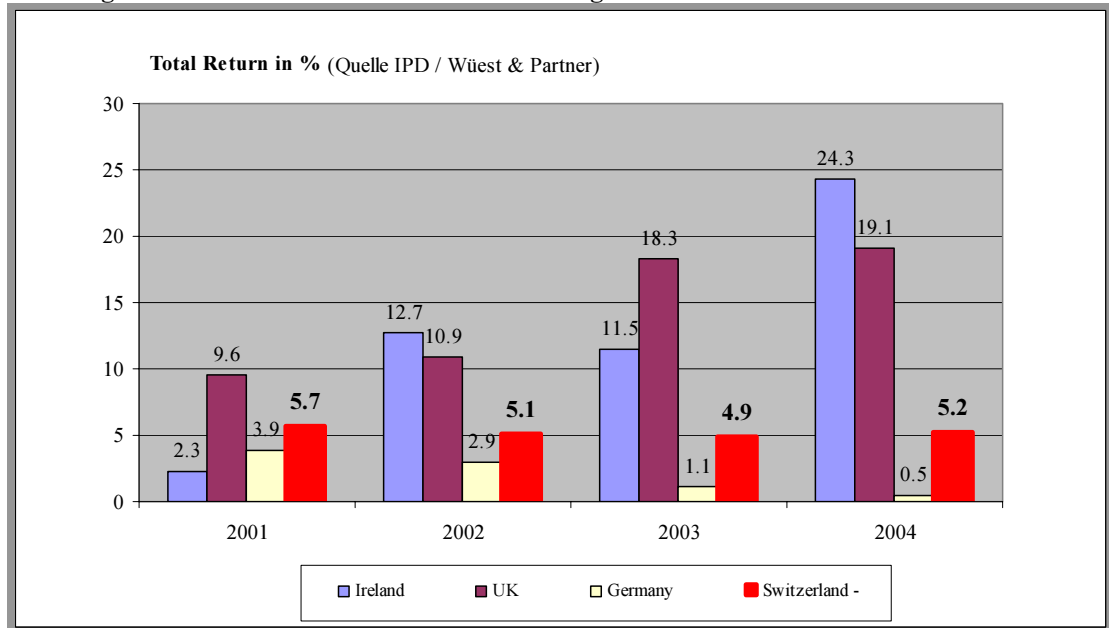
Berechnung des Transaktionsvolumens im Schweizer Markt

Tabelle 22: Transaktionsvolumen

Gebäudewert (Schätzung)	<ul style="list-style-type: none"> Ganzer Schweizer Markt 	100%	2'000 Mrd.
Handelbare Sektoren für ausländische Investoren	<ul style="list-style-type: none"> Industrie / Handel 	14%	240 Mrd.
	<ul style="list-style-type: none"> Büro /Verwaltung (ohne öffentl. Hand) 	8%	160 Mrd.
	<ul style="list-style-type: none"> Übrige 	3%	60 Mrd.
Total			460 Mrd.
Transaktionsquote		3%	
Transaktionsvolumen p.a			13.8 Mrd.
Transaktionsfähigkeit		10%	
Mögliches Transaktionsvolumen p.a.			1,38 Mrd.

Total Return im Vergleich

Abbildung 22: Total Returns im internationalen Vergleich



Praxisbeispiel Renditeerwartungen

Das Praxisbeispiel (Tab. 23) soll verdeutlichen, dass die von Investoren geforderten Renditen im Schweizer Bestandesmarkt durchaus möglich sind.

Das Objekt befindet sich in einer mittelgrossen Stadt ca. 20 Kilometer von Zürich entfernt an einer verkehrsgünstigen Lage. Es wurde 1994 als Büro- und Gewerbegebäude erstellt und befindet sich in einem technisch guten Zustand. Der Ersteller nutzte Teile davon für seinen Betrieb im Baunebengewerbe. Nach einer erfolglosen Nachfolgeregelung des Betriebs stand das Gebäude Anfangs 2006 zum Verkauf. Im Auftrag eines ausländischen Investors unterzog der Autor im Rahmen seiner beruflichen Tätigkeit das Objekt einer detaillierten Analyse. Es wurden vor allem Schwachstellen im Vermietungsmanagement, das vom bisherigen Eigentümer in Eigenregie durchgeführt wurde und in der Ausnutzung der Flächen festgestellt. Mit wenigen Massnahmen wurde eine jährliche Steigerung des Mietertrags von minimal 3% prognostiziert. Der vorhandene temporäre Leerstand ist mit dem Auszug des Betriebs des vormaligen Besitzers begründet und dürfte in maximal 2 Jahren abgebaut sein.

Für diese Arbeit wurde der Businessplan um die typischen Finanzierungs- und Gewinnverteilung von Opportunity Funds erweitert. Der Einfachheit halber wurde auf die Berücksichtigung eines lokalen Partners verzichtet.

Es kann festgehalten werden, dass für den Investor eine Rendite (nach Steuern und Gebühren) von ca. 14.8% erreicht werden kann (Tab. 23 im Anhang). Der General Partner generiert eine Rendite von 26.4%.

Die grösste Hebelwirkung auf die Renditen hat der Fremdfinanzierungsgrad (Abb. 23), gefolgt von der Steigerung der Erträge (Abb. 25). Bei den untersuchten Determinanten haben die Kosten der Fremdfinanzierung (Abb. 24) die kleinsten Auswirkungen auf die Renditen. Steigt der Zinssatz um 30%, von bspw. 3,1% um 100 Basispunkte auf 4,1%, verringert sich die Rendite des originären Investors um lediglich 1,8%.

Abbildung 23: Fremdfinanzierungsgrad

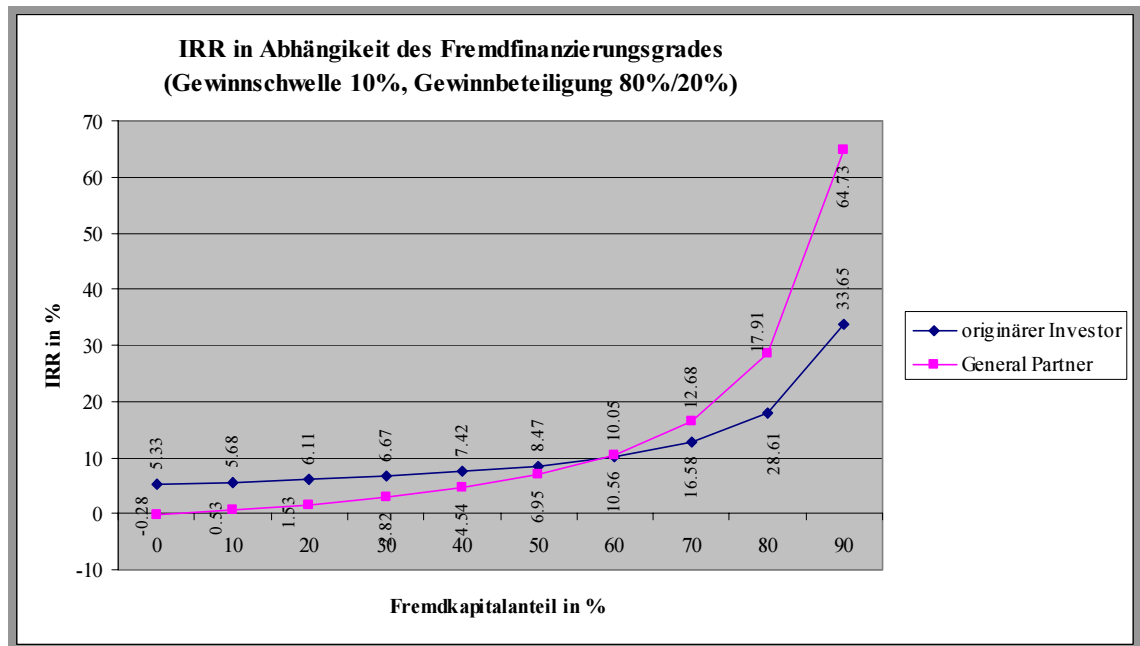


Abbildung 24: Fremdfinanzierungskosten

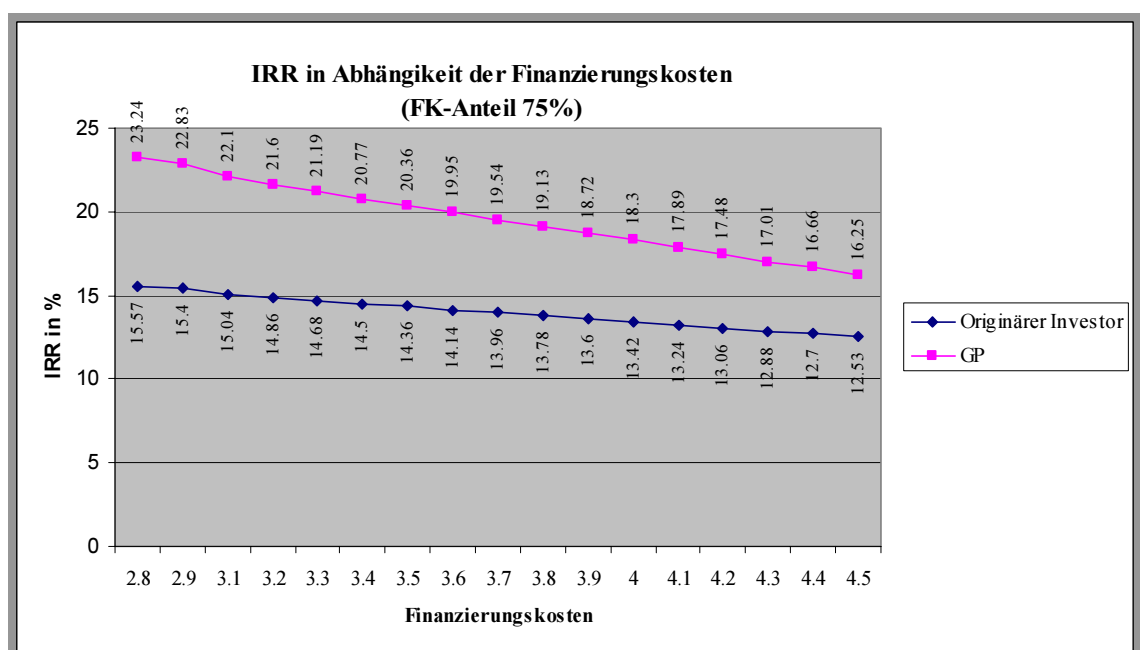


Abbildung 25: Ertragssteigerung

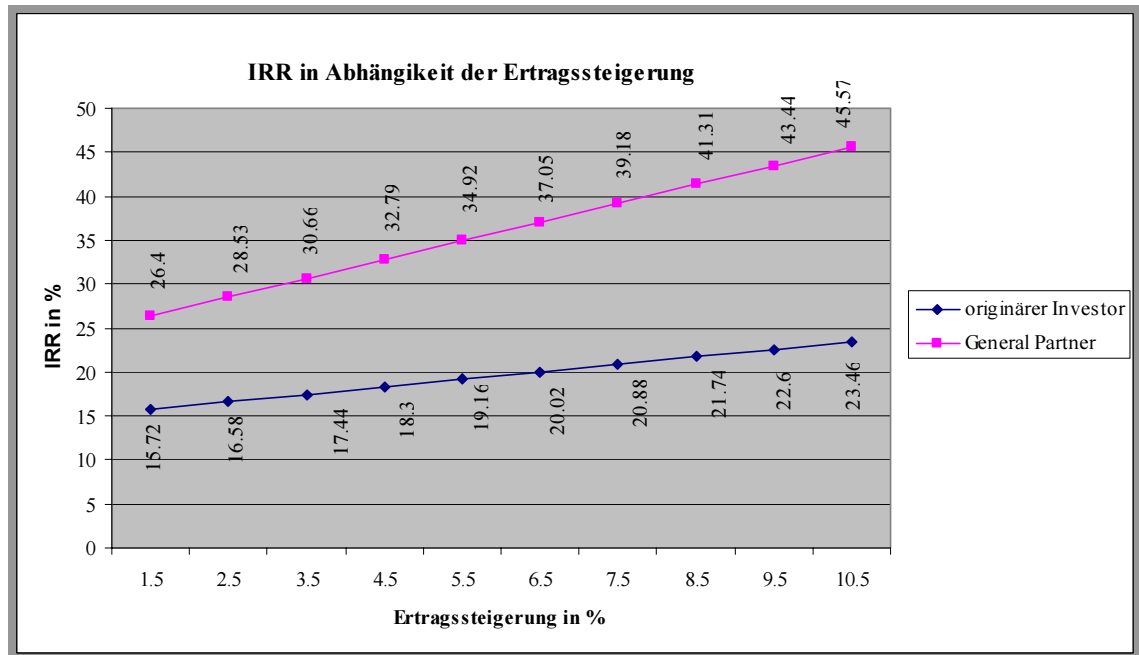


Tabelle 23: Praxisbeispiel

Investitionsanalyse Gewerbehäus		Exitkalkulation nach 10 Jahren (als Ertragswert)		Grundstückgewinnsteuer approx.	
Kaufpreis	CHF 12'300'000	Nettorendite	6.00%	Verkaufspreis	CHF 14'804'555
Kommission / Kosten	1.00% 123'000	Indexierung Mietzins	1.00%	Kaufpreis	CHF 12'300'000
Grundbuchkosten	0.20% 24'600	Kap.satz teuerungsbereit	5.00% netto	Kommission / Kosten	370'114
Total Kosten	CHF 12'447'600	Kommission / Kosten	2.50%	Abschreibung	123'000
Finanzierung	100.00%	Grundbuchkosten	0.20%	Grundbuchkosten	28'608
Fremdkapital	80.00% 9'958'080	Grundstückgewinnsteuer im Jahren 6 approx.	37.00%	Wertvermehrende Kosten	CHF 500'000
Eigenkapital	20.00% 2'489'520	Nettorendite bei Erwerb	5.05%	Grundstückgewinnsteuer 37.00%	639'288
Fremdkapitalzins	3.25%	Nettorendite bei Verkauf	5.00%	Cash Return	
Amortisation	2.00%	Nettoertrag Periode 5	CHF 740'228	Verkaufspreis	CHF 14'804'555
Ertragssteigerung p.a. Aktives Management	1.50%	Verkaufspreis	CHF 14'804'555	Kommission	2.50% 370'114
Teuerung		Investitionen		Grundbuchkosten	0.20% 29'608
Teuerung nach LIK	1.25%	Zyklus in Jahren	30	Hypothek Tilgung	CHF 9'001'316
Indexierung der Mieterträge (80% vom LIK)	1.00%	Erneuerung	25.00%	Grundstückgewinnsteuer	CHF 639'288
Steuersätze		Annuität	105'788	Sonstige Kosten	CHF 20'000
Ertragssteuer approx.	30.00%			Total Cash Return	CHF 4'744'219
Objektsteuer approx.	1.00%			IRR Investor (netto) p.a.	15.72%
Abschreibung (Steuern) Linear	0.20%			IRR GP p.a.	26.40%

DCF - Tool		Einheit					Arrangement zwischen Investor und GP			
Kennzahl		2006	2007	2008	2009	2010	Exit 2010			
Betriebsbedingter Geldfluss								Gewinnschwelle	10.00%	
Soll-Miete (brutto)	CHF	856'716	878'134	886'915	895'784	904'742		Gewinnanteil Investor	80.00%	
Temporäre Leerstände	CHF	88'032	40'000	10'000	0	0		Gewinnanteil GP	20.00%	
Sockellenstand	CHF	0	10'000	10'000	10'000	10'000		Equityanteil Investor	90.00%	
Ist-Miete (brutto)	CHF	768'684	828'134	866'915	885'784	894'742		Equityanteil GP	10.00%	
Betrieb / Verwaltung	CHF	41'236	41'751	42'273	42'802	43'337		Management Fees	2.00%	
Investitionen einmalig	CHF	300'000	100'000	100'000	0	0		Total Cash-Return	4'754'814	
Investitionen laufend	CHF	105'788	107'111	108'450	109'805	111'178		Investor Investment	2'240'568	
Total betriebsbedingter Geldfluss	CHF	321'680	579'272	716'182	733'177	749'228		Fee	224'057	
Finanzierungsbedingter Geldfluss								Anteil Gewinnschwelle	1'120'284	
Hypothek	CHF	9'958'080	9'758'918	9'563'740	9'372'465	9'185'016		Anteil Gewinn	816'427	
Finanzierung Fremdkapital	CHF	323'638	317'165	310'522	304'605	298'513		General Partner Investment	248'952	
Tilgung / Amortisation	CHF	191'162	188'178	191'275	187'448	183'700		Anteil Gewinnschwelle	124'476	
Total finanzierungsbedingter Geldfluss	CHF	522'799	512'343	502'096	492'054	482'213		Anteil Gewinn	204'107	
Steuern										
Abschreibung	CHF	24'600	24'600	24'600	24'600	24'600				
Ertragssteuer	CHF	0	-71'252	-114'231	-121'192	-129'134				
Objektsteuer	CHF	-23'419	-25'411	-27'363	-29'275	-31'150				
Total Steuern	CHF	-23'419	-86'683	-141'584	-150'467	-158'284				
Free Cash Flow nach Steuern		-224'559	-29'734	72'502	90'656	101'730	4'744'219			
Return on Equity (nach Steuern)		13.21%								
Barwert		-2'489'520	-198'356	-23'200	49'989	55'190	54'706	255'121		

Geschäftstätigkeiten

Abbildung 26: Geschäftstätigkeiten

Deal Flow				
Netzwerke bilden	Marktforschung	Investmentakquisition	Vorprüfung	Strategie
<ul style="list-style-type: none"> • Makler • Besitzer / Verkäufer • Grossmieter / Nutzer • Banken • Berater • Architekten • Käufer • Anwälte • Konkurrenten • Steuerberater • Projektentwickler • GU / TU • Bewerter • Journalisten • Verbände 	<ul style="list-style-type: none"> • Marktverhalten • Branchen • Konkurrenz • Mieter • Investoren • Makler • Banken • Seminare • Marktparameter • Wirtsch. Entwicklung • Politik • Kapitalmärkte 	<ul style="list-style-type: none"> • NPL • Grossobjekte • Portfolios • Einzelobjekte • Spezialimmob. • Sale & lease back • Delisting Immo AG • Unternehmungen • Off-Market-Deal • Auktionen • Notleidende Objekte • Share-Deal • Asset-Deal 	<p><u>Due Diligence</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Finanziell • Technisch • Rechtlich • Umwelt • Steuern <p><u>Beteiligung</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Direkt • Joint Venture • Mazanina <p><u>Organisation</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Deal Flow • Meeting 	<p><u>Property Business Plan</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Hands on • Hands off • Timing • Liquidität <p><u>Marktstrategie</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Zyklen • Transparenz • Effekte • Abschläge auf Portfolio
Kauf		Value Added		
Kaufvorbereitungen	Kauf	Assetmanagement	Umsetzung der Strategien	Desinvestition
<p><u>Verfeinerte Due Diligence</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Finanziell • Rechtlich • andere <p><u>Financing</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Struktur • Termesheet • Vertrag <p><u>Rechtliche und steuerliche Struktur</u></p> <p><u>Verhandlungen</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Closing • Notar • Übergabe 	<p><u>Detaillierte Asset-Strategien</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Development • Redevelopment • Revitalisierung • Performance-Management • Kaufmännisches Management • Timing • Exitstrategien • Partner • Dienstleister 	<p><u>Entwicklung und Bewirtschaftung</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Projektentwicklung • Mietmanagement • Vertragsmanagement • Objektmanagement • Dienstleistungsmanagement 	<p>Verkaufsstrategie</p> <ul style="list-style-type: none"> • Einzelobjekte • Portfolio • Börsengang • Fusion • Refinanzierung • Kontakte • Makler • Advisory Teams • Private • Versicherungen • Pensionskassen • Immo AG • Ausländische Investoren

Management-Unterstützung
 Controlling
 Reporting
 Steuerung

Beurteilung der Transaktionskosten

Tabelle 24: Transaktionskostenanalyse (buy)

Geschäftstätigkeiten: Marktforschung, Vorprüfung, Kauf, Umsetzung der Strategie		
Merkmale der Transaktionen und daraus folgende Transaktionskosten	Make Netzwerkbildung selber durchführen (Nutzung der Hierarchie)	Buy Als Dienstleistung einkaufen, Beauftragung eines Dienstleisters, Spezialisten etc. (Nutzung des Marktes)
1. Häufigkeit	<i>geringer</i> Keine eigenen Dienstabteilung	<i>häufig</i> Der Markt bietet verschiedene Anbieter als Dienstleister.
2. Spezifität	Die Massnahme ist <i>nicht speziell</i> auf das Unternehmen ausgerichtet	Die Massnahme ist <i>nicht speziell</i> auf das Unternehmen ausgerichtet
Folge: Nachverhandlungen	Keine Nachverhandlung, bew. intern leichter nachverhandelbar	Keine Nachverhandlungen zu erwarten, da keine Abhängigkeit vom Anbieter besteht
3. Unsicherheit	<i>gering</i> Es bestehen genügend	<i>gering</i> Der Anbieter ist zwar nicht bekannt

Folge: Ex-ante / Ex-post Transaktionskosten	Informationen über die Mitarbeiter. Anpassungen sind einfach möglich.	aber die Anpassungen der Verträge sind problemlos da der Anbieter gewechselt werden kann.
	Kosten <ul style="list-style-type: none"> • Information geringer • Kontrolle / Überwachung geringer • Keine Gefahr der Preiserhöhung • Gefahr der schlechteren Qualität 	Kosten <ul style="list-style-type: none"> • Information über den Anbieter kaum relevant • Kontrolle / Überwachung nicht relevant, da genügend Anbieter am Markt • Einfache Vertragsgestaltung • Gefahr der Qualitätsverschlechterung besteht, aber Anbieter kann leicht gewechselt werden
Ergebnis	Kosten insgesamt höher	Kosten insgesamt geringer

Tabelle 25: Transaktionskostenanalyse (make)

Geschäftstätigkeiten: Netzwerkbildung, Investmentakquisition, Strategieentwicklung, Kaufvorbereitung, Assetmanagement, Desinvestition		
Merkmale der Transaktionen und daraus folgende Transaktionskosten	<u>Make</u> Akquisition selber durchführen (Nutzung der Hierarchie)	<u>Buy</u> Als Dienstleistung einkaufen, (Nutzung des Marktes)
1. Häufigkeit	<i>häufig</i>	<i>gering</i> Am Markt sind wenige Dienstleister, die die Aufgaben erledigen könnten
2. Spezifität	Die Massnahme ist <i>ganz speziell</i> auf das Unternehmen ausgerichtet	Die Massnahme ist <i>ganz speziell</i> auf das Unternehmen ausgerichtet
Folge: Nachverhandlungen	Keine Nachverhandlung, bew. intern leichter nachverhandelbar	Nachverhandlungen sind zu erwarten, da eine Abhängigkeit vom Anbieter besteht. Interessenskonflikte beim Dienstleister
3. Unsicherheit	<i>gering</i> Es bestehen genügend Informationen über die Mitarbeiter. Anpassungen sind einfach möglich.	<i>hoch</i> Der Anbieter ist nicht bekannt. Anpassungen an Verträge müssen nachverhandelt werden.
Folge: Ex-ante / Ex-post Transaktionskosten	Kosten <ul style="list-style-type: none"> • Information geringer • Kontrolle / Überwachung geringer • Keine Gefahr der Preiserhöhung • Qualitätssicherheit 	Kosten <ul style="list-style-type: none"> • Information über den Anbieter gering • Kontrolle / Überwachung höher durch Interessenskonflikte • Vertragsgestaltung schwieriger • Gefahr der Preiserhöhung
Ergebnis	Kosten insgesamt geringer	Kosten insgesamt höher

Interviewpartner und Gesprächsleitfaden

Expertengespräche mit Leitfaden (Schweizer Experten)

- (1) Herr **Andreas Roth**, Director, Credit Suisse Asset Management, Zürich (CH); 12.06.06 (vor Ort).
- (2) Herr **Markus Bosshard**, Leiter Immobilienverkauf, Intershop Holding AG, Winterthur (CH); 30.06.06 (vor Ort).
- (3) Herr **Ruedi Isler**, Leiter Immobilienhandel, PSP Swiss Property AG, Basel (CH); 11.07.06 (telefonisch).
- (4) Herr **Beat Erni**, CEO, PREIM AG, Zürich (CH), 06.07.06 (vor Ort).
- (5) Herr **Dr. Christoph Caviezel**, CEO, Intershop Holding AG, Winterthur (CH); 12.07.06 (vor Ort).

Expertenbefragung durch Fragebogen (internationale Experten)

- (1) Herr **Klaus Thomas**, Director, LaSalle Management AG, München (D); 09.06.06 (telefonisch).
- (2) Herr **Bruce Bossom**, Partner, Orion Capital Managers, London (UK); 26.06.06 (Fragebogen).
- (3) Herr **Johan Eliason**, Associate, Niam AG; Stockholm (SWE); 28.06.06 (Fragebogen).
- (4) Herr **Max Natalini**, Senior Associate, Apollo Real Estate Advisor, London (UK); 30.06.06. (Fragebogen).
- (5) Herr **Willem de Geus**, Director, Morgen Stanley Real Estate, London (UK); 30.06.06 (Fragebogen)
- (6) Herr **Dan Mayer**, Partner, Managing Director, RE-Invest, Genf (CH); 02.07.06 (Fragebogen)
- (7) Herr **Robert Hodges**, Partner, Managing Director, Carlyle Group, London (UK), 04.07.06 (Fragebogen).
- (8) Herr **Dr. Ulrich Weber**, Partner, Managing Director, Apellas Property Management GmbH, Berlin (D); 05.07.06 (Fragebogen).

Tiefengespräche in Teilbereichen und zur Theorie

- (1) Herr **Oliver Hofmann**, Director, UBS, Zürich (CH), 10.06.06 (vor Ort).
- (2) Herr **Prof. Dr. Nico Rottke**, Juniorprofessor Real Estate Banking, European Business School (ebs), Oestrich-Winkel (D), 15.06.06 (vor Ort).
- (3) Herr **Dr. Ulrich Weiss**, Rechtsanwalt, Weiss Rechtsanwalt, Winterthur (CH), 19.06.06 (vor Ort).
- (4) Herr **Andreas Loepfe**, Portfolio Manager, Zürich Versicherungen, Zürich (CH), 22.06.06 (telefonisch).

Gesprächsleitfaden

Abbildung 27: Gesprächsleitfaden

Leitfadengestütztes Gespräch im Rahmen der Master-Thesis an der CUREM

Thema: Analyse des Schweizer Marktes hinsichtlich des Einsatzes von hochverzinslichen Anlagegefässen

Gesprächspartner:.....

Firma:.....

Position:.....

Exogener Blickwinkel (internationals Fondsmanagement)

Fragebogen zum Schweizer Markt

1. Ist der Schweizer Markt eine potentielle Zielregion für Ihre Fonds?

- Ja
- Unter Umständen
- Nein

2. Seht der Markt Ihrerseits unter Beobachtung?

- Ja, Permanent
- Ja, sporadisch
- Nein

3. Können Sie sich in Zukunft Investitionen von Opportunity Funds in der Schweiz vorstellen?

- Ja, sofort
- In absehbarer Zukunft nicht
- Nein

4. Welches sind Ihrer Meinung nach die wichtigsten Hemmnisse des Schweizer Marktes?

- Rechtliche / Steuerliche Regulatoren (insb. „Lex Koller“)
- Politische Rahmenbedingungen
- Marktvolumen
- Marktliquidität
- Kleinräumige Marktstruktur
- Geringe Marktvolatilität
- Renditemöglichkeiten
- Verfügbarkeit von lokalen Partnern und Managern
- Sonstige

5. Welche Voraussetzungen müssten Ihrer Meinung nach vom Markt erfüllt sein um opportunistische Investitionen zu tätigen?

Endogener Blickwinkel (Schweizer Experten)**Leitfaden zum Schweizer Markt****1. Welche Regulatoren schränken den Schweizer Markt für Ihre Tätigkeit besonders ein?**

- Grundstückgewinnsteuere
- „Lex Koller“
- Mietrecht
- Baubewilligungsverfahren
- Sonstige

2. Schränkt das föderalistische System in der Schweiz Ihre Tätigkeit im Immobilienmarkt ein?

- Nein
- Zeitweise
- Erheblich
- Sehr erschwerend

2.1. Was würden Sie sich für Veränderungen wünschen?**3. Wie schätzen Sie die Marktliquidität am Schweizer Markt ein?**

- Gering
- Ausreichend
- Hoch

3.1. Was würde zur Seigerung / Senkung beitragen?**3.2. Gibt es Sektoren mit einer besonders hohen / niedrigen Liquidität?****4. Wie erachten Sie die Wettbewerbsintensität im Schweizer Bestandesmarkt?**

- Hoch
- Zunehmend
- Abnehmend
- Gering

4.1. Gibt es Sektoren mit besonders hohen / niedrigen Intensität?**4.1. Wie sind die Zukunftsperspektiven?****4.2. Was würde sie senken / erhöhen?****5. Wie schätzen Sie die Marktvolatilität gegenüber anderen Märkten (D, UK, USA) ein?**

- Viel geringer
- Geringer
- Gleich hoch
- Höher

5.1. Was hat diesen Umstand bewirkt?**5.2. Beziehen Sie Volatilitäten und Zyklen in Ihre Strategien ein?****5.3. Welche Datenbasis legen sie zu Grunde?**

6. Wie werden die Immobilienpreise sich in nächster Zukunft verhalten?

- Stark steigend
- Leicht steigend
- Gleich bleibend
- sinkend

6.1 Gibt es typologische Differenzen?**6.2. Gibt es regionale Unterschiede?****6.3. Werden sie sich verstärken?****7. Wie werden sich die Renditen in nächster Zukunft verhalten?**

- Stark steigend
- Leicht steigend
- Gleich bleibend
- Leicht sinkend
- Stark sinkend

7.1. Gibt es Ihrer Meinung nach Sektoren, in denen sich die Preise besonders stark verändern?**8. Wie schätzen Sie die Finanzierungsmöglichkeiten für Immobilien am Schweizer Markt ein?**

- Gut
- Ausreichend
- Schlecht

8.1 Welche Finanzierungsprodukte wären besonders wichtig, die aber noch zu wenig angeboten werden?**8.2. Wie erachten Sie die Option einer Refinanzierung Ihres Portfolios über den Kapitalmarkt?****9. Wie beurteilen Sie den Wettbewerb um qualifiziertes Managementpersonal?**

- Hoch (es fehlt an Personal)
- Ausgeglichen
- Niedrig (wir können uns das Personal aussuchen)

9.1 In welchen Bereichen ist der Überschuss / Mangel besonders hoch?

- Mangel / Überschuss in :
- Assetmanagement
 - Portfoliomanagement
 - Facilitymanagement / Bewirtschaftung / Verwaltung
 - Finanzmanagement

10. Sind Renditen von 15 bis 20% auf das investierte Eigenkapital im Schweizer Immobilienmarkt möglich?

- Ja
- Nein
- Warum?

10.1 Wie könnten Ihrer Meinung nach solche Renditen erreicht werden?

- Gar nicht
- Durch Finanzmanagement
- Durch Assetmanagement
- Durch Ausnutzung der Zyklen
- Durch Abschlagesgeschäfte
- Andere?

10.2 Was müssten für Marktvoraussetzungen erfüllt sein, um diese Renditen zu generieren?

11. Wie Beurteilen Sie den generellen Managementstil der Schweizer Fondsmanager

- Ganz unterschiedlich, hängt vom Anlagegefäss ab.
- Eher risikoavers
- Eher progressiv
- Eher opportunistisch

Literaturverzeichnis

- Bundesamt für Raumentwicklung:** Raumentwicklungsbericht 2005, Bern 2005
- Credit-Suisse:** Der Schweizer Immobilienmarkt: Fakten und Trends, Economic Research 2000, Zürich. 2000.
- Credit-Suisse:** Swiss Issues Immobilien: Fakten und Trends 2005, Zürich, 2006.
- Eckert, Jan P. / Ernst & Young Real Estate Corporate Finance:** 10 Jahre VIV, 10 Jahre Immobilien-märkte im Umbruch – Ein Rück- und Ausblick, Hand out zum Rverat VIV vom 14.09.05, Zürich, 2005.
- Erlei, Mathias / Leschke, Martin / Sauerland, Dirk:** Neue Institutionenökonomik, Stuttgart 1999.
- Ernst & Young:** Market Outlook: Trends in the Real Estate Private Equity Industry, New York, 2005.
- Gantenbein, Pascal:** Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes: Eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz, „Diss.“, Stuttgart, Wien 1999.
- Geltner, David / Miller Norman G.:** Commercial Real Estate Analysis and Investments, South-Western Publishing, 2001.
- Göbel, Elisabeth:** Neue Institutionenökonomik, Konzeption und betriebs-wirtschaftliche Anwendung, Stuttgart 2002.
- Gondring Hanspeter / Zoller Edgar / Dinauer Josef:** Real Estate Investment Banking: Neue Finanzierungsformen bei Immobilieninvestitionen, 1. Auflage, Wiesbaden 2003.
- Hens, Torsten:** Angewandte Psychologie an der Börse, [www.iew.unizh.ch/ grp/hens/papers/interview_hens_de.pdf](http://www.iew.unizh.ch/grp/hens/papers/interview_hens_de.pdf), Abrufdatum: 15.06.06.
- INREV:** INREV Management fees & terms study – result update, September 2005
- INREV:** Vehicles Database Analysis: Based on INREV Vehicles Database, May 2006.
- Kloess, Stephan G.C.:** Konzeption eines Aktiven Immobilien-Management als Dienstleister für institutionelle Investoren: Kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsgerichteten Dienstleistung, „Diss.“, Stuttgart, Wien 1999.
- Kotler, Philip / Bliemel Friedhelm:** Marketing-Management: Analyse, Planung und Verwirklichung, 10., überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart, 2001.
- Lietz, Nora G. et al. / PCA Pension Consulting Alliance, Inc.:** Real Estate Opportunity Funds: Déjà vu All Over Again, 2003.
- Lietz, Nora G. et al. / PCA Pension Consulting Alliance, Inc.:** The Lake Wobegon of Opportunity Funds, 2006.
- Litke, Hans-D.:** Projektmanagement: Methoden, Techniken, Verhaltensweisen, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Wien, 1995.
- Maier, Kurt M.:** Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main, 2004.
- Mayring, Philipp:** Einführung in die Qualitative Sozialforschung: Eine Anleitung zu qualitativem Denken, 5., überarbeitete und ausgestattete Auflage, Basel, 2002.

- Müller-Ganz, Jörg:** Turnaround: Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen, Zürich, 2004.
- Müller-Möhl, Ernst:** Optionen und Futures: Grundlagen und Strategie für das Termingeschäft in der Schweiz, in Deutschland und Österreich, 5. überarbeitete Auflage, Zürich 2002
- Müller-Stewens, Günter / Lechner Christoph:** Strategisches Management: Wie strategische Initiativen zum Wandel führen, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2003.
- Murer, Alexander:** Fondsklassifizierung und Erfolgsfaktoren für Real Estate Privat Equity Fonds, „Diplom“, Hohenheim, 2003
- Osterloh, Margrit / Frost, Jetta:** Prozessmanagement als Kernkompetenz: Wie Sie Business Reengineering strategisch nutzen können, 4., aktualisierte Auflage, Wiesbaden, 2003.
- Richter, Rudolf / Furuboten Eirik G.:** Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Tübingen, 2003.
- Rottke, Nico B.:** Investieren mit Real Estate Privat Equity, „Diss.“, Köln 2004
- Sal. Oppenheim:** Immobilien – Grund & Lage, 3. Ausgabe, Zürich, 2005
- Schmidt, Götz:** Methoden und Technik der Organisation, 12. Auflage, Giessen, 2000.
- Schmidt, Reinhart H./ Terberger, Eva:** Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4., aktualisierte Auflage, Wiesbaden, 1997
- Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.) / Thomsa, Mattias (Hrsg.):** Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollständig überarbeitete Auflage, Köln, 2005.
- Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.):** Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, Köln, 2002.
- Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) et al.:** Handbuch Immobilien-Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002
- Schulte, Karl-Werner (Hrsg.):** Immobilienökonomie, Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Auflage, München 2005.
- Shiller, Robert J.:** Paradigmenwechsel in der Finanzforschung: Marktanomalien als Ausgangspunkt eines neuen Theoriegebäudes, in NZZ, Nr. 173, 28.07.2001, S. 27.
- Steuerinformationen der Interkantonalen Kommission für Steuererklärungen:** Die Grundstückgewinnsteuer, Bern, 2000.
- Stoy, Christian:** Benchmarks und Einflussfaktoren der Baunutzungskosten, „Diss.“ Zürich, 2004.
- swisslife, real estate partners / Ernst & Young:** Immo-Survey 2003: Das Anlageverhalten schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren, Zug, Zürich, 2003.
- swisslife, real estate partners / Ernst & Young:** Immo-Survey 2004: Das Anlageverhalten schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren, Zug, Zürich, 2004.
- Volkart, Rudolf:** Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition, Zürich, 2003.
- Weimer, Peter:** Schweizerisches Zivilgesetzbuch und Obligationenrecht, 14. Auflage, Zürich 2002

- Wellner, Kerstin:** Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems: Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen Differenzierter Immobilien-Portfolios, „Diss.“, Leipzig, 2002.
- Wernecke, Martin (Hrsg.) / Rottke, Nico B. (Hrsg.):** Praxishandbuch Immobilienzyklen, Köln 2006.
- Wüest & Partner:** Immo-Monitoring 2000: Band 1: Wohnungsmarkt, Zürich, 1999.
- Wüest & Partner:** Immo-Monitoring 2006/1: Analyse & Prognosen Fokus Wohnungsmarkt, Zürich, 2005.
- Zihlmann, Peter / Jacob, Martin:** Mietrecht: Ein Ratgeber aus der Beobachter-Praxis, 4.,aktualisierte Ausgabe, Zürich, 2002.
- Zimmermann, Heinz (Hrsg.):** Finance compact, Zürich 2003.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Master Thesis

***Analyse des Schweizer Immobilienmarktes
hinsichtlich des Einsatzes hochverzinslicher Anlagegefässe***

selber angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsstelle vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Winterthur, den 31. Juli 2006
