

Newsletter 3 / 2007

Liebe Leserinnen, liebe Leser

Der zweite Jahrgang des Masterstudiums hat erfolgreich abgeschlossen. CUREM ist ein fester Wert in der Schweizer Immobilienszene geworden. Das bestätigt auch die Zahl von sieben (!) Alumni, welche gleich das erste Assessment des Jahres 2007 bestanden haben und nun den Titel MRICS führen. Wir gratulieren den Absolventen und den MRICS zu ihrer tollen Leistung! Die CUREM Website enthält neu eine Rubrik Publikationen. Wir wünschen bereichernde Lektüre! Last, but not least hoffen wir, Sie am nächsten CUREMhorizonte am 4.10. im Kongresshaus Zürich persönlich zu begrüssen. Es grüsst Sie freundlich



Dr. Christopher Bahn



CUREMhorizonte am 4.10.: Spielräume der Immobilienbewertung. Beachten Sie bitte die beiliegende Einladung und die folgenden Seiten.

Informationsanlässe für Studieninteressierte finden am 19. September und am 22. Oktober in Zürich statt. Weitere Informationen auf www.curem.ch.

Zwei brandneue CUREM Working Papers sind auf www.curem.ch verfügbar. Christian Hilber: *Der Einfluss von Preisänderungen auf Angebot und Nachfrage von Immobilien*. Christopher Bahn, Andreas Loeffler: *Urban Management: Wertschöpfungsorientierte Steuerung des urbanen Transformationsprozesses*.

Der neue Bereich Publikationen auf der CUREM Website enthält den Pressespiegel sowie von CUREM publizierte Bücher, Artikel, Working Papers und Masterthesen.

Neuerscheinung: Immobilienwirtschaft aktuell

Soeben ist im vdf Hochschulverlag der erste Band der von CUREM editierten Reihe *Beiträge zur immobilienwirtschaftlichen Forschung* erschienen. Er enthält elf Kurzdarstellungen der besten Abschlussarbeiten 2006 des CUREM Masterstudienganges. Die Artikel bieten leichten Zugriff auf aktuelle Erkenntnisse aus den Themengebieten Real Estate Finance, Urban Management und Property Management. Die Vielfalt spiegelt den umfassenden, multidisziplinären Lehransatz, welcher die adäquate Bearbeitung der verschiedenartigen Problemstellungen letztlich erst ermöglicht. **Der Band kann über www.vdf.ethz.ch und den Buchhandel bezogen werden.**





CUREM *horizonte*: Spielräume der Immobilienbewertung

4. Oktober, 17:30 Uhr, Kongresshaus Zürich

Im folgenden Artikel beleuchtet Dr. Christopher Bahn die Grenzen einer objektiven Wertermittlung von Immobilienbilientransaktionen. Der Artikel bietet eine Einführung in die Thematik und das Programm des Anlasses.

Keine Marktpreise. Immobilienmärkte sind im Vergleich zu Aktien- oder Obligationenmärkten wenig transparent. Es existieren keine auf kontinuierlichen Transaktionen beruhenden Marktpreise: Die einzelnen Objekte werden zu selten gehandelt und sind aufgrund ihrer vielfältigen Eigenschaften auch untereinander sehr verschieden (inhomogen). Im eigentlichen Sinne gibt es daher für Immobilien keinen Marktwert. Die Preise der gehandelten Immobilien werden vielmehr individuell ausgehandelt und sind von den Strategien und Präferenzen der jeweiligen Vertragsparteien abhängig. Sie repräsentieren daher vor allem den subjektiven Investitionswert (Investmentwert) der Verhandlungsparteien.

Synthetischer Marktwert. Dennoch ist die Ermittlung eines quasi objektiven Wertes ein grosses Bedürfnis. Nicht nur Transaktionen, sondern vor allem die laufende Bewertung von Portfolios und die Rechnungslegung sollen auf einem Wert basieren, der von möglichst

vielen Akteuren nachvollzogen werden kann. Dieser wird, analog zu anderen Assetmärkten, begrifflich mit dem Marktwert gleichgesetzt, sollte aber inhaltlich nicht mit einer effizienten punktgenauen Wertermittlung verwechselt werden. Die kürzlich erschienenen Swiss Valuation Standards (SVS)¹ definieren den Marktwert in Anlehnung an die Begriffsbestimmungen der international wichtigsten Bewertungsstandards folgendermassen: „Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“

Wertschöpfende Transaktionen. So angemessen die zitierte Definition für die Bewertung von Immobilien innerhalb der Rechnungslegung ist, so fraglich erscheint die Annahme der Existenz eines einheitlichen, für alle Marktteilnehmer gleichen, quasi objektiven Wertes einer Immobilie. Falls es diesen Wert gäbe, wären Transaktionen, aufgrund der damit verbundenden Kosten, per se wertvernichtend, da eine Eigentumsübertragung definitionsgemäss nicht zu einer Wertsteigerung der Immobilie führen könnte. Tatsächlich messen jedoch verschiedene

Investorengruppen den gleichen Immobilien sehr unterschiedliche Werte zu, wie das Beispiel des zunehmenden Engagements von Private-Equity-Fonds in Wohn- und gewerbliche Immobilien vor allem in Deutschland zeigt.² Diesen Fonds prinzipiell

irrationale Investitionsstrategien zu unterstellen, erscheint angesichts der dokumentierten, sehr erfolgreichen Weiterveräusserung von Portfolios voreilig.³ Offensichtlich können sich daher der Marktwert und der Wert, den bestimmte Investoren einer Immobilie zumessen (Investmentwert), erheblich unterscheiden, was Transaktionen überhaupt erst begreiflich macht. Die unterschiedlichen Investmentwerte beruhen im Wesentlichen nicht auf irrationalen Strategien oder statistischen Unschärfen, obwohl beide Faktoren in der Praxis eine Rolle spielen, sondern auf den unterschiedlichen Geschäftsmodellen der Investoren, die auf unterschiedlichen Kompetenzen aufbauen.⁴ Für jede Immobilie gibt es daher einen Best Owner, der aufgrund der Diversifikationseffekte innerhalb seines Portfolios, aber auch aufgrund seines Geschäftsmodells und seiner Kompetenzen in der Lage ist, die höchste Wertschöpfung aus einer Immobilie zu beziehen. Immobilienbilientransaktionen

sind in der Regel wertschöpfend, weil innerhalb des Immobilieninvestmentmarktes unterschiedliche Strategien und Geschäftsmodelle existieren, die jede für sich rational und wertschöpfend sein können. Die Annahme eines für alle Marktteilnehmer objektiven Immobilienwertes ist daher der Realität kaum angemessen. Dennoch bleibt es wie erwähnt legitim und sinnvoll, die Vorgehensweisen und Methoden der Immobilienbewertung zu standardisieren.

- 1 Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Chapter Switzerland (2007): Swiss Valuation Standards (SVS). Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland. S. 31.
- 2 DEGI (Juli 2007): ImmobilienFOKUS/Spezialthema Juli 2007: Deutschlands Investmentmärkte boomen – die erste Hälfte 2007.
- 3 Christopher Bahn (2006): Fluch oder Segen? Hedge-Fonds in Deutschland. Ein Beitrag zur Versachlichung der Debatte. Berlin: WZB discussion paper SP III 2006–202.
- 4 Andreas Loepfe MRICS (2007): Wettbewerb schafft Wert. Plädoyer zur Förderung der kollektiven Intelligenz der Immobilienwirtschaft. NZZ, 16. Januar 2007, S. 83.

CUREMhorizonte. Zum Einfluss von Bewertungsmethoden auf die Preisbildung von Immobilien in den Segmenten des Anlagespektrums (Public; Private; Debt; Equity) findet am 4. Oktober der nächste Anlass der Reihe *CUREMhorizonte* statt. Er bietet Vorträge und eine Podiumsdiskussion. Der Apéro schafft anschliessend Gelegenheit zum Austausch mit Referenten und Gästen.

Jan Eckert MRICS, Managing Director von Sal. Oppenheim Real Estate, eröffnet den Abend. Er spricht einleitend über Bedeutung und unterschiedliche Ansätze der Immobilienbewertung in den Sektoren des Investmentuniversums. Aus den verschiedenen Bewertungen ergeben sich Arbitragemöglichkeiten zwischen den Geschäftsmodellen, die unter anderem den Erfolg von Hedge-Fonds ausmachen. Christophe

Reech, Partner von Reech AiM Partners LLP in London, gibt einen Einblick in diesen Zusammenhang und die sich daraus ergebenden Investmentmöglichkeiten. Professor Dr. Nico Rottke MRICS von der European Business School (ebs) beleuchtet das Forschungsgebiet des Real Estate Behaviour. Er thematisiert die systematischen Abweichungen der empirisch beobachtbaren Bewertungen und Investmententscheidungen von den theoretisch formulierten Optimalbedingungen. Mit seinen Ausführungen über Valuation Uncertainty behandelt Professor Dr. Gerrit Leopoldsberger FRICS von der Hochschule Nürtingen-Geislingen statistische Unschärfen bei der Bewertung von Immobilien. Dr. Kanak Patel von der University of Cambridge rundet das Programm mit ihrem Vortrag über den Zusammenhang zwischen

Real Options und der Immobilienbewertung ab. Aus der Perspektive und mit dem Einsatz von Real Options können wesentliche Defizite der DCF-Methode, wie zum Beispiel die ausschliessliche negative Bewertung von Volatilität, überwunden werden. In der anschliessenden Podiumsdiskussion erörtern Jan Eckert MRICS (Moderation), Dr. Riccardo Boscardin (UBS), Stefan H. Brendgen (Tishman Speyer), Dr. Urs Hausmann (Wüest & Partner), Rudolfo Lindner (Schweizerische National-Versicherungs-Gesellschaft), Andreas Loepfe MRICS (Zürich Versicherung) und Werner Richli (Credit Suisse) die unterschiedliche Bewertung in den Sektoren des Anlagespektrums. (cb)

CUREM freut sich auf Ihre Teilnahme und einen interessanten Abend. Ihre Anmeldung ist ab sofort über die Website www.curem.ch möglich. Die Teilnahme an der Veranstaltung ist kostenlos.



Studium abgeschlossen

Der Masterstudiengang 2006/2007 ist erfolgreich abgeschlossen. Die Diplomierung der Absolventinnen und Absolventen findet dieser Tage in feierlichem Rahmen im Zunfthaus zur Saffran in Zürich statt. Einen Höhepunkt des Studiums bildete wiederum die Studienreise nach Berlin im Mai. Drei Tage intensives Programm und Spass erweiterten Horizonte und vertieften persönliche Kontakte (vgl. Fotos). Ein bebildeter Bericht findet sich zudem auf www.curem.ch. Im Juli wurden die Masterthesen (Abschlussarbeiten) eingereicht. Als Einzelarbeiten verfasst, vertiefen sie in wissenschaftlicher Arbeitsweise ein selbstgewähltes Thema. Die Themen sind vielfältig und berühren Gebiete wie internationale Immobilienbewertungsmethoden, Rendite und Nachhaltigkeit im Wohnungsbau, Corporate-Real-Estate-Strategien, Lebenszyklusbetrachtungen, Quartierentwicklungsstrategien oder Erfolgspositionen im Facility Management.



Alumni

Sieben Alumni sind neu MRICS. Am 8. Juni haben sieben Absolventen des Masterstudienganges 2005/2006 das „Assessment of Professional Competence“ der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) erfolgreich bestanden. Damit sind sie Mitglieder der RICS geworden und führen die Berufsbezeichnung MRICS. CUREM und CUREM *alumni* gratulieren den neuen MRICS herzlich: **Lars Fillmann, Beatrice Hofmann, Oliver Hofmann, Stephan Lüthi, Christian P. Michel, Andreas F. Vögeli, Jürg Wanzenried.** Der Titel MRICS wird weltweit mit einem sehr hohen professionellen Standard – sowohl in fachlicher wie auch in ethischer Hinsicht – in Verbindung gebracht. Die RICS wurde 1868 gegründet und zählt 110 000 Mitglieder. Sie ist in 120 Ländern tätig und anerkannt. www.ricseurope.eu/switzerland

CUREM *alumni*: Jahrestagung am 22. September. Die Jahrestagung des Alumnivereins findet im Bleiche-Resort in Wald bei Zürich statt (www.bleiche.ch).

Die Vereinsmitglieder mit Angehörigen erwartet eine Führung mit dem Besitzer Andreas Honegger. Er wird Einblick sowohl in die industrielle Vergangenheit der Bauten als auch in die Standortentwicklung der Region geben. Der Tagungsort ist das gelungene Beispiel der Umnutzung eines Industrieareals ausserhalb der Zentren. Zur Projektentwicklung gesellen sich beispielhaft Standortförderung und Urban Management. Das Areal umfasst Gewerberäume und Loftwohnungen, ein Fitnesscenter, das bekannte Bleichebad, die stimmungsvolle Bleichebeiz und ein Designhotel. Nach der Führung mit Apéro findet die erste Vereinsversammlung statt. Das Nachtessen in der Bleichebeiz beschliesst den Anlass.