

Master Thesis
zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

Immobilientransaktionen

Mögliche Wege zur Erhöhung der Transparenz
im schweizerischen Transaktionsmarkt

Erstellt von:
Andrea R. Boschetti
Rotfluhstrasse 8, 8702 Zollikon

Eingereicht bei:
Stefan Pfister, Betreuer
Dr. Rainer Suter, Koreferent

Abgabedatum:
5. April 2007

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand als Master Thesis zur Erlangung des Masters of Science in Real Estate am Center for Urban & Real Estate Management (CUREM) in Zürich.

Zum Gelingen dieser Arbeit haben zahlreiche Personen und Institutionen direkt oder indirekt beigetragen, denen ich an dieser Stelle danken möchte. Bei meinem Betreuer Stefan Pfister, Partner und Head Real Estate, KPMG Fides AG, und meinem Koreferenten Dr. Rainer Suter, Real Estate Management, Winterthur AG, bedanke ich mich herzlich.

Ein ausdrücklicher Dank gebührt meinen Interviewpartnern Fritz Jörg, CEO PSP Swiss Property AG, Kurt Ritz, Partner Real Estate Consulting, PriceWaterhouseCoopers AG, Marco Feusi, Partner, Wüest&Partner AG, Dr. Corrado Rampini, Partner, Bär & Karrer, und Thomas Wiegmann, Babcock & Brown Deutschland, für die zur Verfügung gestellte Zeit und die hilfreichen Informationen.

Schliesslich ein besonderer Dank meiner Familie und meinen Freunden, allen voran meinen Eltern, die mich immer wieder motiviert, aufgebaut und unterstützt haben.

Zürich, 5. April 2007

Andrea R. Boschetti

Inhaltübersicht

Vorwort	I
Inhaltübersicht	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	V
1. Einleitung	1
2. Konzept von Transparenz	6
3. Konzept von Transparenz im Immobilienmarkt	9
4. Transparenz im schweizerischen Immobilienmarkt	19
5. Mögliche Wege zur Transparenzerhöhung	32
6. Zusammenfassung und Ausblick	45
7. Bibliographie	47
8. Anhang	49
Ehrenwörtliche Abklärung	52

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	I
Inhaltübersicht	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	V
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Ziel der Untersuchung.....	2
1.3 Vorgehen.....	4
2. Konzept von Transparenz	6
2.1 Definition der Markttransparenz.....	6
2.2 Definition transparenzförderlicher Informationen	7
2.3 Fazit.....	8
3. Konzept von Transparenz im Immobilienmarkt	9
3.1 Definition transparenter Immobilienmärkten.....	9
3.2 Definition transparenzförderlicher Informationen im Immobilienmarkt.....	10
3.3 Transparenzförderliche Informationen im Immobilienmarkt	12
3.3.1 Markttransparenz-Indizes.....	12
3.3.2 Rechtliche und regulatorische Fundamente	12
3.3.3 Fundamentale Marktdaten.....	13
3.3.4 Performance- und Preis-Indizes	14
3.3.5 Professionelle Standards	15
3.3.6 Transaktionsprozesse	15
3.4 Definition von Immobilien.....	16
3.5 Definition von Immobilienmärkten	17
3.6 Fazit.....	18
4. Transparenz im schweizerischen Immobilienmarkt	19
4.1 Markttransparenz-Indizes.....	19
4.2 Rechtliche und regulatorische Fundamente	20
4.3 Fundamentale Marktdaten.....	21
4.4 Performance- und Preis-Indizes	24
4.5 Professionelle Standards	25
4.6 Transaktionsprozesse	27

4.7 Schweizerischer Immobilienmarkt	28
4.7.1 Immobilienvermögen	28
4.7.2 Immobilientransaktionen.....	29
4.8 Fazit.....	30
5. Mögliche Wege zur Transparenzerhöhung	32
5.1 Ansatz.....	32
5.2 Transparenzförderliche Maßnahmen	35
5.2.1 Investoren.....	35
5.2.2 Berater	37
5.2.3 Berufsverbände	40
5.2.4 Akademische Branche.....	41
5.2.5 Öffentliche Hand.....	42
5.2.6 Informationsmedien	43
5.3 Fazit.....	44
6. Zusammenfassung und Ausblick.....	45
7. Bibliographie	47
8. Anhang	49
8.1 Real Estate Transparency Index 2006.....	49
8.2 Corruption Perception Index 2005	50
8.3 IPD-Index 2005	51
Ehrenwörtliche Abklärung	52

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
BAFS	Bundesamt für Statistik
CHF	Schweizerfranken
CPI	Corruption Perception Index
CUREM	Centre for Urban & Real Estate Management
DID	Deutsche Immobilien Datenbank
EMEA	Europe, Middle East und Africa
GIF	Gesellschaft für die Immobilienforschung, Deutschland
IAZI	Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien AG, Bülach
IFZ	Institut für Finanzdienstleistungen, Zug
IVSC	International Valuation Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPD	Investment Property Databank
IRRV	Institute of Revenues Rating and Valuation
JLL	Jones Lang LaSalle
Mrd.	Milliarden
MRICS	Member of the Royal Institution of Chartered Surveyors
PWC	PriceWaterHouseCoopers
REIT	Real Estate Investment Trust
RETI	Real Estate Transparency Index
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
SIA	Schweizerischer Verband für Ingenieure und Architekten
TI	Transparency International
SVIT	Schweizerischer Verband von Immobilientreuhänder
TEGoVA	The European Group of Valuers Associations
VIV	Verband der Immobilien-Investoren und -Verwaltungen

1. Einleitung

1.1 Problemstellung

Heute stehen die Schaffung und die Verbesserung von Markttransparenz im Mittelpunkt fast aller Anregungen von Theorie und Praxis, um den Marktablauf effektiver und moderner zu gestalten. Es wurde erkannt, dass eine ausreichende Transparenz die wichtigste Voraussetzung für die Attraktivität und das Funktionieren der Märkte überhaupt ist, weil sie eine optimierte Allokationseffizienz ermöglicht und das Risiko von informationsbedingten Fehlentscheidungen reduziert.

Historisch werden Immobilienmärkte von den Marktakteuren und im Verhältnis zu anderen Wirtschaftsmärkten als tendenziell nicht transparent deklariert. Dies ist auf die materiell-physisch spezifischen Besonderheiten wie z.B. die Heterogenität und die Immobilität der Immobilie als Wirtschaftsgut zurückzuführen, welche die Bildung eines namentlich einheitlichen Marktes verunmöglichen. Daher entstehen räumlich und sachlich unterschiedliche Teilmärkte, für welche die Formulierung einer übergreifend gültigen Aussage nicht möglich ist und die Transparenz des Gesamtmarktes in Frage gestellt wird.¹ Allerdings haben sich in den letzten Jahren die Immobilienmärkte bezüglich Transparenz international verbessert, obwohl das Niveau und die Verbesserung der Transparenz zwischen den verschiedenen Märkten weiterhin sehr unterschiedlich bleiben. Im internationalen Verhältnis wird der schweizerische Immobilienmarkt als transparent evaluiert, gehört aber nicht zu den transparentesten.² In den letzten Jahren zeigte sich im Vergleich zu anderen internationalen Märkten auch keine relevante Verbesserung seiner Transparenz.³ Marktstudien haben ergeben, dass in den letzten Jahren die grössten Transaktionsvolumen auf den transparentesten Immobilienmärkten gehandelt wurden und dass dort die grenzüberschreitenden Immobilientransaktionen die inländi-

¹ Schulte (2005), S. 21

² Gemäss dem Real Estate Transparency Index 2006 sind die sechs transparentesten Immobilienmärkte in Europa: Grossbritannien, Niederlande, Schweden, Frankreich, Finnland und Deutschland. Der schweizerische Immobilienmarkt wird auf Rang 13 von 29 Positionen eingestuft. Vgl. Anhang Real Estate Transparency Index 2006

³ Real Estate Transparency Index (1999, 2001, 2004 und 2006)

schen überholt haben.⁴ Somit kann festgestellt werden, dass zwischen der Markttransparenz und der Marktattraktivität eine positive Korrelation existiert⁵ und dass insbesondere die international tätigen Investoren vorzugsweise in den transparentesten Märkten nach den optimalen Investitionen suchen und anlegen. Im Anlageprozess institutioneller Investoren ist folglich die Markttransparenz ein ausschlaggebender Entscheidungsfaktor, welcher bei der Ausgangsanalyse und der Strategieformulierung eine „Go/No-go“-Kondition für den Investitionsentscheid darstellt. Ebenso vermeidet die Transparenz im Transaktionsprozess das Entstehen von Informationsasymmetrien zwischen den involvierten Parteien, was zu erfolgreichen Investitionen führt. Das heisst, dass einerseits insbesondere die transparentesten Immobilienmärkte Vertrauen schaffen und für institutionelle Investoren attraktiv sind, und andererseits, dass die Transparenz der Märkte für Immobilien eine ausschlaggebende Voraussetzung für transparente Immobilientransaktionen und erfolgreiche Investitionen in Immobilien ist.⁶

1.2 Ziel der Untersuchung

Vor dem Hintergrund der in der Problemstellung dargelegten Bedeutung der Transparenz für die Attraktivität der Immobilienmärkte, für die Abwicklung von Transaktionen und für erfolgreiche Investitionen in Immobilien soll die vorliegende Arbeit einen Beitrag zur Erhöhung der Transparenz im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt leisten. Das Ziel besteht darin, mögliche Wege zur Erhöhung der Transparenz im schweizerischen Immobilien- und Immobilientransaktionsmarkt zu aufzuzeigen. Konkret sollen die Antworten auf die nachfolgenden drei Forschungsfragen gefunden werden:

1. *Wie kann das Konzept von Transparenz im Immobilienmarkt definiert werden?*

Wie kann – aufbauend auf dem theoretischen Ansatz – das Konzept von Transparenz auf die Immobilienmärkte abgeleitet werden, und wie definieren

⁴ Im europäischen Raum wurde im Jahr 2006 der grösste Anteil des Investitionsvolumens (Total 363 Mrd. CHF) in Grossbritannien (120 Mrd. CHF), in Deutschland (75 Mrd. CHF) und in Frankreich (36 Mrd. CHF) umgesetzt. Die grenzüberschreitenden Transaktionen haben mit einem direkt investierten Kapital von ca. 225 Mrd. CHF die inländischen Investitionen, welche lediglich 138 Mrd. CHF erreicht haben, deutlich überholt und den Trend des Vorjahres bestätigt.

⁵ Real Estate Transparency Index 2006, S. 5

⁶ Schulte / Rottke (2005), S. 1

sich transparente Immobilienmärkte? Wie können transparenzförderliche Informationen von transparenten Immobilienmärkten gegliedert werden, und aus welchen Informationen und Angaben setzen sie sich zusammen?

2. *Wie transparent ist der schweizerische Immobilienmarkt?*

Wie hoch wird das Transparenzniveau in der Schweiz im Verhältnis zu internationalen Märkten eingestuft? Wie transparent wird der schweizerische Immobilien- und Transaktionsmarkt von national und international tätigen Immobilienakteuren eingeschätzt? Im welchen Umfang sind die transparenzförderlichen Informationen im schweizerischen Markt vorhanden? Welche kritischen Punkte ergeben sich im Vergleich zu internationalen Märkten? Welches sind die Charakteristika des Schweizer Marktes für Immobilien, die für die Optimierung der Transparenz relevant sind?

3. *Welche möglichen Wege können zur Transparenzerhöhung im schweizerischen Immobilienmarkt führen?*

Welche transparenzförderlichen Informationen weisen Potential hinsichtlich Transparenzverbesserung auf? Welcher Ansatz kann übernommen werden, um Empfehlungen zur Transparenzerhöhung zu formulieren? Welche sind gängige Wege zur Erhöhung der Transparenz im schweizerischen Immobilienmarkt?

1.3 Vorgehen

Die vorliegende Arbeit erfolgt aus einem ökonomischen Blickwinkel und ist auf den schweizerischen Immobilienmarkt und auf die direkten Investitionen in Immobilien⁷ ausgerichtet. Es werden ausschliesslich die nationalen und internationalen institutionellen Investoren⁸ und die ihnen zugänglichen Investitionen – welche sich aufgrund der aktuellen Rechtslage auf die gewerblichen Immobilien⁹ beschränken – berücksichtigt.

Die Arbeit gliedert sich in 8 Teile, von denen die Abschnitte 2 bis 5 den inhaltlichen Schwerpunkt bilden. Nachdem das erste Kapitel die Forschungsarbeit motiviert, das Forschungsziel beschreibt und die Forschungsfragen formuliert, legen die Kapitel 2 und 3 die notwendigen Grundlagen zur Beantwortung der Forschungsfragen. Darauf aufbauend ist es Ziel der Kapitel 4 und 5, Antworten auf die Forschungsfragen zu finden, die abschliessend im Kapitel 6 zusammenfassend dargestellt werden. Ausgehend von der Beschreibung der Forschungsziele im ersten Kapitel, gilt es zunächst die Grundlagen der Transparenz darzulegen. Im Kapitel 2 wird das Konzept von der Transparenz der Märkte und von den transparenzförderlichen Informationen erläutert. Die Ergebnisse entstehen aus der Analyse wirtschaftswissenschaftlicher Texte und fassen die für die Arbeit wesentlichsten Resultate und Definitionen zusammen. In Kapitel 3 wird das in der Theoriegrundlage dargelegte Konzept von Transparenz auf die Immobilienmärkte abgeleitet, um den Ansatz transparenter Immobiliemärkte und deren transparenzförderliche Informationen zu beschreiben. Zudem werden Immobilien und Immobilienmärkte kurz beschrieben und ihre Besonderheiten, welche auf die Transparenz und bei der Umsetzung möglicher Massnahmen zur Transparenzerhöhung einen direkten Einfluss ausüben, aufgezeigt. Im Kapitel 5 wird die Transparenz im schweizerischen Immobilienmarkt analysiert. Die Ergebnisse gehen aus aktuellen Marktstudien und persönlichen

⁷ Immobilien werden hier nach der investitionstheoretischen Definition als direkte Kapitalanlage und Vermögen betrachtet. Vgl. Schulte (2005), S. 10

⁸ Als institutionelle Investoren werden alle nicht natürlichen Personen verstanden, die in der Funktion einer Kapitalsammelstelle Gelder für Dritte professionell anlegen und verwalten. Zum Beispiel Versicherungsgesellschaften, Vorsorgeeinrichtungen, Fonds, Aktiengesellschaften oder Private-Equity-Gefässe. Die Kapitalanlagetätigkeit kann sowohl Haupt- als auch der Nebenzweck sein. Walbröhl (2001)

⁹ Unter dem Begriff Gewerbeimmobilien werden diejenigen Flächen zusammengefasst, in denen erwerbswirtschaftliche Zwecke verfolgt werden. Dazu gehören neben den Büro- und Handelsimmobilien auch Gewerbeparks und ebenso die der Distribution von Waren dienenden Gebäude in Logistikimmobilien. Vgl. Schulte, 2005, S. 123

Interviews mit national und international tätigen Marktakteuren hervor. Die Interviews mit ausgewählten Ansprechpersonen aus der Immobilienwirtschaft stellen eine rein qualitative soziale Forschung im Sinne der Wissenschaftstheorie dar und haben keine statistischen Ansprüche. Die fünf Interviewpartner wurden aufgrund ihrer nationalen und internationalen Beratungs- und Investitionstätigkeiten im Immobilienbereich qualitativ ausgewählt, und die Interviews wurden in Form eines freien Gesprächs geführt. Die verwendeten statistischen Angaben beziehen sich auf aktuelle Marktforschungen, welche von öffentlichen und privaten Instituten erarbeitet und je nach Bedarf durch eigene Leistung ergänzt wurden. Im abschliessenden Kapitel 6 werden die wichtigen Ergebnisse der Untersuchung zusammengefasst. Die für die Untersuchung verwendeten Werke, Marktstudien, Forschungsarbeiten und Gesetzestexte werden im Kapitel 7 aufgeführt. Aus dem Kapitel 8 sind ergänzende Informationen zum Text zu entnehmen.

2. Konzept von Transparenz

Zur Beantwortung der eingangs formulierten Forschungsfragen gilt es zunächst, die notwendigen Grundlagen zu erarbeiten. Zu diesem Zweck sollen im Folgenden die Definition von Markttransparenz und deren transparenzförderliche Informationen dargestellt werden, da sie das Fundament bilden für die Definition der Transparenz von Immobilienmärkten, für die Überprüfung der Transparenz im schweizerischen Markt für Immobilien und für die Definition möglicher Massnahmen zur Transparenzerhöhung.

2.1 Definition der Markttransparenz

Der Begriff der Markttransparenz wird in der einschlägigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ausgehend von einer „vollständigen Markttransparenz“ definiert. Danach liegt vollständige Markttransparenz vor, wenn Marktteilnehmer alle marktrelevanten Informationen über das Marktgeschehen besitzen. Es folgt dann die Anmerkung, dass in der Realität auf den meisten Märkten keine vollkommene Markttransparenz besteht, die Beteiligten aber bemüht sind, die Markttransparenz zu verbessern.¹⁰ Im Laufe der Zeit ist nun die Voraussetzung der vollkommenen Informiertheit aus der Theorie des Marktverhaltens verschwunden, um das Modell des vollkommenen Marktes schrittweise an die Realität anzupassen und damit zu einer empirischen Auffassung der Markttransparenz überzuleiten. Unter Markttransparenz ist deshalb nicht ein Extremwert der Informiertheit, sondern ein Informiertheitsgrad zu verstehen, „der gleichsam auf einer Skala die verschiedensten Werte zwischen zwei Extremen, zwischen vollständiger und fehlender Markttransparenz, annehmen kann“.¹¹ Der Grad an Informiertheit kann subjektiv variieren, weil die verschiedenen Marktakteure den optimalen Grad von Transparenz je nach Situation unterschiedlich einschätzen und nach ihrem Risikoprofil zweckmässig anpassen. Aus allgemeiner Perspektive kann die Markttransparenz als die Überschaubarkeit desselben beschrieben werden. Aus Sicht von Marktteilnehmern bezeichnet Markttransparenz den Informiertheitsgrad, durch welchen Akteure rationale

¹⁰ Lindemann (1968), S. 14

¹¹ Scherhorn (1964), S. 11–15

Entscheidungen treffen können. Je höher die Quantität und Qualität von Informationen, die den Teilnehmern vor einer Entscheidung zur Verfügung stehen, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die getroffene Entscheidung im Nachhinein als falsch zu beurteilen ist. Mit steigender Markttransparenz sinkt das Risiko einer Fehlentscheidung, sodass für die Marktteilnehmer eine möglichst hohe Markttransparenz erstrebenswert ist.

2.2 Definition transparenzförderlicher Informationen

Was als marktrelevante und transparenzförderliche Informationen zu gelten hat, wird in der Literatur unterschiedlich aufgefasst. Im weiten Sinne gehören nach Tuchtfeldt¹² zu den marktrelevanten Informationen alle wichtigen Informationen, die für die Marktteilnehmer bei ihrer Entscheidung von Bedeutung sind. Unter Informationen sollen in dieser Arbeit sowohl Angaben über Sachverhalte und Vorgänge als auch Daten¹³ verstanden werden, die einem Marktteilnehmer mit dem Ziel zugetragen werden, bei ihm Wissen zu erzeugen. Allein die Menge an verfügbaren Informationen lässt nicht auf die Markttransparenz schliessen, und es stellt sich die Frage, welche Merkmale der Informationen zur Markttransparenz beitragen können. Als transparenzförderlich sollen Informationen bezeichnet werden, welche die folgenden Voraussetzungen erfüllen:

- *Verfügbarkeit:* Die Informationen stehen dem Entscheider zur Verfügung
- *Richtigkeit:* Die Informationen sind korrekt und aktuell
- *Relevanz:* Die Informationen sind für den Entscheider neu und aus seiner Sicht für die Lösung seines Entscheidungsproblems relevant
- *Glaubwürdigkeit:* Die Marktteilnehmer beurteilen die Informationen als glaubwürdig und berücksichtigen sie bei ihrer Entscheidungsfindung

Mit der Verfügbarkeit und der Richtigkeit kontrolliert der Anbieter die Quantität und die Qualität seiner Informationsgaben zur Beschreibung seiner Preis-Leistungs-Bündel. Richtige und tatsächlich verfügbare Informationen können zu einer Erhöhung der

¹² Tuchtfeldt (1966)

¹³ Daten sind der Rohstoff, aus dem das immaterielle und wirtschaftliche Gut Information produziert wird.

Markttransparenz beitragen. Aus der Perspektive der Nachfrager muss eine Information zusätzlich neu und entscheidungsrelevant sein. Mit diesen Merkmalen beurteilen Nachfrager aus ihrer individuellen Perspektive und Entscheidungssituation heraus die Quantität und die Qualität der verfügbaren Informationen. Nur eine Information, die alle vier Merkmale erfüllt, trägt zu einer Erhöhung der Transparenz bei.

2.3 Fazit

Die Transparenz der Märkte kann als Informiertheitsgrad der Marktbeteiligten konzipiert werden. Denn je besser die Marktteilnehmer informiert sind, desto transparenter ist der Markt, und das Risiko von Fehlentscheidungen aus Informationsasymmetrien wird minimiert. Transparenzförderlich sind alle für den Investitionsentscheid der Marktteilnehmer relevanten Informationen, welche die definierten Voraussetzungen Verfügbarkeit, Richtigkeit, Relevanz und Glaubwürdigkeit kumulativ erfüllen.

3. Konzept von Transparenz im Immobilienmarkt

Das im Vorkapitel dargestellte Theoriekonzept von Markttransparenz und transparentförderlichen Informationen wird im vorliegenden Arbeitsteil auf die Immobilienmärkte abgeleitet, um den Begriff von transparenten Immobilienmärkten und deren transparentförderlichen Informationen zu definieren. Im Weiteren wird der weltweit einzige Index erläutert, welcher die Transparenz von internationalen Immobilienmärkten untersucht. Anschliessend werden die Definition und die spezifischen Besonderheiten der dieser Arbeit zu Grunde liegenden Wirtschaftsgüter, der Immobilien, und von deren Märkten beschrieben, um die immobilienpezifischen und transparenzkritischen Besonderheiten zu identifizieren.

3.1 Definition transparenter Immobilienmärkten

In der Immobilienfachliteratur wird der Begriff Transparenz – auch wenn oft angewendet – nicht klar definiert. Auf dem in der Theorie formulierten Begriff aufbauend, soll die Definition transparenter Immobilienmärkte alle Faktoren beinhalten, die es einerseits den Marktakteuren ermöglichen, durch angemessenen Informierungsgrad rationale Entscheidungen zu treffen, und die andererseits die Voraussetzungen für einen funktionierenden Markt bilden. Die Definition der Beratungsfirma Jones Lang LaSalle, welche die transparenten Immobilienmärkte als *„any open and clearly organized real estate market operating in a legal and regulatory framework that is characterized by a consistent approach to the enforcement of rules and regulations and that respects private property rights”* definiert und mit der Dimension von *“the ethical and professional standards of private sector advisors, agent and brokers who are licensed to conduct business in each country”* ergänzt,¹⁴ stimmt mit den vorausgesetzten Definitionsmerkmalen überein und stellt die Begriffsgrundlage dieser Arbeit dar. In diesem Sinne sind transparente Märkte für alle Marktteilnehmer überblickbar und frei zugänglich. Das

¹⁴ Quelle: Real Estate Transparency Index 2006 (2006), S. 3

heisst, Marktakteure können sich quantitativ und qualitativ ein präzises Bild über den Gesamtmarkt machen, und es stehen ihnen beim Markteintritt keine Barrieren im Weg. Relevante Marktinformationen stehen allen Marktakteuren in ausreichender Quantität und Qualität zur Verfügung, und die Transaktionsprozesse werden offen strukturiert und fair abgewickelt. Die transparenten Märkte operieren innerhalb eines vom Gesetzgeber definierten, rechtlichen und regulatorischen Rahmens, wobei alle Marktteilnehmer konsistent und konsequent den Gesetzen und den Regulierungen unterstellt werden und ihre Verfügungs- und Eigentumsrechte respektiert werden. In transparenten Märkten operieren Marktakteure, welche über das fachspezifische und allgemeine Know-how verfügen und mit Loyalität agieren, mit hohen ethischen und professionellen Standards. Der Informiertheitsgrad von Marktteilnehmern, welcher die Transparenz eines Marktes bestimmt, ist dann angemessen und der Markt transparent, wenn den Marktteilnehmern für einen bestimmten Zweck ausreichende Informationen zur Verfügung stehen. Bei Direktinvestitionen in Immobilien werden die für den Immobilienmarkt transparenzförderlichen Informationen im nachfolgenden Absatz strukturiert durchleuchtet.

3.2 Definition transparenzförderlicher Informationen im Immobilienmarkt

In der theoretischen Grundlage wurden die Informationen und Daten als transparenzförderlich definiert, wenn sie für die Marktteilnehmer und für ihre Entscheidung von Bedeutung sind. Im Weiteren müssen die Informationen die vier Merkmale (Verfügbarkeit, Relevanz, Richtigkeit und Glaubwürdigkeit) kumulativ erfüllen, um als transparenzförderlich bezeichnet zu werden. Bei der Direktanlage in Immobilien handelt es sich um Informationen, welche es den Marktteilnehmern ermöglichen, in einem ersten Schritt einen bestimmten Gesamtmarkt qualitativ und quantitativ einzuschätzen, um den Eintritt abzuwägen sowie die gezielten Investitionsmöglichkeiten zu erkennen und um die Praktikabilität der Investitionen zu prüfen. Das heisst, dass Informationen sowohl aus marktspezifischen Informationen als auch aus übergeordneten gesetzlichen Rahmenbedingungen bestehen. In einem zweiten Schritt werden die einzelnen Investitionsmöglichkeiten bewertet und miteinander verglichen, um den definitiven Investitionsentscheid zu treffen. Das heisst, dass hier Informationen transparenzrelevant sind, die es den Marktteilnehmern ermöglichen, einzelne Immobilienanlagen quantitativ und

qualitativ zu bewerten. Wie eingangs erwähnt, werden bei Immobilientransaktionen Anbieter und Nachfrager in der Regel von externen Beratern unterstützt. Aus diesem Grund können auch die ethischen und professionellen Standards von Anbieter- und Nachfragervertretern als transparenzförderliche Faktoren eines Marktes bezeichnet werden. Die Transaktionsprozesse sind bezüglich Strukturierung und Abwicklung ebenso transparenzrelevant, wobei offene Transaktionsverfahren und die Offenlegung investitionsspezifischer Daten und Unterlagen potenzielle Informationsasymmetrien sowie das Risiko von Fehlentscheidungen reduzieren. Auf der Definition transparenter Immobilienmärkte basierend, können die transparenzrelevanten Informationen in unterschiedliche Untergruppen gegliedert werden. Die Gliederung erfolgt nach den nachstehenden Kriterien:

- Markttransparenz-Indizes¹⁵
- Rechtliche und regulatorische Fundamente
- Fundamentale Marktdaten
- Performance-/Preis-Indizes
- Professionelle Standards
- Transaktionsprozesse

Der Vollständigkeit halber werden hier auch transparenzförderliche Informationen für indirekte Immobilienanlagen erwähnt, welche zur Transparenz des gesamten Immobilienmarktes beitragen, aber in der vorliegenden Arbeit nicht weiter diskutiert werden: Corporate Governance und Informationsoffenlegung indirekter Anlagevehikel.

¹⁵ In der vorliegenden Arbeit werden die Markttransparenz-Indizes als übergeordnete bzw. ergänzende transparenzförderliche Information verstanden.

3.3 Transparenzförderliche Informationen im Immobilienmarkt

Gemäss oben erwähnter Gliederung werden im vorliegenden Absatz die einzelnen transparenzförderlichen Informationen erläutert, welche zur Diskussion des aktuellen Transparenzniveaus im schweizerischen Immobilienmarkt eingesetzt werden.

3.3.1 Markttransparenz-Indizes

Weltweit ist der Real Estate Transparency Index (RETI) von Jones Lang LaSalle (JLL)¹⁶ der einzige spezifische Indikator, der die Transparenz von Immobilienmärkten untersucht und bewertet sowie Transparenzniveau und -entwicklung zwischen den Märkten vergleicht. Der Index kann als Mittel für eine erste übergeordnete Abschätzung der Markttransparenz eingesetzt werden, indem er sämtliche transparenzförderlichen Informationen eines Marktes zusammenfasst, die direkten von den indirekten Immobilienanlagen jedoch nicht unterscheidet. Seit 1999 publiziert JLL den RETI, welcher letztmals 2006 veröffentlicht wurde. Der Index wurde für multinationale Gesellschaften¹⁷ und kleinere Anleger konzipiert, die eine Investitionsstrategie in Gewerbeimmobilien auf einer grenzüberschreitenden Basis anstreben. JLL hat einen multidimensionalen Ansatz für die Transparenzmessung entwickelt, welcher aus den Methodologien Transparency Survey und Kalkulation des Transparency Index besteht.¹⁸ Die Datenerhebung erfolgt durch den Transparency Survey, welcher aus einem Fragebogen besteht und von JLL-Mitarbeitern in den verschiedenen Ländern ausgefüllt wird. Danach werden die Daten zentral gesammelt und nach der Methodologie der Kalkulation des Transparency Index verarbeitet. Die Ergebnisse werden alle zwei Jahre in einem Bericht veröffentlicht.

3.3.2 Rechtliche und regulatorische Fundamente

Die rechtlichen und regulatorischen Fundamente stellen die *Conditio sine qua non* für die Existenz eines reibungslos funktionierenden und transparenten Marktes dar. Im We-

¹⁶ JLL ist mit Vertretungen in über 50 Ländern einer der weltweit führenden Immobilienmakler und -berater und bietet strategische, multidisziplinäre Dienstleistungen und Problemlösungen für Gewerbeimmobilieneigentümer, -nutzer und -investoren.

¹⁷ Multinational Corporations (MNCs)

¹⁸ Beide Methodologien unterstehen einem von JLL angemeldeten Patent.

sentlichen bestehen *die rechtlichen Fundamente* aus den Komponenten der Sicherheit von Rechtsansprüchen und Eigentumsrechten, welche für Marktakteure wie z.B. Investoren und Entwickler die „Go/No-go“-Voraussetzung bei der Investition in Immobilien bilden. Die Undurchsichtigkeit bei diesen Informationen kann nicht wie bei anderen Informationen durch höhere Risikoprämien kompensiert werden. Das heisst, die rechtlichen Fundamente müssen verfügbar, korrekt und glaubwürdig sein, wobei ihre Anwendung konsequent und konsistent für sämtliche Marktteilnehmer durchgesetzt wird. Zu den rechtlichen Fundamenten gehören z.B. das Eigentumsrecht, das Vertragsrecht, das Steuerrecht oder das Personenrecht. Im Weiteren definieren die rechtlichen Fundamente die Praktikabilität bestimmter Investitionsarten durch die unterschiedlichen Investoren und werden als gesetzliches Instrument für den Schutz gegen die Überfremdung eines Landes eingesetzt. *Die regulatorischen Fundamente* sind branchenspezifische Normen, welche einen gesetzlichen, aber nicht verbindlichen Charakter haben. Auch wenn sie transparenzförderlich ist, kann eine Überregulierung dieser Fundamente für Marktakteure wie z.B. Entwickler als Hindernisfaktor für eine Investition betrachtet werden. Das heisst, dass hier vor allem die konsistente und konsequente Unterstellung sämtlicher Marktakteure unter die Regulierungen die Transparenz des Marktes fördert.

3.3.3 Fundamentale Marktdaten

Die fundamentalen Marktdaten stellen die essenzielle Grundlage von sophistisierten Märkten dar, wobei in der Regel der Investitionsentscheid auf eine Markt- und Standortanalyse gestützt wird. Unter Standort- und Marktanalyse ist eine objektive, fachlich fundierte Untersuchung der wesentlichen Rahmenbedingungen für eine Immobilieninvestition zu verstehen. Dazu gehört das systematische Sammeln, Gewichten und Bewerten von direkt und indirekt mit der künftigen Entwicklung einer Immobilie im Zusammenhang stehenden Informationen über den Makro- und Mikrostandort,¹⁹ über den Nutzermarkt (wirtschaftliche Grundlage des Flächenbedarfs) und über den Immobilienmarkt (Angebot von, Nachfrage nach, Preis von Immobilien).²⁰ Insbesondere die

¹⁹ Die Abgrenzung des Makrostandortes kann nach politischen oder nach funktionalen Zusammenhängen erfolgen (Stadtteil, Stadt oder Ballungsraum). Der Mikrostandort bezieht sich auf die Immobilie (Grundstück) und ihr unmittelbares Umfeld. Untersucht werden sowohl harte Standortfaktoren wie z.B. Bevölkerung, Wirtschaftsstruktur, Infrastruktur usw. wie auch weiche Standortfaktoren wie z.B. Standortimage, Umfeldqualität, politisches Klima usw.

²⁰ Schulte (2005), S. 394

Verfügbarkeit umfassender Daten der grössten Teilmärkte ist für institutionelle Investoren relevant, wobei diese sich auf Investitionen in die räumlichen (Grossstädte und deren Agglomerationen) und sachlichen (Gewerbeimmobilien) Hauptmärkte konzentrieren. Die fundamentalen Marktdaten werden nachfolgend nach der Segmentierung von Sub-Immobilienmärkten gegliedert.

- *Vermietungsmarkt*: maximale, minimale und durchschnittliche Vertrags- und Marktmieten, Angebot und Nachfrage von Mietflächen und Leerständen
- *Transaktions-/Investitionsmarkt*: Anzahl Transaktionen sowie deren Art und Volumen, Käufer und Verkäufer, Kauf- und Verkaufspreise, Vertragsmieten und Renditen
- *Baumarkt*: geplante und bewilligte Bauprojekte, Projektedaten wie Standort und Flächen, Baukosten-Benchmark und -Indizes
- *Kapitalmarkt*: Kreditkonditionen, aktuelle Zinsen und voraussichtliche Entwicklung der Kapitalkosten

Die Marktinformationen sollen aus glaubwürdigen Quellen wie z.B. staatlichen Institutionen oder anerkannten Forschungsinstituten stammen, aktuelle und historische Marktdaten erfassen und die räumlich und sachlich unterschiedlichen Märkte berücksichtigen. Die Anwendung von Standardbegriffen und Normen in der Publikation von Marktinformationen ist von besonderer Bedeutung, weil sie das allgemeine Verständnis und die Interpretation sowie die Vergleichbarkeit zwischen internationalen Märkten sicherstellt.

3.3.4 Performance- und Preis-Indizes

Die Performance- und Preis-Indizes direkter Immobilieinvestitionen betrachten die Entwicklung von Renditen und Preisen über die Zeit. Sie basieren auf harten Faktoren und stellen für einige Marktakteure einen schlüssigen Vorteil beim Rendite- und Preis-Benchmark von Immobilieninvestitionen dar. Indizes, welche ausschliesslich Renditen aufweisen, ermöglichen nur eine beschränkte Analyse der Investitionen. Das heisst, dass die Performance- und Preis-Indizes direkter Immobilienanlagen umfassende Daten über Erträge und Kosten, Akquisitionspreise und Marktwerte, Wertentwicklungen und Renditen beinhalten sollen, um einen Beitrag zur Transparenz leisten.

Im Weiteren sollen bei diesen Indikatoren ein für den Gesamtmarkt repräsentatives Investitionsvolumen erfasst, die unterschiedlichen Teilmärkte berücksichtigt und die Informationen von vertrauenswürdigen Quellen regelmässig ausgewertet und publiziert werden.

3.3.5 Professionelle Standards

In Bezug auf die Transparenz bezeichnen *professionelle Standards* das Professionalitätsniveau, mit welchem die Akteure im Markt operieren und miteinander bezüglich geschäftlicher Beziehungen bzw. Informationsaustausch umgehen. Die Präsenz international tätiger Investoren und Beratungsfirmen auf dem Markt leistet einen wesentlichen Beitrag zur Transparenz, da diese nach höchsten, international anerkannten ethischen und professionellen Standards operieren. Im Weiteren tragen das Niveau und das Angebot an Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten und insbesondere die Tätigkeit von national und international anerkannten Berufsverbänden wesentlich zur Erhöhung ethischer und professioneller Standards bei. Speziell beim Markteintritt internationaler Investoren spielen die ethischen und professionellen Standards eine wichtige Rolle, da sich diese Anleger aufgrund fehlender persönlicher Direktkontakte mit lokalen Marktakteuren auf die Reputation ihrer Geschäftspartner verlassen müssen. Das heisst, dass der Ruf der in einem transparenten Markt aktiven Akteure den höchsten ethischen und professionellen Standards entsprechen soll.

3.3.6 Transaktionsprozesse

Wie bei den professionellen Standards stellen *die Transaktionsprozesse* einen kritischen Faktor für die Transparenzwahrnehmung eines Marktes dar. Nur offen und klar strukturierte Prozesse schaffen Vertrauen und sind für institutionelle Anleger attraktiv. In diesem Zusammenhang gewinnt die Geschäftsbeziehung zwischen den Vertragspartnern an Bedeutung.²¹ Einerseits müssen sich Investoren und ihre Berater auf eine gegenseitige transparente Verhaltensweise verlassen können, indem zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer keine Interessenskonflikte entstehen. Die Schaffung von Transparenz besteht hier seitens Auftraggeber aus der freien Partnerwahl, einer klaren Aufgabenstel-

²¹ In der Wirtschaftswissenschaft wird die Beziehung zwischen Vertragspartner in der Prinzipal-Agent-Theorie thematisiert und aufgeklärt.

lung und der beidseitigen Offenlegung möglicher Interessenskonflikte. Andererseits sollen aus der Beziehung zwischen Anbieter und Nachfrager keine Informationsasymmetrien resultieren, indem sämtliche Informationen über die geprüften Investitionen vollständig aufbereitet und den Investoren zur Verfügung gestellt werden.

3.4 Definition von Immobilien

Der Begriff Immobilien wird in der Wissenschaft und Praxis sehr unterschiedlich verwendet. Dieser Arbeit liegt die kapitalanlageorientierte Definition zu Grunde. Immobilien werden hierbei als Verfügungsrecht über den abgeschlossenen Raum verstanden, das es dem Eigentümer ermöglicht, durch Überlassung an Dritte deren Nutzenstiftung zeitlich beschränkt zu übertragen und daraus einen wirtschaftlichen Ertrag zu erzielen.²² Immobilien haben demzufolge keinen intrinsischen Wert per se, sondern stiften Wert erst durch ihre Nutzung über die Zeit.²³ Immobilien werden erst durch Transformation von Raum-Zeit-Einheiten, etwa durch Vermietung und Verpachtung, zu lohnenden Investitionsobjekten.²⁴ Der Vergleich mit anderen Wirtschafts- und Anlagegütern zeigt, dass sich Immobilien in wesentlichen Eigenschaften unterscheiden. Zu den spezifischen Merkmalen von Immobilien zählen:²⁵

- *Materielle Eigenschaften:* Immobilität, Heterogenität, Nutzungsgebundenheit, begrenzte Substituierbarkeit und eingeschränkte Teilbarkeit
- *Monetäre Eigenschaften:* eingeschränkte Fungibilität und Liquidierbarkeit, hohe Kapitalintensität und lange Bindungsdauer, hoher Erhaltungs- und Verwaltungsaufwand, Inflationsschutz
- *Temporäre und sonstige Eigenschaften:* langer Entwicklungsprozess und lange Nutzungsdauer, nicht monetäre Nutzenstiftung durch die öffentliche Präsenz

Immobilien-spezifische Merkmale haben massgebliche Auswirkungen auf die Transparenz und auf die Effizienz der Immobilienmärkte. Anhand der vermögensorientierten

²² Schulte (2000) S. 17

²³ Pyhrr (1989) S. 4

²⁴ Pfnür (2002) S. 9

²⁵ Eine umfassende Übersicht über die Immobilieneigenschaften vermittelt Bone-Winkel (1994), S. 27–32

Immobiliendefinition betrachtet, hat die Transparenz der monetären Eigenschaften einer Immobilie eine bedeutende Rolle, da der Investitionsentscheid auf der Aktualisierung zukünftiger Cashflows basiert.

3.5 Definition von Immobilienmärkten

Die besonderen Eigenschaften des Wirtschaftsgutes Immobilie führen zu spezifischen Charakteristika der Immobilienmärkte. Wie Eingangs erwähnt, gibt es nicht einen einzigen und einheitlichen Immobilienmarkt, sondern es lassen sich räumliche und sachliche Teilmärkte unterscheiden. Einerseits ergeben sich die räumlichen Teilmärkte aus den Unterschieden in Angebot und Nachfrage in verschiedenen Regionen, Städten oder Stadtteilen. Andererseits bestimmen die spezifischen Nutzungsarten der Immobilien und deren Flächen die sachlichen Märkte.²⁶ Für alle Teilmärkte sind jedoch einige gemeinsame Eigenschaften auszumachen, welche den Immobilienmarkt von effizienten Güter- oder Kapitalmärkten unterscheiden. Die wesentlichen Eigenschaften von Immobilienmärkten sind:²⁷

- *Fehlen eines homogenen Marktes*
- *Geringe Markttransparenz*
- *Keine objektive Preisfindung*
- *Geringe Anpassungselastizität*
- *Hohe Such- und Transaktionskosten*
- *Abhängigkeit von Entwicklungen der Volkswirtschaft und von Zyklizität*

Die beschriebenen Eigenschaften der Immobilienmärkte sind im Kontext dieser Arbeit unter zwei Gesichtspunkten von Interesse: Zum einen bilden sie wie bereits Immobiliencharakteristiken mögliche Ansatzpunkte für die Umsetzung transparenzförderlicher Massnahmen. Zum anderen führen sie zu der Frage, ob die Transparenz im Immobilienmarkt angesichts dieser Eigenschaften realistisch verbessert werden kann.

²⁶ Schulte (2005) S. 21–22

²⁷ Sanders/Pagliari/Webb (1995), S. 129; Wellner (2003) S. 10–12; Wüstefeld (2000) S. 34–35

3.6 Fazit

Im vorliegenden Kapitel wurden die Grundsätze für die systematische Untersuchung des Transparenzgrads im schweizerischen Immobilienmarkt gelegt. Im Wesentlichen können die nachstehenden Schlussfolgerungen formuliert werden. Transparente Immobilienmärkte können als offene und durchsichtig organisierte Märkte definiert werden, welche innerhalb eines vom Gesetz abgegrenzten Rahmens operieren. Sämtliche Marktakteure sind konsistent und konsequent den gesetzlichen Bedingungen unterstellt, und die Verfügungs- und Eigentumsrechte sind gesichert und werden respektiert. Alle auf dem Markt tätigen Akteure verfügen über hohe ethische und professionelle Standards und handeln danach. Die für den Immobilienmarkt transparenzförderlichen Informationen betreffen rechtliche und regulatorische Fundamente, fundamentale Marktdaten, Performance- und Preis-Indizes, professionelle und ethische Standards sowie Transaktionsprozesse. Die im Vergleich zu anderen Wirtschaftsgütern spezifischen Besonderheiten der Immobilien und von deren Märkten grenzen die Erhöhung der Transparenz ein, zeigen aber mögliche Ansatzpunkte für die Umsetzung von Verbesserungsmassnahmen.

4. Transparenz im schweizerischen Immobilienmarkt

Auf der Basis der Definition transparenter Immobilienmärkte und der Gliederung transparenzförderlicher Informationen wird im vorliegenden Kapitel die Transparenz des schweizerischen Immobilienmarktes untersucht. Zuerst werden die im RETI publizierten Ergebnisse erläutert, um das allgemeine Transparenzniveau des schweizerischen Gesamtmarkts für Immobilien zu überblicken. Im Weiteren wird die Transparenz der einzelnen transparenzförderlichen Indikatoren untersucht. Zu diesem Zweck werden die Ergebnisse aus den Interviews und den eigenen Marktuntersuchungen erläutert. Wo möglich wird der schweizerische Markt mit den transparentesten Immobilienmärkten Europas verglichen. Abschliessend wird der Markt Schweiz für Immobilien kurz beschrieben, um dessen transparenzrelevanten Charakteristika aufzuzeigen.

4.1 Markttransparenz-Indizes

Der schweizerische Markt wurde im RETI erstmals im Jahr 2001 als eigenständige Position aufgenommen und im Rang „Semi-Transparent“ eingestuft. 2004 wies er einen Upgrade auf „Transparent“ auf und positionierte sich auf Rang 13 von weltweit insgesamt 51 Ländern. Die Gründe für den Upgrade werden nicht genannt, aber es kann davon ausgegangen werden, dass das zwischen 1998 und 2004 gehandelte Volumen positiv zur Erhöhung der Transparenz beigetragen hat.²⁸ In der letzten Auswertung aus dem Jahr 2006 wurde die Schweiz auf Platz 19 zurückgestuft. In der EMEA-Rangliste²⁹ liegt die Schweiz auf Platz 13 zwischen Spanien und Norwegen. In den Sub-Indizes „Disclosure and Governance“ und „Regulatory and Legal“ positionierte sich der Markt Schweiz im weltweiten Vergleich auf dem 4. bzw. 2. Rang.³⁰ Im RETI werden keine detaillierten Angaben zu den einzelnen Immobiliemärkten und derer Einstufung in den Sub-Indizes

²⁸ In dieser Periode haben zahlreiche und für schweizerische Verhältnisse äusserst grosse Immobilien-transaktionen stattgefunden. Zu den wichtigsten gehören: der Verkauf von UBS-Betriebsliegenschaften an die MAAG Property Holding 1998 (870 Mio. CHF), der Verkauf des Swisscom-Portfolios an die Winterthur Versicherung, WTF und PSP 2001 (Total ca. 2,5 Mrd. CHF) usw. Quelle: Wüest&Partner

²⁹ Europa, Mittel-/Osteuropa und Afrika

³⁰ Vgl. Anhang Real Estate Transparency Index 2006

gemacht, sondern nur die Regionen wie z.B. EMEA oder Asien zusammenfassend kommentiert. Folglich ist eine detaillierte und aussagekräftige Transparenzanalyse des Marktes Schweiz nicht möglich.

4.2 Rechtliche und regulatorische Fundamente

Bei den rechtlichen und regulatorischen Fundamenten weist der schweizerische Immobilienmarkt im internationalen Verhältnis eine sehr hohe Transparenz auf. Dies wird einerseits auf Gesamtmarktebene vom RETI betont und von sämtlichen interviewten Partnern bestätigt. Im Wesentlichen wurde während der Interviews Folgendes festgestellt:

- Im Allgemeinen werden im schweizerischen Immobilienmarkt die rechtlichen und regulatorischen Fundamente wie z.B. Eigentums- oder Vertragsrecht nicht in Frage gestellt, weil das System global zu den am besten entwickelten gehört.
- In der Schweiz werden alle Marktakteure konsequent und konsistent den rechtlichen und regulatorischen Fundamenten unterstellt.
- Sämtliche relevanten und transparenzförderlichen Informationen sind verfügbar und korrekt und die Quellen sind glaubwürdig.
- Grundbuchdaten wie z.B. Eigentümer und Parzellenfläche sind öffentlich zugänglich. Weitere Daten wie z.B. die Bau- und Zonenordnungen von Grossstädten und deren Agglomerationen sind öffentlich zugänglich und werden im Internet publiziert.³¹
- Das von der föderalistischen Struktur geprägte, komplizierte Steuersystem in der Schweiz stellt keine wesentliche Eintrittsbarriere dar und kann durch Einsatz externer Spezialisten problemlos überwunden werden.³²

³¹ Die Bau- und Planungsvorschriften werden auf Bundes-, Kantons- und Gemeindeebene geregelt und i.d.R. alle zehn Jahren revidiert. Mit der Einführung elektronischer Geoinformationssystemen (GIS) sind Angaben zu den einzelnen kommunalen Bau- und Zonenordnungen mit entsprechenden Vorschriften praktisch schweizweit abrufbar.

³² Das Steuersystem wird in der Schweiz auf Bundes-, Kantons- und Gemeindeebene geregelt. Bei Immobilientransaktionen fallen Grundstückgewinnsteuern (Differenz zwischen dem Buchwert und dem Verkaufspreis), Handänderungssteuern, Registrations- und Notariatsgebühren an. Beispiel: Die Grundstücks-

- Seitdem es ausländischen Investoren erlaubt ist, in gewerbliche Immobilien zu investieren, haben sich die Liquidität und die damit verbundene Transparenz dieser Immobilienanlageklasse positiv entwickelt³³.

In Bezug auf die Unterstellung sämtlicher Marktakteure unter die regulatorischen und rechtlichen Fundamente sind die Ergebnisse des Instituts Transparency International (TI) erwähnenswert.³⁴ Das TI untersucht das Transparenzniveau internationaler Wirtschaftsmärkte bezüglich Korruption und publiziert jährlich die Ergebnisse im Korruption Perception Index (CPI). Der CPI bezieht sich auf den Grad der Korruption in der öffentlichen Verwaltung und in Regierungskreisen und wird in 146 Ländern erfasst. Mit dem 7. Rang (Vorjahr 8.) bestätigt die Schweiz ihren Platz unter den ersten 10 Ländern, die eine sehr geringe Wahrnehmung von Korruption vorweisen. Absolut verbessert sich die Schweiz mit 9,1 Punkten im Vergleich zum Vorjahr (8,8 Punkte) um 0,3 Punkte.³⁵

Informationen über die rechtlichen und regulatorischen Fundamente werden regelmässig von öffentlichen und privaten Instituten publiziert und aktualisiert. Das heisst, dass die für die Transparenz relevanten Informationen verfügbar und korrekt sind und aus glaubwürdigen Quellen stammen. Der Immobilien- und Transaktionsmarkt Schweiz für die Direktanlage in gewerbliche Immobilien kann in Bezug auf die rechtlichen und regulatorischen Fundamente folglich als hoch transparent bezeichnet werden.

4.3 Fundamentale Marktdaten

Der schweizerische Markt für direkte Immobilienanlagen hat im Vergleich zu grösseren internationalen Märkten wie z.B. Grossbritannien oder Deutschland eher bescheidene

gewinn- und Ertragssteuern für eine Kapitalgesellschaft und mit einer Haltedauer der Immobilie von fünf Jahren bewegten sich im Jahr 2005 in weiten Teilen der Schweiz zwischen 11 und 38 Prozent des Grundstücksgewinns. Quelle: Eidgenössische Steuerverwaltung (ESTV), kantonale und kommunale Steuergesetze.

³³ Mit Wirkung per 1. Oktober 1997 wurde ein Art. 2 Abs. 2a in das Gesetz (BewG) eingefügt, der kommerzielle Liegenschaften von der Definition der Grundstücke ausnimmt, d.h., dass der Erwerb von kommerziellen Immobilien nicht mehr ein bewilligungspflichtiger Grundstückserwerb ist und daher auch für ausländische Investoren einen praktikablen Anlagekreis darstellt.

³⁴ TI ist eine international führende, überparteiliche, privatrechtlich organisierte und nicht gewinnorientierte Organisation, die sich für die Einhaltung der international gültigen Grundsätze und Regeln im Kampf gegen die Korruption einsetzt.

³⁵ Vgl. Anhang Corruption Perception Index

Dimensionen³⁶ und wird in internationalen Marktberichten nur selten berücksichtigt. Das heisst, dass aus erster Sicht der Markt Schweiz hinsichtlich fundamentaler Marktinformationen als nicht transparent eingeschätzt werden kann. Nach Untersuchung der Verfügbarkeit transparenzförderlicher Marktinformationen und nach den Interviews mit Marktakteuren können nachfolgende Bemerkungen formuliert werden:

Im *Vermietungsmarkt* werden Marktdaten regelmässig von Finanzinstituten wie z.B. UBS, Credit Suisse und Kantonalbanken sowie Beratungsunternehmen erhoben und veröffentlicht. Die bekannteste Marktstudie ist das Immo-Monitoring der Beratungsfirma Wüest&Partner, welches das ganze Gebiet abdeckt und jährlich publiziert und verkauft wird. Internationale Berater wie z.B. KPMG, PriceWaterhouseCoopers (PWC), JLL und CB Richard Ellis konzentrieren ihre Marktstudien, welche in der Regel kostenlos publiziert werden, eher auf Hauptmärkte von Grossstädten und deren Agglomerationen. Fundamentale Marktdaten erfassen Marktmieten-Range, Angebot und Nachfrage sowie Leerstände von Mietflächen nach Nutzungen und Regionen. Die aktuellsten Marktberichte für den Gesamtmarkt Schweiz sind z.B. Immobilienmarkt 2007 Fakten und Trends 4. Quartal 2006 (Credit Suisse, März 2007), Büromarktbericht Schweiz 2007 (Colliers, Februar 2007), ZKB Investment Letter Kommerzflächen (Zürcher Kantonalbank, März 2007), Immobilienmarkt Schweiz 2007 (Wüest&Partner im Auftrag von Swisscanto Immobilienmanagement, Februar 2007) usw.

Im *Baumarkt* werden Daten über geplante und bewilligte Projekte der öffentlichen Hand, z.B. Bundesamt für Statistik (BAFS), Kantons- und Stadtämter für Statistik, veröffentlicht und durch Prognosen von Beratungsfirmen wie z.B. Wüest&Partner ergänzt. Informationen über Bauprojekte beschränken sich im Allgemeinen auf die Projektanzahl und weisen einen relativ beschränkten Detaillierungsgrad auf. Nur in Grossstädten werden präzisere Daten der öffentlichen Hand publiziert. Im Weiteren werden laufend Baukosten-Indizes erhoben und publiziert wie z.B. der Zürcher Wohnbaukosten-Index (Amt für Statistik der Stadt Zürich).

Der *Kapitalmarkt* ist per definitionem einer der transparentesten Märkte überhaupt. Transparenzförderliche Informationen werden laufend aktualisiert und stehen den Marktakteuren jederzeit ohne grossen Aufwand zur Verfügung. Die Ausgabequellen

³⁶ Vgl. Kapitel Schweizer Immobilienmarkt

sind sowohl öffentliche Institutionen wie z.B. die Schweizerische Nationalbank oder die Kantonalbanken als auch private Institutionen wie z.B. Banken und Versicherungen.

Im *Transaktions- und Investitionsmarkt* werden die Anzahl Handänderungen, die Käufer- und Verkäufernamen, aber keine weitere Angaben der öffentlichen Institutionen wie z.B. des BAFS oder der kantonalen Ämter für Statistik publiziert. Beratungsfirmen wie z.B. Wüest&Partner eruieren das gehandelte Volumen und die Anzahl der Transaktionen für den Gesamtmarkt aus bekannten Transaktionen und Angaben aus offiziellen Quellen. Allerdings werden die räumlich unterschiedlichen Märkte kaum berücksichtigt. Die schweizweit einzig Ausnahme stellt der Kanton Genf dar, wo publizierte Transaktionsinformationen auch den vereinbarten Verkaufs-/Kaufpreis enthalten.

Während der Interviews wurden Qualität, Richtigkeit und Glaubwürdigkeit fundamentaler Marktdaten nicht in Frage gestellt, sondern die Verfügbarkeit bestimmter Daten, welche nicht publikationspflichtig oder rechtlich geschützt sind. Die wesentlichen fehlenden transparenzförderlichen Informationen sind:

- *Vermietungsmarkt*: Der Datenschutz von Personen und Verträgen verunmöglicht die Veröffentlichung detaillierter Marktdaten. Es sollten umfassende (anonymisierte) Informationen über Vertragsmieten nach Teilmärkten publiziert werden. In den Grossstädten sollten Datenbanken zur Verfügung stehen, welche Informationen über Vertragsmieten mit einem Detaillierungsgrad bis auf Stufe Strasse/Quartier zentral sammeln. Die Informationen laufend aktualisiert werden.
- *Investitions- und Transaktionsmarkt*: Bei der Eigentumsübertragung stellt die Pflicht zur öffentlichen Beurkundung des Vertrages nur eine partielle transparenzförderliche Information dar, weil ausschliesslich Käufer und Verkäufer, aber nicht die Transaktionspreise und die Vertragsmieten veröffentlicht werden müssen. Es sollten umfassende Daten über die abgewickelten Transaktionen mit sämtlichen Angaben über Teilnehmer, Kauf-/ Verkaufspreis und wesentliche Eckdaten der Immobilie (Flächen, Nutzung und Verträge) zentral erfasst und zugänglich gemacht werden.

Im Allgemeinen und im Verhältnis zu Wohnimmobilien sind Marktinformationen über gewerbliche Immobilien nur beschränkt zugänglich. Das heisst aber nicht, dass sie nicht zur Verfügung stehen, sondern sie werden nach spezifischen Aufträgen der Investoren

oder anderer Interessenten von Beratungsunternehmen aufbereitet. Anders als z.B. in Grossbritannien, wo Online-Datenbanken (zum Beispiel Focus)³⁷ umfangreiche Marktinformationen zentral erfassen, sind in der Schweiz transparenzförderliche Marktinformationen für die einzelnen Sub-Märkte verstreut und können nur mit erheblichem Aufwand erhoben werden. Dies führt zu einer beschränkten Verfügbarkeit der fundamentalen Marktdaten, Konsequenz ist eine partielle Intransparenz von transparenzförderlichen Marktinformationen.

4.4 Performance- und Preis-Indizes

Trotz verbesserter Akzeptanz sind Indizes für direkte Investitionen im Verhältnis zu denjenigen für indirekte Investitionen, welche sich in den letzten Jahren dank der Angebotsausweitung von Anlagevehikeln wie z.B. REITs etabliert haben, weniger verbreitet. Die in der Schweiz vorhandenen Performance- und Preis-Indizes für direkt gehaltene Immobilienanlagen konzentrieren sich hauptsächlich auf die Wohnimmobilien. Diese Indizes werden in der Regel regelmässig von privaten Forschungsinstituten oder von Kantonal- und Grossbanken publiziert. Zum Beispiel der Swiss Property Benchmark und Performance-/Preis-Index³⁸ des IAZI oder der Angebots-³⁹ und Transaktionspreis-Index⁴⁰ von Wüest&Partner. Im Weiteren stehen Performance-Indizes für indirekte Immobilienanlagen wie z.B. der WUPIX⁴¹ den Marktakteuren zur Verfügung. Im schweizerischen Immobilienmarkt werden keine Preis-Indizes für Direktinvestitionen in Gewerbeimmobilien erfasst. Der einzige Performance-Index ist der IPD-Index,⁴² der 2002 von IPD-International in Zusammenarbeit mit Wüest&Partner eingeführt wurde und zurzeit (Stand 2005) rund 14,9 Mrd. CHF direkter Anlagen in Gewerbeimmobilien er-

³⁷ Focus veröffentlicht und fasst Presseartikel sowie relevante volkswirtschaftliche und demografische Statistiken zusammen, sodass Informationen über alle Städte, Sub-Märkte und sogar einzelne Gebäude auf Abruf erhältlich sind.

³⁸ Seit 1986 berechnet das IAZI Preisindizes für Renditenwohnliegenschaften, für Einfamilienhäuser und seit 1996 für Eigentumswohnungen sowie seit 1986 einen Performance-Index für Renditeliegenschaften. Regelmässig publiziert das IAZI seine Indizes, die als Benchmark für Immobilienanlagen in der Schweiz verwendet werden können.

³⁹ Gesamtschweizerische und regionale Angebotspreisindizes für Mietwohnungen, Eigentumswohnungen, Einfamilienhäuser, Büro-, Gewerbe- und Verkaufsflächen.

⁴⁰ Gesamtschweizerische und regionale hedonische Preisindizes für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser auf Basis von Handänderungsdaten.

⁴¹ Dividendenzahlungsbereinigte Indizes für die Aktien börsenkotierter Immobiliengesellschaften (WUPIX-A), börsenkotierter Immobilienfonds (WUPIX-F) sowie Index für Immobilien-Anlagestiftungen (KGAST Immo-Index) von Wüest&Partner.

⁴² Vgl. Anhang IPD-Index 2005

fasst, was 10,6 Prozent der Direktinvestitionen von Institutionellen entspricht. In Grossbritannien (Einführungsjahr 1981) entspricht der Index aktuell 49 Prozent, in Frankreich (Einführungsjahr 2001) 42,1 Prozent, in Deutschland (Einführungsjahr 2001) 18,5 Prozent der kommerziellen Direktinvestitionen von Institutionellen.⁴³ Der Index zeigt ausschliesslich die Entwicklung der jährlichen Gesamt-, Cashflow- und Wertänderungsrenditen sowie das Wachstum der Marktmieten von Gewerbeimmobilien nach sachlichen, also Nutzung, aber nicht nach räumlichen Märkten auf. Das heisst, dass dieser Indikator, auch wenn er verfügbar ist und aus vertrauenswürdiger Quelle stammt, nur begrenzt als transparenzförderliche Information bezeichnet werden kann, weil das gefasste Volumen nicht repräsentativ ist und die räumlichen Teilmärkte nicht berücksichtigt werden. Die befragten Ansprechpersonen haben sich einheitlich zu den Preis- und Performance-Indikatoren geäussert und folgende Bemerkungen formuliert:

- Performance-Indizes sind nur transparenzförderlich, wenn sie umfassende Informationen über die Investitionen wie z.B. absolute Wertentwicklungen aufweisen und die einzelnen räumlichen und sachlichen Teilmärkte berücksichtigen.
- Preis-Indizes für direkte Investitionen in Gewerbeimmobilien sind leider nicht vorhanden. Trotz spezifischer Merkmale der Immobilien würden sie auch in der Schweiz die Transparenz des Marktes positiv beeinflussen.

Bezüglich Performance- und Preis-Indizes weist der schweizerische Markt im Vergleich zu den transparentesten Immobilienmärkten Europas Verbesserungspotenzial auf. Zum Beispiel zeigen in Grossbritannien laufend aktualisierte Indizes die historische Performance von Immobilienmärkten und -sektoren auf. Diese werden von grösseren Chartered-Surveyor-Unternehmen, wie CB Richard Ellis, Knight Frank, King Sturge, JLL und DTZ, erstellt. Diese Daten können von Dritten monatlich gekauft werden.

4.5 Professionelle Standards

Das Niveau der *professionellen Standards* in der schweizerischen Immobilienbranche hat sich in der letzten Dekade stark verbessert. Einerseits haben sich die Marktakteure

⁴³ Quelle: www.ipdindex.co.uk

wie z.B. Immobilieninvestoren durch die Internationalisierung der Immobilienmärkte an die internationalen Rechnungslegungs- und Bewertungsstandards angepasst. Die Konsequenz ist eine entsprechende Professionalisierung der Beratungsbranche. Im schweizerischen Immobilienmarkt sind heute die grössten internationalen Beratungsfirmen wie z.B. KPMG, PriceWaterhouseCoopers und Ernst&Young tätig, welche über auf Immobilien spezialisierte Abteilungen verfügen. Andererseits hat sich das Angebot an Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten in den letzten Jahren entwickelt und diversifiziert, was zur weiteren Erhöhung der professionellen Standards in der Branche und von deren Akteuren geführt hat. Heute stehen den Professionals direkt im Lande immobilien-spezifische Bildungsmöglichkeiten offen, welche von privaten und öffentlichen Institutionen wie z.B. CUREM⁴⁴, Realis⁴⁵ oder IFZ⁴⁶ angeboten werden. Im Sinne der Vereinheitlichung professioneller Standards stellen die nationalen Berufsverbände der Immobilienbranchen wie z.B. SIA und SVIT eine wichtige Referenz dar. Die Publikation von Normen wie z.B. die Kennzahlen der Immobilienwirtschaft⁴⁷ und die Einführung von international anerkannten Standards wie z.B. Bewertungskennzahlen nach dem International Valuation Standard Committee (IVSC) und nach dem Blue Book der European Group of Valuers (TEGoVA) ermöglichen den Vergleich zwischen dem schweizerischen und den internationalen Märkten und führen zur konsequenten Erhöhung der Markttransparenz. Die Gründung im Jahr 2003 des weltweit grössten Immobilienverbands Royal Institution of Chartered Surveyor⁴⁸ (RICS) hat massgeblich zur Erhöhung der professionellen Standards beigetragen, wobei insbesondere auf die ethischen Grundsätze des Berufsstandes und auf die laufende fachliche Weiterbildung Wert gelegt wird.

Während der Interviews haben sich die Ansprechpersonen über das Thema kurz unterhalten und einheitlich geäussert. Zusammenfassend wurden nachfolgende Bemerkungen formuliert:

⁴⁴ Centre for Urban & Real Estate Management, Zürich

⁴⁵ Swiss Real Estate School von SVIT (Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft), Zürich

⁴⁶ Institut für Finanzdienstleistungen in Zug von der HSW (Hochschule für Wirtschaft in Luzern)

⁴⁷ SIA-Dokumentation d0213

⁴⁸ Die RICS ist selbstregulierend und stets bemüht, die höchsten professionellen Standards aufrechtzuerhalten. Dies zeigt sich nicht nur bei Ausbildung und Verpflichtung zur stetigen Fortbildung (CPD „continuing professional development“, sondern auch in den disziplinarischen Verfahren des Verbands, wonach die höchste Sanktion der Entzug der Mitgliedschaft und damit inhärent der Entzug der beruflichen Tätigkeit darstellt.

- In der Schweiz hat sich das Professionalitätsniveau sämtlicher Marktakteure in den letzten Jahren vor allem bei institutionellen Investoren, bei international und national tätigen Beratungsunternehmen sehr positiv entwickelt.
- Heute befinden sich die professionellen Standards in der Schweiz auf dem Niveau der transparentesten Märkte wie z.B. Grossbritannien oder Deutschland.
- Aufgrund der beschränkten Marktgrösse könnten nicht die professionellen Standards, sondern die Verfügbarkeit von Ressourcen problematisch sein.

Aus diesen Gründen kann der schweizerische Immobilienmarkt bezüglich professioneller und ethischer Standards als transparent bezeichnet werden. Allerdings ist Verbesserungspotenzial vorhanden, welches sich aus einer flächendeckenden Umsetzung von branchenspezifischen und internationalen Begriffsstandards und aus der privaten sowie öffentlichen Unterstützung der akademischen Immobilienbranche zusammensetzt.

4.6 Transaktionsprozesse

Im Allgemeinen werden Investoren (Anbieter und Nachfrager) bei *Transaktionsprozessen* in der Schweiz unterstützt durch unabhängige Dritte, meist internationale oder nationale Beratungsunternehmen wie z.B. KPMG oder PWC sowie Bankinstitute wie z.B. UBS oder Sal Oppenheim. Das aus dem angelsächsischen Marktgebaren der Vermittlung und Beratung übernommene Verfahren leistet einen wichtigen Beitrag zur Transparenz, da Transaktionsprozesse bis und mit Real Estate Due Diligence⁴⁹ offen und professionell strukturiert werden. Bei der Aufsetzung von Immobilientransaktionen ist es in der Schweiz üblich, dass Anbieter von Beratern unterstützt werden, welche ihrerseits in der Auswahl potenzieller Investoren sowohl inländische als auch, sofern rechtlich zugelassen, ausländische Anleger berücksichtigen. Das heisst, dass Investitionsprozesse keine Markteintrittsbarriere darstellen und als transparent zu bezeichnen sind. Gemäss Aussage der interviewten Personen würde die Offenlegung von transaktionsbeteiligten Parteien einen massgeblichen Beitrag zur Transparenz leisten, da die Nachfrager in ihrem Investitionsentscheid den Konkurrentenfaktor berücksichtigen könnten.

⁴⁹ Vgl. Reis (2004)

4.7 Schweizerischer Immobilienmarkt

4.7.1 Immobilienvermögen

Das Vermögensvolumen von gewerblich genutzten Immobilien in der Schweiz umfasst rund 1 Prozent des globalen bzw. 2,6 Prozent des europäischen Marktwertes, wobei weltweit die USA mit Wertanteilen von 34,4 Prozent und Japan mit 13,5 Prozent die grössten Märkte bilden. In Europa besitzen Deutschland mit 19,4 Prozent, Grossbritannien mit 18,8 Prozent und Frankreich mit 14,3 Prozent die bedeutendsten Marktanteile bei Gewerbeimmobilien.⁵⁰ In Anlehnung an Wüest&Partner hat das gesamte Immobilienvermögen in der Schweiz per 1. Quartal 2006 einen geschätzten Wert von rund 1'890 Mrd. CHF.⁵¹ Der Anteil an Wohnflächen wird auf ca. 1'475 Mrd. CHF geschätzt, wobei rund zwei Drittel aus Wohneigentum und ein Drittel aus Mietwohnungen bestehen. Der Wert der gewerblichen Immobilien wird auf ca. 415 Mrd. CHF geschätzt, was 22 Prozent des gesamten Immobilienkapitals entspricht.⁵² Die Infrastrukturimmobilien der öffentlichen Hand haben einen geschätzten Wiederherstellungswert von rund 230 Mrd. CHF und werden unabhängig vom gesamten Immobilienvermögen betrachtet. Die Direktinvestitionen von schweizerischen institutionellen Investoren werden auf rund 140 Mrd. CHF geschätzt, davon ca. 75 Mrd. Mietwohnungen und ca. 65 Mrd. CHF gewerbliche Immobilien. Das heisst, das Institutionelle einen Anteil von ca. 15,6 Prozent des schweizerischen Gesamtvermögens gewerblich genutzter Immobilien besitzen. Die Differenz von 350 Mrd. CHF wird zwischen der öffentlichen Hand mit rund 80 Mrd. CHF⁵³ und anderen Investoren wie z.B. Privatpersonen oder Gesellschaften in Höhe von 270 Mrd. CHF verteilt.

Geografisch betrachtet konzentriert sich der Markt für Gewerbeimmobilien auf wenige Cluster. Das heisst, dass sich das Angebot räumlich dort befindet, wo die Nachfrage am grössten ist, also in den Grossstädten und deren Agglomerationen.⁵⁴ Auf den Wert be-

⁵⁰ Quelle: EPRA (2005), S. 2

⁵¹ Das geschätzte Immobilienvermögen basiert auf den kantonalen Gebäudeversicherungswerten und wurde hochgerechnet.

⁵² Quelle: Immo-Monitoring 2006/3, S. 60

⁵³ Quelle: Immo-Monitoring 2005/3, S. 60. Das für die Statistik relevante Immobilienvermögen der öffentlichen Hand besteht aus Verwaltungs- und Justizbauten, Bildungs- und Erziehungseinrichtungen.

⁵⁴ Als Grossstadt werden Zürich, Basel Genf, Lausanne und Bern bezeichnet, wobei Genf und Lausanne eine einheitliche Agglomeration, die sog. Region oder Metropole Lemannique, bilden.

zogen sind in den Grosszentren 55 Prozent bzw. 228 Mrd. CHF und in deren Agglomerationen 20 Prozent bzw. 83 Mrd. CHF gewerblich genutzter Immobilien vertreten. Der restliche Wert von 104 Mrd. CHF verteilt sich zu 15 Prozent auf die Mittel- und Kleinzentren und jeweils zu 5 Prozent auf die Agglomeration von Mittel- und Kleinzentren und auf die Peripherie.⁵⁵ Eine nennenswerte Besonderheit des schweizerischen Markts ist, dass anders als in Grossbritannien oder in Deutschland die kommerziellen Immobilien mit einem Volumen von mehr als 50 Mio. CHF selten sind und Transaktionen von wertmässig grossen Immobilienanlagen entweder über die Akquisition einer grossen Anzahl Immobilien oder von bestehenden Portfolios erfolgen müssen.

4.7.2 Immobilientransaktionen

Wie eingangs erwähnt, wurde in den europäischen Märkten im Vorjahr ein Rekordvolumen direkter Immobilieninvestitionen von 363 Mrd. CHF erreicht, was im Vergleich zum Vorjahr (236 Mrd. CHF) einem Volumenwachstum von ca. 54 Prozent entspricht. Der grösste Anteil des Investitionsvolumens wurde in Grossbritannien (120 Mrd. CHF), in Deutschland (75 Mrd. CHF) und in Frankreich (36 Mrd. CHF) gehandelt. Die grenzüberschreitenden Transaktionen haben mit einem direkt investierten Kapital von ca. 225 Mrd. CHF (62 Prozent) die inländischen Investitionen, welche lediglich 138 Mrd. CHF (38 Prozent) erreicht haben, deutlich überholt und den Trend des Vorjahres (140 Mrd. CHF grenzüberschreitende und 96 Mrd. CHF inländische Investitionen) bestätigt.⁵⁶ Auch im schweizerischen Transaktionsmarkt für Immobilien hat das gehandelte Investitionsvolumen in den letzten Jahren zugelegt. Gemäss Statistiken aus dem Jahr 2005 haben direkte kommerzielle Immobilienanlagen in Höhe von 7,5 Mrd. CHF die Hand gewechselt.⁵⁷ Dies entspricht 2,2 Prozent sämtlicher für in- und ausländische Institutionelle zugänglichen Gewerbeimmobilien (335 Mrd. CHF) und einem Wachstum zum Vorjahresvolumen von 1,2 Mrd. CHF bzw. 1,6 Prozent. Auf das gesamte gewerblich genutzte Immobilienvermögen von 415 Mrd. CHF gerechnet, reduziert sich der gehandelte Wert auf 1,8 Prozent.⁵⁸ Wüest&Partner schätzt, dass 2005 die grenzüberschreitenden Investitionen 80 Prozent aller Transaktionen ausmachten.

⁵⁵ Quelle: Immo-Monitoring 2006/3 (2006), S. 64

⁵⁶ Quelle: European Capital Markets Bulletin 2006 H1; www.joneslanglasalle.com, News, 19.2.2007

⁵⁷ Quelle: Wüest&Partner

⁵⁸ Quelle: Wüest&Partner

Der potenzielle Transaktionsmarkt für einheimische institutionelle Investoren umfasst sowohl Wohnmiete- (535 Mrd. CHF) als auch Gewerbeimmobilien (415 Mrd. CHF), und der geschätzte Wert beträgt insgesamt rund 950 Mrd. CHF. Aufgrund der aktuellen Rechtslage beschränkt sich der praktikable Anlagekreis für ausländische Investoren auf die Gewerbeimmobilien institutioneller (65 Mrd. CHF) und diverser Anleger (270 Mrd. CHF). Somit kann der für grenzüberschreitende Immobilientransaktionen gängige Markt auf ein Volumen von rund 335 Mrd. CHF geschätzt werden. In Anlehnung an die im Vorkapitel dargestellte räumliche Verteilung kann man davon ausgehen, dass der geschätzte Betrag von 335 Mrd. CHF gewerblicher Immobilien in den Grosstädten und deren Agglomeration lediglich 251 Mrd. CHF beträgt und den Hauptmarkt für international tätige Investoren darstellt. Der Restwert von 84 Mrd. CHF verteilt sich auf die kleineren Märkte von Mittel- und Kleinzentren (50 Mrd. CHF) und deren Agglomeration (17 Mrd. CHF) sowie auf die Peripherie (17 Mrd. CHF).

Zusammenfassend weist der Markt Schweiz für Gewerbeimmobilien eine tiefere Liquidität gegenüber den grössten Immobilienmärkten auf, was einen negativen Einfluss auf die Transparenz haben könnte. Ursachen sind im Wesentlichen die aktuelle Rechtslage, welche die Wohnimmobilien aus den grenzüberschreitenden Investitionen ausschliesst, der volumenmässig limitierte Markt für gewerblich genutzte Immobilien und die Investitionsstrategie schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren, welche hauptsächlich für die Direktanlage in Immobilien eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen.

4.8 Fazit

Der schweizerische Immobilien- und Transaktionsmarkt ist transparent, gehört aber nicht zu den transparentesten. Grundsätzlich sind sämtliche für den Investitionsentscheid relevanten Informationen als transparent zu bezeichnen, da sie den Marktteilnehmern quantitativ und qualitativ zur Verfügung stehen und aus glaubwürdigen Quellen stammen. Die rechtlichen und regulatorischen Fundamente bilden eine solide und transparente Basis für die Investition in direkte Gewerbeimmobilien. Die vorhandenen fundamentalen Marktinformationen und Indizes ermöglichen eine fundierte Analyse für den abschliessenden Investitionsentscheid. Professionelle und ethische Standards sowie Transaktionsprozesse sind hinsichtlich Transparenz für Investoren vorteilhaft. Es stellt sich die Frage: Wenn der Markt Schweiz als transparent bezeichnet werden kann,

kann seine Transparenz dann überhaupt erhöht werden? Wenn ja, welches sind die möglichen Wege, die Transparenz zu erhöhen? Die Antwort auf die erste Frage ist ja, weil aus der Analyse hervorgeht, dass einige transparenzförderliche Informationen hinsichtlich Verfügbarkeit Verbesserungspotenzial aufweisen. Im nachstehenden Kapitel wird versucht, eine Antwort auf die zweite Frage zu geben.

5. Mögliche Wege zur Transparenzerhöhung

Aus der vorhergehenden Analyse der Transparenz konnte festgestellt werden, dass der Markt für Immobilien bzw. für Direktinvestitionen in Gewerbeimmobilien in der Schweiz zu den transparenten, aber nicht zu den transparentesten internationalen Immobilienmärkten gehört und teilweise Opazität aufweist. Die Intransparenz ist auf die transparenzförderliche Informationen zurückzuführen, welche informationsbezogene Lücken partiell aufzeigen. Im vorliegenden Kapitel werden mögliche Wege formuliert, um die Transparenz im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt zu erhöhen. Als Erstes wird der Ansatz beschrieben, welcher die Grundlage für die Empfehlung möglicher transparenzförderlicher Massnahmen bildet. Darauf aufbauend werden gängige Wege zur Transparenzerhöhung im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt formuliert.

5.1 Ansatz

Gemäss dem Konzept von Transparenz entspricht Markttransparenz dem Informierungsgrad von Marktbeteiligten, denen transparenzförderliche Informationen zur Verfügung stehen sollen, um erfolgreiche Investitionsentscheide zu treffen. Je höher Quantität und Qualität der Informationen ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit eines Fehlentscheides. Im Weiteren sind die Marktakteure bemüht, die Markttransparenz zu verbessern: Sie wirken auf die Quantität und die Qualität verfügbarer transparenzförderlicher Informationen im Markt und damit auch auf die Markttransparenz ein, welche zur Attraktivität des Marktes und zu erfolgreichen Investitionen führen sollen. Abschliessend werden die Informationen nur transparenzförderlich genannt, wenn sie spezifische Voraussetzungsmerkmale erfüllen.⁵⁹ Demzufolge erhalten die Schaffung und die Verbesserung der Transparenz eines Marktes einen multidimensionalen Aspekt, welcher aus nachfolgenden Dimensionen besteht: einer informationsbezogenen, einer informationsmerkmalbezogenen und einer teilnehmerbezogenen. Dies bedeutet, dass eine Verbesserung der Transparenz möglich ist, sofern die drei Dimensionen iterativ im

⁵⁹ Vgl. Kap. 2. Konzept von Transparenz, Abs. 3.1 Definition der Markttransparenz

Einklang stehen und das Ziel der Markttransparenz gemeinsam anstreben. Die harmonische Konkordanz der drei Dimensionen wird von den Marktbeteiligten gelenkt, indem sie die transparenzförderlichen Informationen beherrschen sowie auch deren Verfügbarkeit beeinflussen. Darauf und auf den Ergebnissen der Markttransparenzanalyse basierend, werden mögliche Massnahmen zur Transparenzerhöhung nach der teilnehmerbezogenen Dimension gegliedert und für jede Kategorie von Marktakteuren formuliert. Die Formulierung erfolgt aus zwei unterschiedlichen Perspektiven: der Verbesserung vorhandener Informationen und der Implementierung nicht verfügbarer Informationen. Womöglich werden Modelle, Mittel oder Prozesse aus den transparentesten internationalen Immobilienmärkten übernommen und auf den schweizerischen Markt für Immobilien abgeleitet.

Auf der Basis des zuvor erläuterten Ansatzes stellt *die teilnehmerbezogene Dimension* die Gruppe der Initiatoren für die Transparenzerhöhung dar und besteht aus sämtlichen Marktbeteiligten. In der vorliegenden Arbeit besteht die Hauptkategorie aus:

- *Investoren*: institutionelle nationale und internationale Investoren⁶⁰ der Privatwirtschaft, insbesondere börsennotierte Immobiliengesellschaften, Fonds, Versicherungen, Vorsorgeeinrichtungen und andere Investmentgesellschaften

Im Weiteren wird die teilnehmerbezogene Dimension mit den nachfolgenden Kategorien von Marktbeteiligten vervollständigt:

- *Berater*: internationale und nationale Unternehmens- und Immobilienberater, Immobilienmakler, Dienstleistungsanbieter, Kreditinstitute usw.
- *Berufsverbände*: öffentliche und private Organisationen, nationale und internationale Berufsverbände usw.
- *Akademische Branche*: private und öffentliche sowie nationale und internationale Universitäten und (Fach-)Hochschulen, Forschungsinstitute usw.
- *Öffentliche Hand*: Gesetzgeber, unterschiedliche immobilienbezogene Ämter wie z.B. Grundbuch- oder Bauamt usw.

⁶⁰ Vgl. Definition im Kap. 1. Einleitung

- *Informationsmedien*: nationale und internationale Wirtschafts- und Immobilienfachpresse, Fernsehen, Internet, Events usw.

Der Vollständigkeit halber werden hier die beiden bereits erwähnten Dimensionen kurz erläutert. *Die informationsbezogene Dimension*⁶¹ entspricht den im Vorkapitel analysierten fünf transparenzförderlichen Informationen: die rechtlichen und regulatorischen Fundamente, die fundamentalen Marktdaten, die Performance- und Preis-Indizes, die professionellen Standards und die Transaktionsprozesse. *Die informationsmerkmalbezogene Dimension*⁶² widerspiegelt die Voraussetzungsmerkmale transparenzförderlicher Informationen: die Verfügbarkeit, die Richtigkeit, die Relevanz und die Glaubwürdigkeit. Die nachstehende Abbildung veranschaulicht den dreidimensionalen Ansatz für Erhöhung der Transparenz im schweizerischen Markt für Immobilien.

Abb.: Dreidimensionaler Ansatz für Transparenzerhöhung

QuickTime™ and a
TIFF (LZW) decompressor
are needed to see this picture.

Quelle: eigene Darstellung

⁶¹ Vgl. Kap. 3. Konzept von Transparenz im Immobilienmarkt, Abs. 3.3 Definition transparenzförderlicher Informationen im Immobilienmarkt; Kap. 4. Transparenz im schweizerischen Immobilienmarkt

⁶² Vgl. Kap. 2. Konzept von Transparenz, Abs. 2.2 Definition transparenzförderlicher Informationen

5.2 Transparenzförderliche Maßnahmen

Im Wesentlichen zeigen die Ergebnisse aus der im Vorkapitel ausgeführten Analyse, dass das Potenzial hinsichtlich Transparenzerhöhung im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt in den folgenden transparenzförderlichen Informationen liegt: fundamentale Marktdaten, Performance- und Preisindizes, professionelle Standards und Transaktionsprozesse. Im vorliegenden Absatz werden gängige Verbesserungsmassnahmen nach dem dargestellten dreidimensionalen Ansatz diskutiert und konkrete Empfehlungen formuliert.

5.2.1 Investoren

Die Investoren benötigen Marktdaten, um einen fundierten Transaktionsprozess durchzuführen, da der Investitionsentscheid von der Ausgangsanalyse bis zur Formulierung und Umsetzung der Strategie auf Marktinformationen basiert. Gleichzeitig sind Investoren selber wichtige „Market Data Owner“, da ihre gesamten Bestandsportfolios beträchtlichen Marktanteilen entsprechen. In der Schweiz entsprechen die Portfolios von privaten und öffentlichen Institutionellen ca. 35 Prozent des gesamten Vermögens von Gewerbeimmobilien. Relevante, korrekte und glaubwürdige Marktdaten werden also von den Investoren beherrscht, stehen aber dem Gesamtmarkt bzw. weiteren Marktbeteiligten nicht zur Verfügung. Die Informationen umfassen Mietvertragsdaten (Miete, Indexierung, Flächen und Dauer) und kostenrelevante Angaben (Betrieb und Unterhalt, Instandsetzung). Diese sollten zentral erfasst und zugänglich gemacht werden etwa durch Datenbanken wie z.B. die DID-Vermietungsdatenbank⁶³ in Deutschland.

Im Weiteren werden die Portfolios von Institutionellen halbjährlich durch externe Experten bewertet. Das heisst, dass stetig aktualisierte Wert- und Renditeangaben von direkten Investitionen vorhanden sind, aber nur zusammenfassend bzw. auf Gesamtportfolioebene in den Geschäftsberichten publiziert werden. Um einen Beitrag zur Transparenz zu leisten, sollen aktualisierte Wert- und Renditeangaben in den einzelnen Geschäftsberichten institutioneller Investoren offengelegt und auf Datenbanken wie z.B.

⁶³ Deutsche Immobilien Datenbank (DID) hat 2004 eine internetbasierte Plattform eingerichtet und lanciert, welche vereinheitlichte Vermietungsmarktdaten von Büroimmobilien in Deutschland erfasst. Die Daten werden aus den Portfolios deutscher institutioneller Investoren gesammelt.

der IPD zur Verfügung gestellt werden. Dies würde zu einer beträchtlichen Transparenz sowohl im Gesamtmarkt als auch auf Anlagevehikelebene führen. Würden zum Beispiel sämtliche in der Schweiz tätige private und öffentliche institutionelle Investoren beim IPD-Index mitmachen, würde sich das erfasste Volumen verdreifachen und 35 Prozent des gesamten Immobilienvermögens von Gewerbeimmobilien umfassen.

Ebenso werden Informationen über getätigte Akquisitionen oder Devestitionen geheim gehalten; weder in den Medien, in Datenbanken oder Marktberichten noch in den Geschäftsberichten institutioneller Investoren werden diese Informationen offen kommuniziert. Zum Beispiel besteht in Grossbritannien grundsätzlich keine Publikationspflicht für Immobiliendaten, aber die Investoren sehen ein, dass die Veröffentlichung von Informationen dem ganzen Markt zugute kommt.⁶⁴ Das heisst, dass auch im schweizerischen Immobilienmarkt vollständige Angaben über Kauf- und Verkaufstransaktionen offengelegt werden sollen, um mit den transparentesten Märkten mithalten zu können.

Im Weiteren sollten sämtliche institutionelle Investoren bestrebt sein, die Verwendung international anerkannter Kennzahlen und Begriffsdefinitionen bis auf „underlying asset“- und nicht nur auf Anlagevehikelebene anzuwenden. Bei börsennotierten Immobiliengesellschaften haben die Rechnungslegungsrichtlinien wie z.B. IFRS⁶⁵ eine verbreitete Akzeptanz, bei anderen Institutionellen hat jedoch noch keine definitive Vereinheitlichung stattgefunden, und es werden unterschiedliche Wertermittlungsmethoden angewendet. Im internationalen Vergleich zeigt der Markt Schweiz Verbesserungspotenzial, und erste Initiativen wurden bereits lanciert.⁶⁶

Bezüglich der Transaktionsprozesse können institutionelle Investoren einen weiteren positiven Beitrag zur Transparenzverbesserung leisten, indem sie die Beschaffung (Verkäuferseite) und die Aufarbeitung (Käuferseite) von Informationen anstreben. Das heisst, die Real Estate Due Diligence soll im Transaktionsprozess als transparenzförderliches Mittel eingesetzt werden. Der Fokus soll dabei auf folgenden Bereichen lie-

⁶⁴ Europäische Immobilienmärkte und ihre Bewertungsverfahren (2004), S. 29

⁶⁵ International Financial Reporting Standards (IFRS) sind internationale Rechnungslegungsvorschriften. Sie umfassen die Standards des International Accounting Standards Board (IASB), die International Accounting Standards (IAS) des International Accounting Standards Committee sowie die Interpretationen des International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) bzw. des ehemaligen Standing Interpretations Committee (SIC).

⁶⁶ Vgl. Kap. 5.2.4 Berufsverbände

gen: auf der Behebung von Informationsasymmetrien zwischen den involvierten Parteien, der Behebung oder Minderung von Unsicherheiten in Bezug auf die Beurteilung von zukünftigen Entwicklungen der für die geprüfte Investition entscheidenden Parameter, dem Aufdecken verborgener Chancen und Risiken und der Erarbeitung einer Grundlage für den Investitionsentscheid.⁶⁷

Da zwischen Transparenz und Liquidität eine positive Korrelation aufzuweisen ist, kann davon ausgegangen werden, dass wenn der schweizerische Immobilienmarkt liquider wird, daraus eine konsequente Erhöhung der Transparenz resultiert. Die Illiquidität des Marktes Schweiz für direkte Immobilienanlagen ist teilweise auf die Investitionsstrategie einheimischer institutioneller Investoren zurückzuführen, welche hauptsächlich eine Buy-and-Hold-Strategie anstreben. Das heisst, dass eine höhere Liquidität und eine logisch verbesserte Transparenz im Markt durch aktivere Investmentstrategien institutioneller Investoren erreicht werden können. Angenommen, dass, um als liquid bezeichnet zu werden, jährlich ein Volumen von 3 bis 4 Prozent des Gesamtvermögens gehandelt werden sollte, müssten im schweizerischen Markt jährlich zwischen 12 und 16 Mrd. CHF gewerblich genutzter Immobilienanlagen die Hand wechseln. Dies betrifft nicht nur Investoren der Privatwirtschaft, sondern auch die öffentliche Hand, welche über ein beträchtliches Vermögen verfügt. Die partielle Privatisierung des staatlichen Immobilienvermögens würde zur Aufstockung des in der Schweiz handelbaren Immobilienvermögens führen und einer voraussichtlichen Erhöhung der Liquidität bzw. Transparenz entsprechen. Verglichen mit anderen Ländern wie z.B. Frankreich und Deutschland ist in der Schweiz das staatliche Verschuldungsniveau tiefer, und die kurz- bis mittelfristige Mittelbeschaffung der öffentlichen Hand durch Immobilienverkäufe wird nicht betrachtet. Das heisst, dass die private Institutionalisierung des staatlichen Immobilienvermögens keine realistische und gängige Lösung zur Erweiterung des handelbaren Immobilienvolumens darstellt.

5.2.2 Berater

Die Beratungsbranche kann quasi als Verbindung zwischen dem Markt und den Investoren bzw. zwischen den unterschiedlichen Investoren bezeichnet werden, indem sie ihr Know-how zur Verfügung stellt, um in den verschiedensten geschäftlichen Situationen

⁶⁷ Vgl. Reis (2004), S. 30ff.

Mehrwert zu generieren und das Potenzial auszuschöpfen. Wenn Investoren den Treibstoff für die Transparenzgenerierung darstellen, übernehmen die Berater die Rolle des Motors, indem sie sämtliche vom Markt und von den Investoren stammenden Daten verarbeiten und in Informationen umwandeln.⁶⁸ Im diesen Sinne können die Berater nach den unten stehenden Punkten zur Transparenzerhöhung im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt beitragen.

Bei den fundamentalen Marktdaten sollen Berater die internationale Vergleichbarkeit sicherstellen, damit Investoren zwischen dem schweizerischen Markt und den internationalen Märkten keine kennzahlen- oder begriffsbezogenen Barrieren vorfinden. Im Allgemeinen wird die Vergleichbarkeit durch Vereinheitlichung nach international standardisierten Normkennzahlen und Normbegriffen gewährleistet. Trotz guter Qualität sind die vorhandenen Marktdaten in der Schweiz teilweise schwer vergleichbar. Die ersten Initiativen wurden bereits unternommen, aber die Umsetzung hat noch nicht flächendeckend stattgefunden.⁶⁹ In der Schweiz sollten Berater sich bemühen, vorhandene Kennzahlen und Begriffsdefinitionen konsequent anzuwenden und die internationalen Trends in ihren Marktberichten zu berücksichtigen. Im Bewertungswesen zum Beispiel sollen sich die grossen Immobiliendienstleister auf gegenseitig anerkannte Standards einigen, um den professionellen Akteuren in der Immobilienwirtschaft bessere Bewertungsleistungen anbieten zu können. Es sollen Parameter definiert und die neusten Methoden angewandt werden, die im internationalen Gebrauch bereits etabliert sind. Ausgerichtet werden sollen die Standards nach dem IVSC und nach dem Blue Book der Tegova. Damit erhalten die Immobilienanlagen in der Schweiz eine internationale Vergleichbarkeit und mehr Transparenz.⁷⁰ Wie die internationalen Standards tragen auch die Aktualität und die Periodizität der Publikation von Marktinformationen zur Transparenzerhöhung bei. In Grossbritannien zum Beispiel aktualisiert IPD die Index-Daten monatlich. In der Schweiz werden Marktinformationen im besten Fall zwei Mal jährlich von unterschiedlichen Herausgebern publiziert. Ein möglicher Weg ist es, den Aufwand für die „physische“ Publikation zu optimieren und eine Internet-basierte Lösung mit nackten Zahlen à la Bloomberg vorzuziehen: Durch kürzere Intervalle zwischen den

⁶⁸ Vgl. Kap. 2.2 Definition transparenzförderlicher Informationen

⁶⁹ Siehe Kap. 5.2.3 Berufsverbände

⁷⁰ Vgl. Schweizer Immobilienbrief vom 2.04.2006

Publikationsperioden wird die Aktualität der Informationen gewährleistet, es entstehen keine sprachlichen Barrieren, und die Markttransparenz wird verbessert.

Im Transaktionsprozess besteht der transparenzförderliche Beitrag von Beratern aus der klaren Trennung zwischen der Vermittlungs- und der Beratungstätigkeit sowie aus den professionellen Standards. Auch in der Schweiz wie z.B. in Grossbritannien – wo in der Regel Käufer und Verkäufer in einer Transaktion getrennt und unabhängig von unterschiedlichen Chartered-Surveyor-Unternehmen beraten werden – stellt die Beseitigung potenzieller Interessenkonflikte keine Transparenzbarriere dar. Insbesondere internationale Beratungshäuser sind bei diesem Thema sensibilisiert und handeln nach den internationalen professionellen und ethischen Standards wie z.B. den RICS-Richtlinien. Bei nicht internationalen Beratern kann die Transparenz bezüglich Unabhängigkeit mittels Offenlegung der Erfahrungs- und Akkreditierungsreferenzen (z.B. Akademischer Titel und Mitgliedschaft von Berufsverbänden) seitens Berater und zuhanden des Auftraggebers sichergestellt werden. Das heisst, dass auch in der Schweiz wie z.B. in Grossbritannien ausschliesslich Angehörige der national und international anerkannten Berufsverbände zugelassen werden sollten, um Aufträge von Beratungsdienstleitungen wie z.B. Immobilientransaktionen zu übernehmen und auszuführen. Im Weiteren sollen die angewandten Methoden zur Durchführung einer Immobilientransaktion nach den „State-of-the-Art“-Handhabungen ausgeführt werden. Bei der Prüfung von Immobilieninvestitionen ermöglicht zum Beispiel die sogenannte Due Diligence Real Estate⁷¹ die Behebung von Informationsasymmetrien, was zu einer Transparenzerhöhung beim Investitionsentscheid führt. Aus Sicht des Verkäufers (sogenannte Vendor Due Diligence) besteht der Nutzen darin, dass ein aktueller und detaillierter Wissensstand über die Immobilie und somit über die Preisfestsetzung unter Berücksichtigung sämtlicher Vor- und Nachteile erworben werden kann. Dadurch verschafft sich der Verkäufer gleichzeitig den Ruf als gut vorbereiteter Verhandlungspartner, was für einen erfolgreichen Abschluss der Transaktion nicht zu unterschätzen ist. Aus Sicht des Investors oder Käufers ermöglicht die Due Diligence Real Estate eine Risikominimierung, die Plausibilisierung des Investitionsentscheides und selbstverständlich die Festlegung seines Akquisitionsangebotes.

⁷¹ Vgl. Kap. 5.2.1 Investoren

Üblicherweise werden während des Prozesses die Transaktionsbeteiligten nicht offengelegt, und den Investoren bzw. Käufern stehen ausschliesslich Informationen über die Verkäuferschaft und deren Berater zur Verfügung. Eine Möglichkeit zur Erhöhung der Transparenz im Transaktionsprozess ist, dass vom Verkäufer sämtliche Generalitäten der Transaktionsteilnehmer und von deren möglichen Beratern mitgeteilt werden. So können eventuelle Konflikte aufgedeckt und Verhandlungsstrategien angepasst werden. Im Weiteren sollen beim Abschluss der Transaktion die Identität des Käufers und der vereinbarte Akquisitionspreis aller Transaktionsteilnehmer offiziell kommuniziert werden. Diese Angelegenheit betrifft gleichzeitig sowohl Investoren als auch Berater.

5.2.3 Berufsverbände

Als Non-Profit-Organisationen die Verbände von Professionals der Immobilienbranche stellen einen neutralen Treffpunkt für die Marktbeteiligten dar. Der Impuls der Berufsverbände an die Transparenzverbesserung besteht darin, professionelle und ethische Grundsätze zu erarbeiten, „Markenzeichen“ für Marktteilnehmer zu schaffen und den Kontakt mit internationalen Organisationen zu knüpfen.

Die Vereinheitlichung der Betrachtungsvielfalt in der Schweiz durch die Publikation von Normen auf Initiative des Verbandes Immobilieninvestoren (VIV) ist exemplarisch. Insgesamt zwölf Kennzahlen der Immobilienwirtschaft wurden einheitlich definiert und unter dem Patronat von massgeblichen Schweizer Fachverbänden in der SIA-Dokumentation d0213 veröffentlicht.⁷² Damit wird eine Kompatibilität mit den Bemühungen in verschiedenen europäischen Ländern angestrebt, welche sich ebenfalls um eine einheitliche Verwendung und Vergleichbarkeit von Immobilienkennzahlen bemühen. Dies führt zur Transparenz in der Gegenüberstellung sowohl von direkten Immobilieninvestitionen als auch zwischen der Immobilienanlage mit anderen Anlageklassen. Dieses Vorgehen soll auf weitere transparenzrelevanten Themen abgeleitet werden. Zum Beispiel in Deutschland wurde die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (GIF) gegründet, welche als Non-Profit-Organisation aus Professionals der Immobilienbranche besteht und zahlreiche immobilienbezogene Forschungsprojekte initiiert (z.B. Definition von Vermietungsflächen), Richtlinien und Handlungsempfehlungen publiziert (z.B. die Richtlinien für die Berechnung der Vermietungsfläche von Bürolie-

⁷² Vgl. Schweizer Immobilienbrief vom 2.04.2006

genschaften, MF-B). Eine weitere Aktivität der GIF ist die Zusammenarbeit mit der British Society of Property Researcher in Grossbritannien, der Vagon in Niederlande. Das heisst, dass Berufsverbände als Initiatoren der Transparenzverbesserung einerseits die Entwicklung und die Umsetzung international vergleichbarer und vereinheitlichter Kennzahlen und Begriffsdefinition sicherstellen sollen. Andererseits die professionellen und ethischen Standards der Marktbeteiligte wie z.B. Immobilienberater oder Makler regulieren sollen, wobei ausschliesslich qualifizierte Ressourcen im Markt operieren dürfen. Zum Beispiel in Grossbritannien die Berufsverbände RICS und IRRV verfügen über kein gesichertes Recht, Immobiliengutachten zu erstellen, geniessen allerdings schon eine Art Monopol durch ihre Stellung im Markt und ihre Bereitschaft, Haftung zu übernehmen bzw. in dieser Hinsicht von Gerichtshöfen als Experten anerkannt zu sein. Im diesen Sinne und insbesondere in der Beratungsbranche auf dem Markt sollen Akteure tätig sein, welche bestimmte minimal Anforderungen und Voraussetzungen wie z.B. Ausbildung erfüllen und über eine anerkannte Zertifizierung wie z.B. MRICS verfügen. Dadurch werden professionelle und ethische Standards in der Schweiz mit den internationalen bzw. transparentesten Immobilienmärkten vergleichbar.

5.2.4 Akademische Branche

In Bezug auf Transparenz und dessen Verbesserung im Immobilienbereich besteht die Rolle der akademischen Branche darin, die Forschung in der Immobilienwirtschaft und die Bildung von Ressourcen auf internationalem Stand zu halten und weiterzuentwickeln. Ein weiterer Beitrag soll die Zusammenarbeit mit Marktbeteiligten wie z.B. Investoren und Berufsverbänden liefern, welche der Weiterentwicklung von bestehenden und der Entwicklung neuer Managementmodellen, sowie der Untersuchung von spezifischen und immobilienbezogenen Thematiken (wie z.B. die vorliegende Arbeit) dienen soll.

Die Zusammenarbeit mit internationalen Universitäten und Forschungsinstituten ermöglicht den Austausch und die Entwicklung von Wissen, welche durch die Bildung von Ressourcen und die Publikation von Studien dem Markt zur Verfügung gestellt wird. Dadurch soll eine Professionalisierung der Immobilienindustrie nach aktuellstem internationalen Stand erreicht werden. Zu dem soll eine konsequente Verbesserung der Transparenz durch höhere professionelle Standards erfolgen. Die Transparenz wird durch die Anerkennung von nationalen (z.B. die Schweizerische Universitätskonferenz

SUK) und internationalen (z.B. die Bologna-Richtlinien), bzw. privaten und öffentlichen Institutionen und Systemen (z.B. die RICS-Akkreditierung) erreicht. Dies geschieht indem die Qualität der akademischen Organisationen und ihre Tätigkeit vereinbarten Richtlinien unterstellt werden. In der Schweiz wird die Internationalität der Ausbildung und der Forschung insbesondere von CUREM angestrebt. Die weiteren Organisationen wie z.B. Realis oder SVIT, welche sich eher auf nationaler Ebene bewegen, sollen ihre Ausrichtung auf die internationalen Märkte erweitern, um zur Transparenzerhöhung beizutragen.

Im Weiteren kann die akademische Branche durch die Zusammenarbeit mit anderen Marktakteuren der privaten und öffentlichen Wirtschaft, einen Beitrag zur Transparenz leisten. Zum Beispiel in Deutschland hat die ebs Immobilienakademie zusammen mit IPD den deutschen Immobilien-Index DIX entwickelt. In der Schweiz findet diese Art von Zusammenarbeit noch keine breite Akzeptanz, sollte jedoch vermehrt zum tragen kommen. Die akademische Branche könnte eine wesentliche Unterstützung zur Entwicklung transparenzförderlicher Mittel wie z.B. elektronische Datenbanken mit fundamentalen Daten zum Vermietungs-, Transaktions- und Baumarkt darstellen.

5.2.5 Öffentliche Hand

Hinsichtlich Transparenzverbesserung kann die öffentliche Hand neben organisatorischen Massnahmen bei den wirtschaftlichen, rechtlichen und politischen Aspekten Einfluss nehmen. Die organisatorischen Handlungen betreffen vor allem eine flächendeckende Organisation von immobilielevanten Informationen. Zum Beispiel sind im Kanton Zürich Informationen über Bau- und Zonenordnungen sowie Grundbuchdaten über ein Internetportal⁷³ abrufbar. Die Umsetzung dieser Lösung in sämtlichen Kantonen und eine Vereinheitlichung des Inhaltes auf Bundesebene würden zur einen spürbaren Effizienzsteigerung der Verfügbarkeit und damit zur Transparenzerhöhung führen. Ein Beispiel für die Erweiterung dieser Angaben stellen die Niederlande⁷⁴ dar, wo die Daten zu Eigentum und Ankaufspreisen über das öffentliche Grundbuchamt erhältlich sind.⁷⁵ Ein weiterer Aspekt, der zu einer verbesserten Transparenz führen würde, ist

⁷³ www.gis.zh.ch

⁷⁴ Der niederländische Immobilienmarkt ist nach Grossbritannien der zweittransparenteste Markt in Europa. Vgl. Anhang Real Estate Transparency Index 2006

⁷⁵ Vgl. Europäische Immobilienmärkte und ihre Bewertungsverfahren (2004), S. 99

die Bewertung von Gewerbeimmobilien für steuerliche Zwecke. Eine schweizweite Vereinheitlichung der Bewertungssysteme und die Veröffentlichung der Ergebnisse inkl. Immobilien der öffentlichen Hand würden zu einem klareren Marktüberblick führen, welcher heute auf den kantonalen Gebäudeversicherungswerten⁷⁶ basiert und hochgerechnet wird.⁷⁷

Das Thema des Schweizer Steuersystems wurde von den Interviewpartnern bezüglich Transparenz als eine einmalige und „organisatorische“ Eintrittsbarriere bezeichnet. Trotzdem ist es erwähnenswert, dass ein vereinfachtes System die Transparenz eines Marktes und insbesondere dessen Effizienz sowie die Attraktivität positiv beeinflusst. Im Weiteren hält die hohe Besteuerung bei Immobilientransaktionen die Investoren von aktiven Kauf-Verkaufs-Investitionsstrategien ab und wirkt damit negativ auf die Liquidität von Immobilienanlagen bzw. auf die Transparenz. In der Schweiz beträgt das Einkommen aus Grundstücks- und Handänderungssteuern rund 2 Prozent des gesamten Steueraufkommens (Bund, Kantone und Gemeinden).⁷⁸ Das heisst, dass eine Reduzierung der Besteuerung von Immobilientransaktionen realistisch ist und keine relevanten Auswirkungen auf das absolute Steueraufkommen hat, aber zu einer massiv höheren Liquidität und Transparenz des gesamten Immobilien- und Transaktionsmarktes führen würde.

5.2.6 Informationsmedien

Aufgrund der im Vergleich mit den europäischen Hauptmärkten bescheidenen Dimension des Marktes ist die Immobilienfachpresse in der Schweiz weniger verbreitet als z.B. in Grossbritannien, wo eine gewachsene Immobilienfachpresse für die Veröffentlichung von Marktdaten sowie für Neuheiten und Trends in der Branche (z.B. „Estates Gazette“ oder „Property Week“) sorgt. Das heisst, dass bezüglich Transparenzverbesserung der spezialisierten Presse nur ein begrenzter Entwicklungsraum wie z.B. Periodizität der Ausgaben zur Verfügung steht. Nichtsdestotrotz würde die Überwindung der sprachlichen und regionalen Grenzen zur Transparenzsteigerung des Ge-

⁷⁶ Gebäudeversicherungswerte werden je nach Kanton unterschiedlich berechnet. Der Versicherungswert wird in der Regel aus einer Volumenberechnung und einem dem Objekt angepassten m³-Preis errechnet. Zum Teil werden die Objekte aus mehreren Teilvolumina mit unterschiedlichen m³-Preisen zusammengesetzt.

⁷⁷ Vgl. Kap. 4.7 Schweizerischer Immobilienmarkt, Immobilienvermögen

⁷⁸ Quelle: Wüest&Partner

samtmarktes und insbesondere der Mittel- und Kleinzentren führen. Dabei soll der Fokus nicht ausschliesslich auf die Hauptmärkte und Grossinvestoren ausgerichtet werden, sondern auch weitere Aspekte berücksichtigen wie z.B. die Zusammenarbeit mit Forschungsinstitutionen oder Berufsverbänden. Im Weiteren existiert in der Schweiz noch keine Plattform für professionelle Immobilieninvestoren wie z.B. die Expo Real in München (DE) oder MIPIM in Cannes. Die einzigen Veranstaltungen sind auf Private ausgerichtet und fokussieren eher auf selbst genutzte Wohnimmobilien. Das heisst, dass eine nationale Veranstaltung mit internationaler Ausrichtung eine einmalige Chance darstellen würde, um höhere Transparenz im Markt für direkte Immobilieninvestitionen zu schaffen.

5.3 Fazit

Die Verbesserung der Transparenz kann über die Ableitung eines multidimensionalen Ansatzes auf den Markt erreicht werden, welcher aus der informationsbezogenen Dimension, informationsmerkmalbezogenen Dimension und teilnehmerbezogenen Dimension besteht. Bei diesem Modell bilden die Markakteure die teilnehmerbezogene Dimension und werden als Initiatoren der Transparenz bezeichnet. Da sie über die „Herrschaft“ der Informationen verfügen und über den Informiertheitsgrad anderer Marktteiligten bestimmen. Im Wesentlichen die Vorschläge zur Erhöhung der Transparenz richten sich auf die internationale Standardisierung von Kennzahlen, Begriffsdefinitionen usw. aus. Dies entspricht der aktuellen Markttendenz, welche aufgrund steigender grenzüberschreitender Immobilientransaktionen zur Internationalisierung der Märkte führt und nach internationaler Vergleichbarkeit der Immobileinlagen fordert.

6. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorliegende Arbeit hatte zum Ziel, die Transparenz im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt zu überprüfen und damit einen Beitrag zur Formulierung möglicher Wege für die Transparenzerhöhung zu leisten. Zur Erreichung des Forschungszieles waren zunächst die notwendigen Grundlagen hinsichtlich des Konzepts der Transparenz zu erarbeiten. Dazu wurden die Merkmale transparenzförderlicher Informationen definiert. Aufbauend auf diesen Grundlagen wurde das Konzept von Transparenz auf Immobilien abgeleitet, um transparente Immobilienmärkte zu definieren. Dabei wurden transparenzrelevante Informationen für den Immobilienmarkt erläutert, welche als Basis für die Prüfung der Transparenz im schweizerischen Markt übernommen wurden. Die Analyse der Transparenz wurde mittels Interviews mit Immobilienakteuren und eigenen Marktuntersuchungen durchgesucht. Aufbauend auf den Grundlagen und auf der Analyse konnte im Folgenden ein dreidimensionaler Ansatz für die Transparenzerhöhung beschrieben werden. Bei der Anwendung des Ansatzes konnten konkrete Vorschläge zur Transparenzverbesserung im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt formuliert werden.

Zur Konkretisierung des angestrebten Forschungszieles wurden anfänglich drei Forschungsfragen formuliert, die nun beantwortet werden können.

1. *Wie können transparente Immobilienmärkte definiert werden?*

Die transparenten Immobilienmärkte werden als offene und durchsichtig organisierte Märkte definiert, welche innerhalb eines vom Gesetz abgegrenzten Rahmens operieren. Sämtliche Marktakteure sind konsistent und konsequent an die gesetzlichen Bedingungen gebunden, und die Verfügungs- und Eigentumsrechte sind gesichert und werden respektiert. Alle Marktakteure richten sich an hohe ethische und professionelle Standards und handeln dementsprechend.

2. *Wie transparent ist der schweizerische Immobilienmarkt?*

Im Vergleich mit internationalen Märkten ist der schweizerische Immobilienmarkt transparent, gehört jedoch nicht zu den transparentesten. Grundsätzlich können die für den Investitionsentscheid relevanten Informationen als transparent bezeichnet werden, da sie den Marktteilnehmern quantitativ und qualitativ zur Verfügung stehen und aus glaubwürdigen Quellen stammen.

3. *Welche möglichen Wege können zur Transparenzerhöhung im schweizerischen Immobilien- und Transaktionsmarkt führen?*

Die transparenzförderlichen Massnahmen betreffen die fundamentalen Markdaten, die Performance- und Preis-Indizes, die professionellen Standards und die Transaktionsprozesse. Im Wesentlichen bestehen sie aus der Vereinheitlichung sämtlicher Daten und Vorgängen nach internationalen Standards.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Transparenz sich parallel mit der Internationalisierung des schweizerischen Immobilienmarktes für Direktanlagen in Gewerbeimmobilien erhöhen wird und sich zukünftig mit den transparentesten Immobilienmärkten in Europa messen lassen kann. Dies aufgrund des Wachstums grenzüberschreitender Investitionen, welche den Markt unter Druck setzten und die Anpassung der schweizerischen Marktakteure nach internationalen Standards fordern wird. Bis der Marktzyklus sich irgendwann gegenläufig zu bewegen beginnen wird. Die internationalen Investoren werden sich vom schweizerischen Immobilienmarkt abwenden und die Immobilien in der Schweiz bleiben zurück. Allerdings wird die Transparenz im Immobilien- und Transaktionsmarkt weiterhin eine der wichtigsten Voraussetzungen für Investitionsentscheide bleiben.

7. Bibliographie

EPRA (2005): Global Real Estate Securities – Where do they fit in the broader market?, Fraser Hughes & Jorrit Arissen

Gauch, P. (2000): Schweizerisches Zivilgesetzbuch mit Obligationenrecht, Dr. Peter Gauch (Hrsg.), Schulthess, Zürich

Jones Lang LaSalle (2006): European Capital Markets Bulletin 2006 H1

Jones Lang LaSalle (2006): Real Estate Transparency Index 2006, Chicago

Jones Lang LaSalle (2004): Real Estate Transparency Index 2004, Chicago

Jones Lang LaSalle (2001): Real Estate Transparency Index 2001, Chicago

Jones Lang LaSalle (1999): Real Estate Transparency Index 1999, Chicago

Lindemann, E. (1968): Markttransparenz und Preispolitik, Betrachtungen zu Begriffen, Wirkungen und wirtschaftspolitischen Einflüssen, speziell auf Konsumgütermärkten, in: Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 122, Duncker & Humblot, Berlin

Pfnür, A. (2002): Betriebliche Immobilienökonomie, Physica, Heidelberg

Pyhrr, S. A. et al. (1989): Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decision, 2. Aufl., John Wiley & Sons, New York

Reis, J. (2004): Due Diligence Real Estate, Strukturierter Analyseprozess zur ganzheitlichen Beurteilung von Immobilien, Masterthesis, Bauakademie Biberach der Fachhochschule Biberach, Zürich

Sanders, A. B. / Pagliari, J. L. / Webb, J. R. (1995): Portfoliomanagement Concepts and their Application to Real Estate, in: Pagliari J. L. (Hrsg.), Handbook of Real Estate Portfoliomanagement, Irwin, Chicago

Scherhorn, G. (1964): Information und Kauf, Empirische Analyse der „Markttransparenz“, Forschungsbericht des Landes Nordrhein-Westfalen, Westdeutscher Verlag, Köln/Opladen

Schulte, K.-W. et al. (2000): Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte K.-W. (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Rudolf Müller, Köln

Schulte, K.-W. et al. (2005): Immobilienökonomie, Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Auflage, Oldenburg, München

Schulte, K.-W./ Rottke, N. / Pitschke, C. (2005): Transparency in the German real Estate Market, Journal of Property Investment & Finance, Bradford

Tuchtfeldt, E. (1966): Organisiert Markttransparenz und Wettbewerb, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Bd. 101

Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger, Schriften zur Immobilienökonomie, Band 15, Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, Rudolf Müller, Köln

Wellner, K. (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems; Pelzl, W. (Hrsg.), Reihe Immobilienmanagement, Band 3, Books on Demand, Norderstedt

Bone-Winkel, S. (1994): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 1, Rudolf Müller, Köln

Wüest&Partner (2006): Immo-Monitoring 2006/3, Analyse und Prognosen, Fokus Geschäftsflächenmarkt, Zürich

Wüstefeld, H. (2000): Risiko und Rendite von Immobilieninvestments, Fritz Knapp, Frankfurt

8. Anhang

8.1 Real Estate Transparency Index 2006

QuickTime™ and a
TIFF (LZW) decompressor
are needed to see this picture.

QuickTime™ and a
TIFF (LZW) decompressor
are needed to see this picture.

8.2 Corruption Perception Index 2005

QuickTime™ and a
TIFF (LZW) decompressor
are needed to see this picture.

8.3 IPD-Index 2005

Immobilien Index Ergebnisse Property index - summary of full results

Gesamte Ergebnisse erhältlich unter www.ipdglobal.com
Full results available from www.ipdglobal.com

	2002	2003	2004	2005	Annualisiert / Annualised		
					3 Jahre / years	4 Jahre / years	
Total Return %							Total return %
Handel	6.5	8.7	6.4	6.0	7.0	6.9	Retail
Büro	5.2	4.3	4.8	4.7	4.6	4.7	Office
Wohnimmobilien	5.2	4.2	5.0	5.3	4.8	4.9	Residential
Gemischte Nutzungen	6.8	6.1	4.7	5.0	5.3	5.6	Mixed use
Sonstige Nutzungen	7.5	7.1	5.7	6.3	6.4	6.7	Other
Alle Liegenschaften	5.6	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	All property
Netto-Cash-Flow-Rendite %							Income return %
Handel	4.4	4.5	5.0	5.3	4.9	4.8	Retail
Büro	5.1	5.1	5.1	4.9	5.0	5.0	Office
Wohnimmobilien	5.2	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	Residential
Gemischte Nutzungen	5.4	4.8	4.7	5.0	4.8	5.0	Mixed use
Sonstige Nutzungen	6.0	5.4	4.8	5.2	5.1	5.4	Other
Alle Liegenschaften	5.2	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	All property
Wertänderungsrendite %							Capital growth %
Handel	2.0	4.0	1.3	0.7	2.0	2.0	Retail
Büro	0.0	-0.8	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	Office
Wohnimmobilien	0.0	-0.7	0.1	0.3	-0.1	-0.1	Residential
Gemischte Nutzungen	1.3	1.2	0.0	0.0	0.4	0.6	Mixed use
Sonstige Nutzungen	1.4	1.6	0.8	1.1	1.2	1.2	Other
Alle Liegenschaften	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	All property
Wachstum der potenziellen Marktmieten %							Rental value growth %
Handel	1.8	0.1	1.0	4.0	1.7	1.7	Retail
Büro	0.5	-0.7	-0.4	-0.9	-0.7	-0.4	Office
Wohnimmobilien	0.2	0.4	-1.8	-0.2	-0.5	-0.3	Residential
Gemischte Nutzungen	1.7	1.8	-0.4	-0.5	0.3	0.7	Mixed use
Sonstige Nutzungen	0.2	-2.8	-4.1	1.5	-1.8	-1.3	Other
Alle Liegenschaften	0.6	0.2	-1.0	0.1	-0.2	0.0	All property
Bruttoertragsrendite %							Gross initial yield % at year-end
Handel	6.4	5.9	6.1	6.3	-	-	Retail
Büro	5.9	6.3	6.4	6.3	-	-	Office
Wohnimmobilien	7.0	6.9	6.8	6.6	-	-	Residential
Gemischte Nutzungen	6.5	6.5	6.5	6.5	-	-	Mixed use
Sonstige Nutzungen	7.5	7.1	7.2	7.3	-	-	Other
Alle Liegenschaften	6.7	6.6	6.6	6.5	-	-	All property
Immobilien und andere Kapitalanlagen - Total Return %							Property and other assets - total return %
Alle Liegenschaften	5.6	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	All property
Aktien (SPI)	-29.3	22.1	6.7	35.8	21.0	5.8	Equities
Immobilienaktien (Wupix-A)	-8.0	4.6	16.0	16.9	12.4	6.9	Property equities
Bonds (SB)	10.7	1.7	4.3	3.2	3.1	4.9	Bonds
Inflationsrate	0.6	0.6	0.8	1.3	0.9	0.8	Inflation rate
Inflationsbereinigter Total Return	4.9	4.5	4.3	3.9	4.2	4.4	Real total return

Source for other assets: Wüest & Partner, SAX SwissExchange, Bundesamt für Statistik (Statistics Switzerland), Inflation Dec to Dec.

Repräsentativität Dez 2005 / Coverage Dec 2005

	Anzahl der Liegenschaften Number of properties	Verkehrswert (Mo. CHF) Capital value (CHFm)
Handel / Retail	176	5,193
Büro / Office	391	9,697
Wohnimmobilien / Residential	2,118	18,185
Gemischte Nutzungen / Mixed use	439	7,161
Sonstige Nutzungen / Other	174	1,689
Alle Liegenschaften / All property	3,298	41,925

Kontakte / Contacts

Hubertus Bäumer +44 (0)20 7336 9247 hubertus.baumer@ipdglobal.com
Dr. Nassos Manginas +44 (0)20 7336 9316 nassos.manginas@ipdglobal.com
Dr. Christoph Zaborowski +41 (0)1 289 90 36 zaborowski@wuestundpartner.com

IPD, 1 St. John's Lane, London EC1M 4BL, United Kingdom
Tel: +44 (0)20 7336 9200 Fax: +44 (0)20 7336 9399 web: www.ipdglobal.com

Der IPD / Wüest & Partner Immobilien Index misst den direkten Return basierend auf dem gebundenem Kapital für Bestandsobjekte, die über das Jahr im Bestand gehalten wurden. Die Ergebnisse für Bestandsgrundstücke weichen von denen ab, die in IPD Berichten für einzelne Investoren gezeigt werden, da diese die Auswirkungen gekaufter und verkaufter Objekte sowie Projektentwicklungen beinhalten. Der IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index umfasst zum Dezember 2005 Immobilien mit einem Gesamtwert von 42 Mrd. CHF, was darauf ca. 35% des gesamten Immobilienvermögens institutioneller Investoren und börsennotierter Immobilienunternehmen entspricht.

The IPD / Wüest & Partner Swiss Property Index measures unsharped returns on direct investments held through the year. It differs from the benchmark returns shown in IPD reports to individual investors, which includes the additional impacts on investment returns of transactions and developments. The total value of the properties covered by the Databank results at December 2005 was CHF 42bn, representing 35% of the value of the holdings of the financial institutions and quoted property companies.

© Investment Property Databank Ltd (IPD) 2005. All rights conferred by law of copyright and by virtue of international copyright conventions are reserved by IPD. No part of the IPD / Wüest & Partner Swiss Property Index may be reproduced, distributed or transmitted, in any form or by any means for any purpose, without the prior written consent of IPD.

Ehrenwörtliche Abklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Master Thesis

Immobilientransaktionen

Mögliche Wege zur Erhöhung der Transparenz im schweizerischen Transaktionsmarkt

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

Zollikon, den 5. April 2007

Andrea R. Boschetti