CUREM
Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Science in Real Estate (CUREM)

Branchenstruktur und kritische Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt

Name:	Lars Fillmann
Adresse:	Karl Bürkli Strasse 4, 8004 Zürich
Eingereicht bei:	*Dr. Stephan Kloess, Delegierter des VR Curem AG (Betreuer)*
	Jan Eckert, Managing Director, Sal. Oppenheim (Koreferent)
Abgabedatum:	31.07.2006

Inhaltsverzeichnis

Vorwort und Danksagung III

Abbildungsverzeichnis IV

Tabellenverzeichnis I

Abkürzungsverzeichnis IV

1 Einleitung 1

1.1 Ausgangslage und Zielsetzung 1

1.2 Aufbau und Methodik 3

1.3 Leitfragen der Masterthesis 5

2 Grundlagenermittlung zu Real Estate Opportunity Fonds 6

2.1 Definition und Eingrenzung von Real Estate Private Equity 6

2.1.1 Die Anlageklasse Real Estate 6
2.1.2 Begriffsdefinition von Private Equity 7
2.1.3 Die strukturierte Finanzierung 8
2.1.4 Das Vierquadrantenmodell 9

2.2 Real Estate Private Equity Fonds im Anlagespektrum 10

2.2.1 Begriffsdefinition des Investmentfonds 10
2.2.2 Real Estate Private Equity im Anlagespektrum 10
2.2.3 Einordnung in Rendite-Risiko-Profile 14

2.3 Struktur von Real Estate Opportunity Fonds 17

2.3.1 Aufbau eines Real Estate Opportunity Fonds 17
2.3.2 Rechtsformen und steuerliche Konstruktion 21
2.3.3 Management Fees und Gewinnbeteiligung 22
2.3.4 Ausschüttungspolitik 23
2.3.5 Reportingstandards 23

2.4 Wertschöpfung von Real Estate Opportunity Fonds 24

2.4.1 Erfolgsbeeinflussendes Marktumfeld 24
2.4.2 Investitionsspektrum 26
2.4.3 Aktive und passive Investmentstrategien 27
2.4.4 Exitstrategien 30
2.4.5 Wertschöpfungskette und Aktivitäten 30

3 Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt 34

3.1 Marktteilnehmer und Markteingrenzung 34

3.1.1 Fondsinitiatoren 34

3.1.2 Markteingrenzung 35

3.2 Analyse des europäischen Marktes 36

3.2.1 Marktkapitalisierung und Marktentwicklung..... 36

3.2.2 Fondsgrössen und Investmentstrategien 37

3.2.3 Regionen und Sektoren 38

3.2.4 Performanceentwicklung..... 40

3.2.5 Aktuelle Trends im europäischen Investmentmarkt 42

4 Hypothesen zur Branchenstruktur und zu kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds 43

4.1 Modellgrundlagen und Untersuchungsdesign..... 43

4.1.1 Modellgrundlage der Branchenstruktur 43

4.1.2 Begriffsdefinition der kritischen Erfolgsfaktoren 44

4.1.3 Relevante Erfolgsdefinition für Real Estate Opportunity Fonds 44

4.1.4 Modellgrundlage der kritischen Erfolgsfaktoren 45

4.1.5 Hypothesenüberprüfung durch Expertengespräche 45

4.2 Formulierung von Hypothesen..... 47

4.2.1 Hypothesen zur Branchenstruktur des europäischen Marktes 47

4.2.2 Hypothesen zu kritischen Erfolgsfaktoren in der Wertschöpfungskette..... 48

5 Darstellung der Branchenstruktur und der kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds 51

5.1 Branchenstruktur des europäischen Marktes 51

5.2 Kritische Erfolgsfaktoren entlang der Wertschöpfungskette..... 55

6 Schlussbetrachtung 59

6.1 Wichtigste Erkenntnisse..... 59

6.2 Fazit und Ausblick 62

6.3 Zielerreichung 63

7 Anhang 65

8 Literaturverzeichnis 78

Vorwort und Danksagung

An dieser Stelle möchte ich allen Personen danken, die durch ihren engagierten persönlichen Einsatz die Entwicklung und Erstellung dieser Masterthesis tatkräftig unterstützt und ihr Gelingen ermöglicht haben.

Für die Unterstützung bei der Themenidentifikation, der fortlaufenden Strukturierung der Arbeit und der Mithilfe bei der Identifikation der passenden Gesprächspartner möchte ich meinem Betreuer Dr. Stephan Kloess (CUREM, Zürich) und meinem Koreferenten Jan Eckert (Sal. Oppenheim, Zürich) einen ganz besonderen Dank aussprechen. Des Weiteren geht ein ganz herzlicher Dank an folgende Personen, welche mir durch die Bereitstellung von aktuellen Daten und Studien zum Thema Real Estate Opportunity Fonds im globalen und europäischen Markt behilflich waren:

- Nick Arnott — Private Equity Intelligence, London
- Prof. Andrew Baum — Oxford Property Consultants, Oxford
- Ville Raitio — INREV, Amsterdam
- Peter Schlaich — IPD, London
- Jason Willet — Pension Consulting Alliance, Portland

Ein besonderer Dank geht zudem an sämtliche Interviewpartner, die mich trotz ihres sehr begrenzten Zeitbudgets bei der Beantwortung und Diskussion meiner Hypothesen zur Branchenstruktur und zu den kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt engagiert unterstützt haben:

- Max Beekmann — TMW Pramerica, München
- Bruce Bossom — Orion Capital Managers, London
- Johan Eliason — Niam AB, Stockholm
- Willem de Geus — Morgan Stanley Real Estate, London
- Robert Hodges — Carlyle Group, London
- Oliver Hofmann — UBS Real Estate Advisory, Zürich
- Thoms Jebsen — HypoVereinsbank, München
- Dan Meyer — RE-Invest, Genf
- Max Natalini — Apollo Real Estate Advisors, London
- Paul Nieland — Primeros Property Funds GP, Kiew
- Prof. Dr. Nico Rottke — EBS, Oestrich-Winkel
- Florian Schäfer — Blackstone Real Estate Advisors, London
- Claus Thomas — Lasalle Investment Management, München
- Dr. Ulrich Weber — Apellas Property Management GmbH, Berlin
- Andrew Wood — Macquarie GPA, London

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Private-Equity-Finanzierungsstufen und -Beteiligungsformen.....7
Abbildung 2: REPE im Zusammenhang der strukturierten Immobilienfinanzierung.....8
Abbildung 3: Real Estate Private Equity im Real Estate Anlagespektrum.....11
Abbildung 4: Renditekomponenten und ihre Einflussfaktoren.....16
Abbildung 5: Struktur eines Real Estate Opportunity Fonds.....18
Abbildung 6: Absoluter und differentieller Zusammenhang Netto- und Brutto-IRR...23
Abbildung 7: Zusammenhang von Kapital- und Immobilienzyklus.....25
Abbildung 8: Passive und aktive Investmentstrategien im Immobilienzyklus.....27
Abbildung 9: Kumuliertes Committed Equity 1995-2005.....36
Abbildung 10: Marktkapitalisierung Real Estate Opportunity Fonds und REITs 2005..37
Abbildung 11: Entwicklung der Fondsgrössen 1995-2004.....38
Abbildung 12: Veränderung der Cross-Boarder-Investitionen 2001-2003.....39
Abbildung 13: Anteil investierter Fonds nach europäischen Regionen 1996-2006.....39
Abbildung 14: Investierte Sektoren und Strukturen 2003.....40
Abbildung 15: Investitionen nach Position im Immobilienlebenszyklus 2003.....40
Abbildung 16: Netto-IRR-Performanceentwicklung 1995-2002.....41
Abbildung 17: Hypothesenmodell zur Branchenstruktur.....42
Abbildung 18: Branchenstruktur im europäischen Markt 2006-2010.....55

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Das Vierquadrantenmodell.....9
Tabelle 2: Rendite-Risiko-Profile von indirekten privaten Anlagen.....15
Tabelle 3: Wertschöpfungskette von Real Estate Opportunity Fonds.....31
Tabelle 4: Initiatorensegmentierung von Real Estate Opportunity Fonds.....34
Tabelle 5: Hypothesenmodell zu KEF entlang der Wertschöpfungskette.....45
Tabelle 6: Interviewpartner Expertengespräche.....46
Tabelle 7: KEF entlang der Wertschöpfungskette 2006-2010.....58

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
BIP	Bruttoinlandsprodukt
DD	Due Dilligence
EK	Eigenkapital
EU	Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EFTA	European Free Trade Association
EUR	Euro
EPRA	European Public Real Estate Association
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FK	Fremdkapital
GAV	Gross Asset Value
GP	General Partner
HNWI(s)	High Net Worth Individual(s)
INREV	European Assoc. for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank Ltd.
IRR	Internal Rate of Return
KEF	Kritische Erfolgsfaktoren
LP	Limited Partnership
LBO	Leveraged Buy-out
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MPT	Modern Portfolio Theory
MZ	Mezzanine Loan
NAV	Net Asset Value
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NPL(s)	Non-Performing Loan(s)
OPC	Oxford Property Consultants
PCA	Pension Consulting Alliance
PEI	Private Equity Intelligence
REIT(s)	Real Estate Investment Trusts
REPE	Real Estate Private Equity
REPE i.eS.	Real Estate Private Equity im eigentlichen Sinne
REPE i.w.S	Real Estate Private Equity im weiteren Sinne
REVC	Real Estate Venture Capital
SPV	Special Purpose Vehicle
UK	United Kingdom
US	United States
USA	United States of America
USD	United States Dollar

1 Einleitung

„As the history of real estate private equity is written, this past year may very well be remembered as the period when the industry moved from adolesence into adulthood“ (Koster, Americas Leader of Real Estate Fund Services of Ernst & Young, in Ernst & Young 2005a, S. 1).

1.1 Ausgangslage und Zielsetzung

Die historisch eher unterrepräsentierte Investitionsform Immobilien (Real Estate) konnte sich in den letzten 20 Jahren als eigenständige Anlageklasse neben Aktien, Obligationen und festverzinslichen Wertpapieren international durchsetzen und etablieren.[1] Hauptgründe für institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Versicherungen, Banken und vermögende High Net Worth Individuals (HNWIs),[2] vermehrt in die Anlageklasse Real Estate zu investieren, waren in den letzten Jahren vor allem die Outperformance der Investitionsalternativen bei einer anhaltend starken Differenz der Immobilienrenditen zu risikolosen Anlagen, auch Yield-Gap genannt.[3] Ein weiterer Wachstumstreiber war und ist die zunehmende Real-Estate-Asset-Allokation in Multi-Asset-Portfolios, von vornehmlich institutionellen Investoren.[4] Allein in Europa erhöhten sich die Allokationen in die Anlageklasse Real Estate durch Pensionskassen von 2001 bis 2007 von 8.3% auf 10.5%.[5] Als Folge des wachsenden Anlagedruckes wurden gemäss Lasalle Investment Management weltweit mit USD 237 Mrd. in 2005 bereits 18% mehr Direktinvestitionen in die Anlageklasse Real Estate getätigt als im Vorjahr. Davon entfielen 2005 ganze 34% auf den europäischen Markt. Ergänzend stieg der Anteil der globalen Cross-Border-Investitionen in 2005 um 24%.[6]

Die zunehmende Real-Estate-Asset-Allokation und die internationalen Diversifikations-bedürfnisse der institutionellen Investoren verursachten demnach die neue Globalisierung der Investitionstätigkeiten und förderten somit die Innovation in der Entwicklung indirekter privater Real Estate Investitionsvehikel als Alternative zu den bislang etablierten Immobilienanlageprodukten wie Direktanlagen, Investitionen in kotierte Immobiliengesellschaften, REITs und offene Fonds.[7]

Indirekte private Investitionsvehikel, zu denen Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds) zählen, bieten im Vergleich zu sonstigen Immobilienanlageformen einen attraktiven Kompromiss in Bezug auf Liquidität, Kontrolle, Volatilität, Steuereffizienz

[1] Vgl. Hudson-Wilson; Gordon; Fabozzi; Anson; Giliberto 2005, S. 12
[2] Vgl. Schulte; Holzmann 2005, S. 26
[3] Vgl. DB Real Estate Research 2005a, S. 3
[4] Vgl. Baum 2005a, o.S. und Hepp 2004, S. 62
[5] Vgl. Russel Investment Group 2005, S. 7
[6] Vgl. Goodchild 2006, S. 19
[7] Vgl. Kutsch; Mc Allister; Newell 2005, S. 10

und Korrelation und sind zudem in verschiedenen Rendite-Risiko-Profilen verfügbar. Aufgrund der beschriebenen Vorteile um den taktischen Beitrag von indirekten privaten Anlagen im Rahmen der Real Estate Allokation wurde diese neuartige Anlageform in den letzten 15 Jahren zunehmend von internationalen Investoren nachgefragt.[8]

Seit Initiierung der ersten REPE Fonds durch Investoren aus den USA Ende der 1980er Jahre ist der Markt kontinuierlich gewachsen und REPE Fonds konnten sich weltweit als gereiftes Investmentvehikel etablieren.[9] Seit Mitte der 90er Jahre findet eine parallele Wachstumsentwicklung am europäischen Investitionsmarkt statt. Gemäss der European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV) stieg das Bruttoanlagevolumen in allen Rendite-Risiko-Profilen, auch Gross Asset Value (GAV) genannt, seit 1997 durchschnittlich um 14% auf EUR 194 Mrd. Gesamtvolumen.[10] Dies entspricht bereits einer Anzahl von 427 REPE Fonds.[11]

Unter den 427 REPE Fonds befanden sich in 2006 insgesamt 63 Real Estate Opportunity Fonds mit EUR 39 Mrd. GAV, was einem Anteil von 20% entspricht.[12] Real Estate Opportunity Fonds repräsentieren das oberste Rendite-Risiko-Profil der REPE Fonds und gehen unter Einsatz hoher Fremdfinanzierungsqoten in risikoreiche Investitionen. Sie investieren in zumeist intransparente und ineffiziente Märkte, die Beteiligungsobjekte sind oft notleidende Objekte oder Immobilienkredite (NPLs), Sanierungsprojekte, Projektentwicklungen, Spezialsituationen, Nischen und Immobiliengesellschaften. Real Estate Opportunity Fonds verfolgen einen definierten Businessplan mit einem Anlagezeitraum von drei bis sieben Jahren und zielen Eigenkapitalverzinsungen (IRR) von durchschnittlich 15 bis 20% an.[13]

Auf der Suche nach geeigneten Investitionen war Europa in den letzten Jahren ein beliebter Standort von Real Estate Opportunity Fonds aus den USA und UK.[14] Auf der Suche nach höheren Renditen als im heimischen Markt exportierten sie ihre bereits etablierten REPE Strategien auf den europäischen Markt und nutzten die unterbewerteten Immobilienmärkte, attraktiven Yield-Gaps und den hohen Eigentumsanteil von betrieblichen oder öffentlichen Immobilien für den Kauf von Grossportfolios mit Sale-and-Lease-Back-Verträgen.[15]

Da wegen des anhaltend steigenden Konkurrenzkampfes der Investoren um geeignete Investitionen die internationalen Immobilienpreise in den letzten zwei bis drei Jahren weiterhin steigen und somit die Immobilienrenditen fallen und aktuell die

[8] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 6 und Neuhaus 2006, S. 22
[9] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 321ff. und Euro Property 2005, S. 15
[10] Vgl. INREV 2006b, S. 22
[11] Betrachtung ohne German open ended Funds (GOE)
[12] Vgl. INREV 2006b, S. 5
[13] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 321ff.
[14] Vgl. Baum 2005, o.S.
[15] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 2 und Atisreal 2006a, S. 1ff.

Fremdkapitalzinsen nach einem langjährigen Tiefstand leicht anziehen,[16] stehen im Speziellen Real Estate Opportunity Fonds im weltweiten Investmentmarkt vor der grossen Herausforderung ihren Investoren die versprochenen Zielrenditen zu erwirtschaften.[17]

Vor dem dargestellten Hintergrund verfolgt die Thesis folgende vier Hauptziele:

- Grundlagenermittlung zu Real Estate Opportunity Fonds
- Untersuchung des europäischen Marktes für Real Estate Opportunity Fonds
- Darstellung der europäischen Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds
- Identifikation der kritischen Erfolgsfaktoren entlang der Wertschöpfungskette

Die gewonnenen Erkenntnisse aus den vier Hauptzielen der Masterthesis sollen Fondsmanagern von Real Estate Opportunity Fonds als Vergleichs-, Handlungs- und Gestaltungsempfehlungen dienen. Zugleich soll die Masterthesis Investoren helfen, einen umfänglicheren Einblick in die komplexe Struktur von Real Estate Opportunity Fonds zu erhalten und die Erkenntnisse bei der Auswahl geeigneter Fonds als Vergleichshilfe verwenden zu können.

1.2 Aufbau und Methodik

Als Ausgangslage der Masterthesis wird eine umfassende Grundlagenermittlung zu Real Estate Opportunity Fonds (Kapitel 2) auf Basis relevanter wissenschaftlicher Literatur, Fachpublikationen und aktueller Studien hergestellt. Dieser Anteil bildet einen wesentlichen und umfangreichen Grundstein der Masterthesis, da im deutschsprachigen Raum erst wenige Publikationen zu diesem Thema erschienen sind. Nach einer einleitenden Erläuterung des Zusammenhangs von Private Equity und der Anlageklasse Real Estate und dessen Einordnung in die strukturierte Immobilienfinanzierung erfolgt eine Darstellung von Real Estate Opportunity Fonds im Kontext anderer Real Estate Anlagevehikel. Im Anschluss wird die wirtschaftliche, organisatorische und rechtliche Struktur von Real Estate Opportunity Fonds erläutert. Aufbauend auf dieser Grundlage erfolgt eine Vorstellung des gesuchten Marktumfeldes und der angewandten Investment- und Exitstrategien sowie eine Analyse der Wertschöpfungskette von Real Estate Opportunity Fonds mit ihren internen und externen Tätigkeiten.

Ergänzend zur Grundlagenermittlung folgt eine aktuelle Marktuntersuchung von Real Estate Opportunity Fonds mit Fokus auf den europäischen Investitionsmarkt (Kapitel 3). Dieser Teil der Arbeit besitzt einen wesentlichen Stellenwert für alle weiteren Untersuchungen, da der europäische Markt von Real Estate Opportunity Fonds bislang

[16] Vgl. Bronda 2006, S. 59 und S. 79
[17] Vgl. Pickard 2006, S. 4

nur unumfänglich dokumentiert ist. Nach einer Segmentierung der Fondsinitiatoren wird eine europäische Markteingrenzung vorgenommen. Anschliessend werden Aussagen zu Marktkapitalisierung, Fondsgrössen, Regionen und Sektoren und somit zu den vorherrschenden Investmentstrategien getätigt. Abschliessend folgen eine Analyse der bisherigen Performanceentwicklung und eine Beschreibung der aktuellen Trends im europäischen Markt.

Auf Basis der Erkenntnisse aus der Grundlagenermittlung und der Marktuntersuchung werden Hypothesenmodelle zur Branchenstruktur und zu den kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds entlang der Wertschöpfungskette für den europäischen Markt im Zeitraum 2006 bis 2010 aufgestellt (Kapitel 4). Um eine zielgerichtete Analyse der kritischen Erfolgsfaktoren herstellen zu können, wird vorgängig eine geeignete Erfolgsdefinition aufgestellt. Abschliessend wird das Untersuchungsdesign der Hypothesenüberprüfung mittels Expertengesprächen dargestellt.

Im nächsten Kapitel erfolgt die konsolidierte Darstellung der Branchenstruktur und der kritischen Erfolgsfaktoren auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse aus den geführten Expertengesprächen (Kapitel 5). Ergänzend wird an dieser Stelle eine vereinfachende Priorisierung der kritischen Erfolgsfaktoren dargestellt und eine qualitative Aussage zum Einfluss der einzelnen Wertschöpfungsstufen auf Gesamtkosten und -gewinn auf Fondsebene abgeleitet.

Abschliessend wird eine Schlussbetrachtung der wesentlichen Erkenntnisse zur Branchenstruktur und zu den kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds entlang der Wertschöpfungskette für den europäischen Markt im Zeitraum 2006 bis 2010 vorgenommen. Ein ergänzendes Fazit mit Ausblick zur vermuteten zukünftigen Entwicklung schliesst die Masterthesis ab.

1.3 Leitfragen der Masterthesis

Kapitel 1 - Einleitung

- Wie ist die Ausganglage und was der aktuelle Bezug der Masterthesis?
- Wie ist die Methodik und das Vorgehen?

Kapitel 2 - Grundlagenermittlung von Real Estate Opportunity Fonds

- Was sind die spezifischen Eigenschaften der Anlageklasse Real Estate?
- Was ist Private Equity und wie wird das Modell auf Real Estate übertragen?
- Wie ist der Zusammenhang der strukturierten Immobilienfinanzierung und REPE?
- Welche Position hat REPE im Vierquadrantenmodell?
- Was ist ein Investmentfonds?
- Welche Position haben Real Estate Opportunity Fonds im REPE Anlagespektrum?
- Welches Rendite-Risiko-Profil weisen Real Estate Opportunity Fonds auf?
- Wie sind Real Estate Opportunity Fonds rechtlich, wirtschaftlich und steuerlich aufgebaut?
- Welche Systeme zu Management Fees und Gewinnbeteiligungen und Reporting bestehen?
- In welche Marktumfelder und Investitionsspektren investieren Real Estate Opportunity Fonds?
- Welche Investment- und Exitstrategien verwenden Real Estate Opportunity Fonds?
- Wie ist die Wertschöpfungskette von Real Estate Opportunity Fonds aufgebaut?
- Welche internen und externen Aktivitäten erfolgen entlang der Wertschöpfungskette?

Kapitel 3 - Europäischer Markt von Real Estate Opportunity Fonds mit Fokus auf Europa

- Welche Marktteilnehmer existieren und wie lassen sich diese nach Grösse segmentieren?
- Wie lässt sich der europäische Markt für Real Estate Opportunity Fonds eingrenzen?
- Wie ist die Entwicklung der globalen und europäischen Marktkapitalisierung?
- Welche Entwicklung besteht bei den Fondsgrössen?
- Welche Investmentstrategien kommen bei Real Estate Opportunity Fonds zum Einsatz?
- In welche Regionen und Sektoren wird investiert?
- Wie ist die Performanceentwicklung von Real Estate Opportunity Fonds?
- Welche aktuellen Trends bestehen im europäischen Markt?

Kapitel 4 - Hypothesen zur Branchenstruktur und zu den kritischen Erfolgsfaktoren

- Welche Modellgrundlage der Branchenstruktur findet Anwendung?
- Welche Definitionsgrundlage besteht für die kritischen Erfolgsfaktoren?
- Wie lautet die relevante Erfolgsdefinition für Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt?
- Welche Hypothesen lassen sich aufstellen und wie werden diese überprüft?

Kapitel 5 - Darstellung der Branchenstruktur und der kritischen Erfolgsfaktoren

- Welche konsolidierten Erkenntnisse ergeben sich aus den Expertengesprächen?
- Wie ist die derzeitige Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt?
- Welche sind die prioritären und unterstützenden Erfolgsfaktoren?
- Welchen Einfluss auf Kosten und Gewinn haben die einzelnen Wertschöpfungsstufen?

Kapitel 6 - Schlussbetrachtung und Fazit

- Was sind die wichtigsten Erkenntnisse bezogen auf die Brachenstruktur und die kritischen Erfolgsfaktoren?
- Welches Gesamtfazit kann formuliert werden?
- Welcher Ausblick für Real Estate Opportunity Fonds kann gegeben werden?

2 Grundlagenermittlung zu Real Estate Opportunity Fonds

„Real estate opportunity funds are one of the fastest growing segments of the real estate investment industry. The real estate equivalent of the private equity and alternative investments asset classes that seek high returns by taking on more risk in highly illiquid private investments, opportunity funds rely heavily on the skill and expertise of the fund managers“ (Hahn; Geltener; Lietz 2005, S. 1).

2.1 Definition und Eingrenzung von Real Estate Private Equity

2.1.1 Die Anlageklasse Real Estate

Die Anlageklasse Real Estate, die weltweit als gewerblich und somit wirtschaftlich handelsfähig gilt, beläuft sich 2006 auf ein geschätztes Gesamtvolumen von USD 15 Billionen. Davon entfallen USD 6.1 Billionen auf institutionelle Investoren, die börsenkotierte und direkt gehaltene Immobilien halten.[18] Der weltweite Anteil an rein kotierten Anlagen wird aktuell auf eine Höhe von USD 565 Mrd. geschätzt. Der europäische Anteil liegt 2006 bei USD 102 Mrd. und macht somit 18% aus.[19]

Es existiert keine abgeschlossene Definition, welche die Anlageklasse Real Estate vollständig erfasst. Eine Immobiliendefinition, die sich im deutschsprachigen Raum durchgesetzt hat, lautet wie folgt: „Immobilien sind Wirtschaftsgüter, die aus unbebauten Grundstücken mit dazugehörigen Gebäuden und Aussenanlagen bestehen. Sie werden von Menschen im Rahmen physisch-technischer, rechtlicher, wirtschaftlicher und zeitlicher Grenzen für Produktions-, Handels-, Dienstleistungs- und Konsumzwecke genutzt“ (Bone-Winkel; Schulte; Focke 2005, S. 16).

REPE Fonds und vor allem Real Estate Opportunity Fonds definieren die Anlageklasse Real Estate wesentlich weitläufiger als im vorgängig erwähnten Sinne. Investitionen beinhalten hier unter anderem unbebaute Grundstücke, vermietete fremdgenutzte Immobilien, Immobilienkredite, Hypotheken, Beteiligungen an Unternehmen, zum Beispiel an Immobilienfirmen oder Immobiliendienstleitungs-, Planungs- und Baufirmen, und mittlerweile auch vermehrt an Infrastrukturanlagen.[20] Im Rahmen der Masterthesis wird unter der Anlagekategorie Real Estate nicht die klassische Definition von Real Estate subsumiert, sondern Investitionen, welche im vorgängig erwähnten Sinne mit der Anlageklasse Real Estate in einem wirtschaftlichen Zusammenhang stehen. Eine entsprechend genauere Eingrenzung von REPE folgt im weiteren Verlauf der Masterthesis (vgl. 2.1.4).

[18] Vgl. Jones Lang Lasalle 2005, S. 5, beinhaltet alle betriebliche, aber kein öffentlichen Immobilien
[19] Vgl. Jones Lang Lasalle 2005, S. 47
[20] Vgl. Koster 2005, S. 1 und Pickard 2006, S. 4

2.1.2 Begriffsdefinition von Private Equity

Der eher aus der Praxis geprägte Begriff Private Equity entspricht dem deutschen Begriff Beteiligungskapital und entstammt ursprünglich aus dem angelsächsischen Raum[21] und bezeichnet allgemein das Gegenteil zu börsenkotiertem Eigenkapital, welches als Public Equity bezeichnet wird.[22] Private Equity entspricht folglich dem Eigenkapital nicht börsenkotierter Unternehmen.

Bader grenzt den Begriff etwas genauer ein und definiert Private Equity als „eine Finanzierungsart, bei welcher nicht kotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung, ohne ausreichende Sicherheiten, mittel- bis langfristig Kapital und bedarfsbezogene Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird. Zur Realisierung eines dem Risiko entsprechenden Gewinnes besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräussern“ (Bader 1996, S. 10). Es wird zudem betont, dass der Begriff „Kapital“ sowohl das Eigenkapital als auch das Fremdkapital umfasst, da Fremdkapital die Flexibilität für das Management erhöht und steuerliche Vorteile ausgenutzt werden können.[23] Obwohl die Begriffe vielfach gleichbedeutend verwendet werden, ist Private Equity nicht mit Venture Capital gleichzustellen. Venture Capital ist ein Teilausschnitt des Private-Equity-Spektrums und bezieht sich vor allem auf die Finanzierung von Pionierunternehmen in der Early-Stage-Phase und Later-Stage-Phase, während Private Equity die Finanzierung von Unternehmen in allen Phasen ihres Lebenszyklus abdeckt (vgl. Abbildung 1).[24]

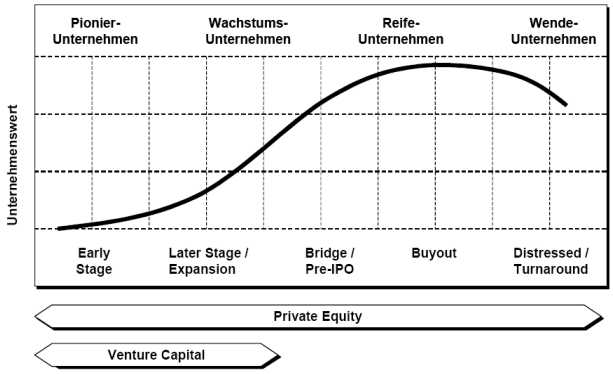


Abbildung 1: Private-Equity-Finanzierungsstufen und -Beteiligungsformen[25]

Da sich die vorgängigen Private-Equity-Definitionen nur auf nicht kotierte Unternehmen begrenzen, ist es sinnvoll folgende Definition von Cook mit einzubeziehen: „The term private equity can be used to refer to almost any investment which is not traded in any formal market and which carries a risk that would not be

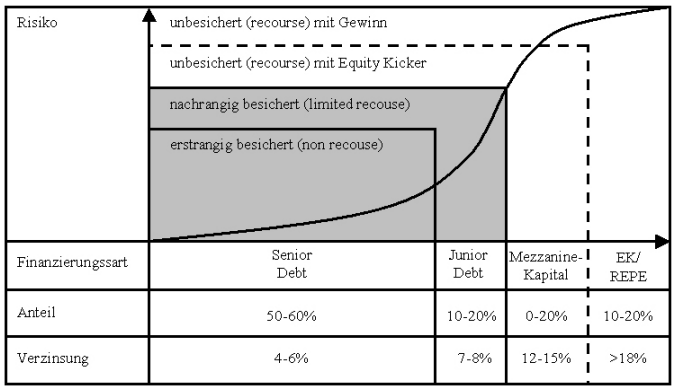
[21] Vgl. Graf; Grubler; Grünbichler 2001, S. 16
[22] Vgl. Bader 1996, S. 1
[23] Vgl. Bader 1996, S. 13ff.
[24] Vgl. Graf; Grubler; Grünbichler 2001, S. 25 und Kraft 2001, S. 45
[25] Vgl. Kraft 2001, S. 45

acceptable in conventional banking“ (Cook 1998, S. 3). Diese weiter gefasste Definition, welche vielfältigere Investitionsformen unter Berücksichtigung des Risikobegriffs und Einbezug von Eigen- und Fremdkapital einbezieht, ist aufgrund der Verschiedenartigkeit von REPE Investitionen, die geeignete Grundlage für die weitere Grundlagenbetrachtung (vgl. 2.1.1).

2.1.3 Die strukturierte Finanzierung

Das bisher beschriebene Private-Equity-Konzept zielt nicht spezifisch auf die Finanzierung von Immobilieninvestitionen ab. Aus diesem Grunde ist es notwendig die aktuelle Praxis der strukturierten Immobilienfinanzierung mit dem Private-Equity-Konzept in einen Zusammenhang zu stellen.

Abgeleitet aus den objektspezifischen Cashflows wird die Projektfinanzierung in einzelne Tranchen geschnitten, die verschiedene Eigenschaften bezüglich Haftung, Ausfallwahrscheinlichkeit, Zinsmargen und Fees aufweisen. Eine idealtypisch strukturierte Finanzierung setzt sich demnach aus einem erstrangig (non recourse) auf das Objekt besicherten Kredit (Senior Debt), einem nachrangig (limited recourse) besicherten Kredit (Junior Debt), allenfalls noch einem nicht besicherten (recourse) und eigenkapitalähnlichen Mezzanine-Kapital (MZ) sowie dem nicht besicherten, aber gewinnbezogenen REPE (EK) zusammen (vgl. Abbildung 2).[26]



Finanzierungssart	Senior Debt	Junior Debt	Mezzanine-Kapital	EK/ REPE
Anteil	50-60%	10-20%	0-20%	10-20%
Verzinsung	4-6%	7-8%	12-15%	>18%

Abbildung 2: REPE im Zusammenhang der strukturierten Immobilienfinanzierung[27]

REPE ist demnach ein Eigenkapitalanteil von 10 bis 20%, der im Rahmen der Gesamtfinanzierung durch den Kreditnehmer oder einen externen Kapitalgeber in Form eines REPE Fonds als eigenkapitalersetzender Anteil beigesteuert wird.[28] Das MZ, welches einen Anteil von 0 bis 20% ausmachen kann, entspricht einem eigenkapital-ähnlichen Kapitalanteil und wird daher mit einer höheren Zinsmarge angesetzt. Der MZ-Geber wird üblicherweise durch einen Equity Kicker, was einer zu definierenden Gewinnbeteiligung für den Kapitalgeber entspricht, für das erhöhte Risiko entschädigt.

[26] Vgl. Froese; Paul 2003, S. 210
[27] Eigene Darstellung in Anlehung an Scheerer 2005, S. 12 und Froese; Paul 2003, S. 211
[28] Vgl. Froese; Paul 2003, S. 211

Während das Senior Debt und Junior Debt von Banken beigesteuert wird, wird das Mezzanine-Kapital von REPE Fonds, MZ Fonds und Investmentbanken beigesteuert. Demnach ist diese vermeintlich exakte Trennung von MZ und REPE in der Praxis nicht immer in der Form vorzufinden, da viele REPE Fonds diesen Finanzierungsbaustein in ihrem Eigenkapitalanteil mit abbilden.[29]

2.1.4 Das Vierquadrantenmodell

Ein bewährter Ansatz, REPE im Gesamtzusammenhang aller Investitionsmöglichkeiten der Anlageklasse Real Estate darzustellen und einzugrenzen, bietet das Vierquadrantenmodell. Als Ordnungskriterien dienen die Börsennotierung (Private vs. Public) und die Finanzierungsstruktur (Debt oder Equity). Somit entsteht eine Vier-Felder-Matrix gemäss der folgenden Darstellung (vgl. Tabelle 1).

	Private	Public
Equity	Real Estate Private Equity	Real Estate Public Equity
Debt	Real Estate Private Debt	Real Estate Public Debt

Tabelle 1: Das Vierquadrantenmodell[30]

Demnach wird unter REPE nicht börsenkotiertes Eigenkapital oder eigenkapitalähnliches MZ verstanden, was im Rahmen einer Gesamtfinanzierung eingebracht wird. Rottke spricht in dem Zusammenhang von REPE im weiteren Sinne (i.w.S.), da hiermit auch die eigenkapitalähnliche Finanzierung von Anlageprodukten wie geschlossenen und offenen Fonds einbezogen sind.[31] Da diese Fonds meist anlegerschutzbezogenen, regulatorischen Restriktionen unterliegen und zudem Liquidität vorhalten müssen, damit Anteilseigner ihre Anteile zum Nettoinventarwert oder Net Asset Value (NAV) zurückgeben können,[32] handelt es sich hiermit nicht um eine REPE Investition im eigentlichen Sinne, wo das Eigenkapital ausserhalb des regulatorischen Bankenbereichs investiert wird.

Rottke definiert daher REPE im eigentlichen Sinne (i.e.S.)[33] als „eine Finanzierungsart, bei welcher externe Investoren i.d.R. über nicht regulierte Fondslösungen mit meist hohem Fremdkapitaleinsatz für kurz- bis mittelfristige Investitionen in allen typologischen und geographischen Immobilienmärkten Eigenkapital zur Verfügung

[29] Vgl. Rottke 2004, S. 40
[30] Vgl. Hudson-Wilson; Gordon; Fabozzi; Anson; Giliberto 2005, S. 13
[31] Vgl. Rottke 2004, S. 27
[32] Vgl. Wendling 1990, S. 95
[33] Vgl. Rottke N. 2004, S. 26

stellen. Bei Bedarf wird aktive Managementunterstützung geleistet. Anlagekategorien können etablierte Bestands- und Entwicklungsobjekte und -portfolios, Not leidende Immobilienkredite sowie Immobilienunternehmen sein. Zur Realisierung einer anhand der internen Eigenkapitalverzinsung berechneten überdurchschnittlichen hohen Eigenkapitalrendite besteht von vornherein die Notwendigkeit zur Veräusserung“ (Rottke 2004, S. 28).

Für die weitere Bearbeitung der Masterthesis wird die Definition von REPE i.e.S als aufbauende Grundlage verwendet, da sie den Begriff am geeignetsten eingrenzt. Die Definition von REPE i.e.S. schliesst demnach Real Estate Opportunity Fonds mit ein, die den Fokus der Masterthesis bilden (vgl. 2.2.2).

2.2 Real Estate Private Equity Fonds im Anlagespektrum

2.2.1 Begriffsdefinition des Investmentfonds

Vor der spezifischen Erläuterung von REPE Fonds bedarf es einer vorgängigen Definition des Fondsbegriffs.

Ein Investmentfonds ist ein von Anlegern eingebrachtes Vermögen in eine Investmentgesellschaft, welches in gemeinschaftlicher Verwaltung, unter Berücksichtigung von Diversifikations- und Rendite-Risiko-Zielen und Bündelung gemeinsamer Interessen, in Investitionsobjekte, vor allem in Wertpapiere, Unternehmensanteile und Immobilien, investiert wird.[34] Investmentfonds werden in offene und geschlossene Fonds unterteilt. Bei dem geschlossenen Fonds wird die Höhe des Anlagevolumens abhängig von der Strategie, der Anzahl der angestrebten Beteiligungen und der angenommenen Investitionshöhe zu Beginn festgelegt. Demnach ist die Anzahl der herausgegebenen Fondsanteile begrenzt. Investoren können dann innerhalb einer Zeichnungsfrist Fondszertifikate zeichnen. Nach Ablauf der Frist werden üblicherweise keine weiteren Investoren in den Investmentfonds aufgenommen.[35] Mit Hilfe eines offenen Fonds wird hingegen eine unbegrenzte Anzahl an Fondsanteilen herausgegeben, somit ist das Fondvolumen nicht abschliessend festgelegt. Je nach rechtlicher Gestaltung des Fonds können Investoren ihre Anteile an die Fondsgesellschaft zu einem bewerteten NAV zurückgeben.[36]

2.2.2 Real Estate Private Equity im Anlagespektrum

Um das Konzept von REPE Fonds und die spezifische Funktion von Real Estate Opportunity Fonds umfassend darstellen zu können, bedarf es einer Gesamtdarstellung das Anlagespektrums aus Sicht eines institutionellen Investors, der im Sinne der

[34] Vgl. Gabler 2000, S. 1121
[35] Vgl. Wendling 1990, S. 95
[36] Vgl. Matz 2002, S. 45

modernen Kapitalmarkttheorie und Portfoliotheorie (MPT) handelt (vgl. Abbildung 3). Diese Sichtweise ist deshalb von Bedeutung, da institutionelle Investoren über 90% aller Investitionen in REPE Fonds tätigen.[37]

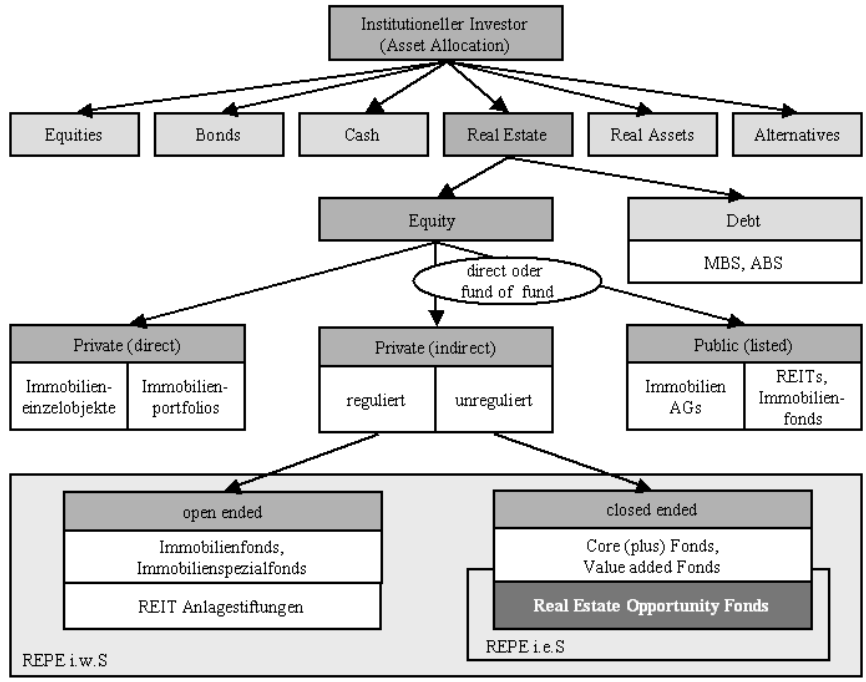


Abbildung 3: Real Estate Private Equity im Real Estate Anlagespektrum[38]

Gemäss dem Vierquadrantenmodell repräsentieren die dargestellten Equity-Anlageprodukte die obere Equity-Hälfte (vgl. 2.1.4) und die Debt-Anlageprodukte die untere Hälfte. Da die Betrachtung der Debt-Hälfte im Zusammenhang von REPE Fonds lediglich bei der Sekuritisierung von Forderungen aus Mietverträgen oder Hypotheken von Bedeutung ist, wird hier nicht weiter auf den Bereich eingegangen (vgl. 2.3.1, Finanzierende Banken). Im Spektrum der Anlageprodukte lassen sich demnach drei Hauptanlagekategorien unterscheiden. Diese werden im Weiteren mit ihren spezifischen Eigenschaften beschrieben und in Bezug auf ihre jeweiligen Vor- und Nachteile aus Investorensicht dargestellt.

- **Direkte private Anlagen**

Direkte private Anlagen sind Investitionen in Immobilien oder ganze Immobilienportfolios, wo der Investor eigenständig auftritt und ein direktes Eigentum an der Immobilie erwirbt, so dass keine Fonds-, Beteiligungs- oder Holdingstruktur dazwischensteht. Diese klassischste aller Investitionsformen hat den Vorteil der hohen

[37] Vgl Rottke 2006, Expertengespräch

[38] Eigene Darstellung in Anlehnung an Ernst&Young 2006, S. 3 und Bronda 2006, S. 34 und Rottke 2004, S. 47. Die Darstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Es werden die relevantesten Anlageprodukte aus Investorensicht vereinfacht dargestellt. Im Bereich der unregulierten geschlossenen Anlagen werden durch Rottke noch MZ Fonds und Private Placements erwähnt, die als REPE i.w.S. einzuordnen sind. MZ Fonds, REVC Fonds, Projektentwicklungsfonds sind zwecks Vereinfachung in der Kategorie Opportunity Fonds zusammengefasst. Value Enhanced Fonds entsprechen der Kategorie Value-added Fonds.

Kontrolle über das Investitionsobjekt und bietet zudem aus Portfoliogesichtspunkten die niedrigste Korrelation mit Aktien und Bonds. Sie bieten zudem den Vorteil Marktineffizienzen auszubeuten, wenn Kenntnisse zum lokalen Markt und über die Objektcharakteristika bestehen.[39]

Die wesentlichen Nachteile von direkten privaten Anlagen sind die geringe Liquidität und Intransparenz des Marktes. Es bestehen lange Akquisitions- und Veräusserungsdauern und es werden lokale Marktkenntnisse benötigt, was vor allem beim Aufbau eines internationalen, diversifizierten Portfolios problematisch und kostenintensiv ist und somit nur für grosse Investoren abzubilden ist.[40]

- **Indirekte kotierte Anlagen**

Unter indirekten kotierten Anlagen sind alle an den Börsen frei gehandelten Anteilsscheine von Immobilien AGs und REITs zu verstehen. Diese können direkt oder über diversifizierte Dachfonds (fund of fund) erworben werden. Diese Anlagekategorie bietet Investoren den Vorteil hoher Markttransparenz und -liquidität bei geringen Transaktionskosten.[41]

REITs haben sich seit ihrer Einführung in den USA in den 1960er Jahren weltweit etabliert und sind seitdem massiv gewachsen. Sie bieten aus Investorensicht viele Vorteile, wie eine starke Ausschüttungsregulierung von ca 90%, einen Fokus auf eine immobilienbezogene Managementdienstleitung und eine steueroptimierte Struktur. REITs sind ausser in den USA mittlerweile auch in Australien, Japan und in zunehmendem Masse in Europa verfügbar und in der Regel auf nationale Investorenbedürfnisse zugeschnitten.[42] Viele institutionelle Investoren verwenden daher Aktien von Immobilien AGs und REITs zur taktischen Allokation in ihren Portfolios.[43] Die Nachteile dieser Anlagekategorie liegen in der starken Korrelation zu den sonstigen Aktienmärkten und Bonds sowie in der hohen Volatilität und der reinen Kapitalmarktbewertung, die je nach Situation stark vom NAV abweichen kann. Seitens des Anlegers besteht zudem nur eine geringe Kontrolle und Einflussnahme auf das Unternehmen.[44]

- **Indirekte private Anlagen**

Unter den indirekten privaten Anlagen subsumieren sich eine Menge international unterschiedlicher offener und geschlossener Fondsprodukte. Sie werden über öffentliche oder private Platzierungen (public und private placements) an Investoren vermittelt und können wie kotierte Anlagen auch über diversifizierte Dachfonds erworben werden.

[39] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 5
[40] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 5
[41] Vgl. Allendorf 2006, S. 23
[42] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 5
[43] Vgl. Neuhaus 2006, S. 22
[44] Vgl. Allendorf 2006, S. 23

Indirekte private Anlagen lassen sich im Wesentlichen nach dem Regulationskriterium unterscheiden.[45]

Regulierte Fonds, die sich in der Regel im unteren Core(plus) Rendite-Risiko-Profil befinden, sind zumeist offene Fonds ohne feste Laufzeiten und investieren diversifiziert in Objekte mit langfristiger Wertstabilität und sind demnach stark einnahmenorientiert.[46]

Als wichtigste Vertreter seien hier die offenen Immobilienfonds und Immobilienspezialfonds, die vor allem in Deutschland verbreitet sind, aufgeführt. Sie machen gemäss INREV mit EUR 101 Mrd. GAV mittlerweile 34% des gesamten GAV aus und lassen sich in 32 Fonds unterteilen.[47] Während die regulierten Fonds vornehmlich Publikumsfonds sind, werden die Spezialfonds nur an eine limitierte Anzahl von ausschliesslich institutionellen Investoren ausgegeben. Da bei offenen Immobilienfonds die Anteile jederzeit durch die Anteilseigner zurückgegeben werden können, müssen diese Fonds grosse Liquiditätsvorhaltung betreiben, was die Gesamtrenditen schmälert und bei grossen Mittelabflüssen zwangsläufig zum Verkauf von Objekten führt. Immobilienspezialfonds haben diesen Nachteil durch die Rückgabe von Anteilen über einen Sekundärmarkt oder durch Umlagen bei den anderen Investoren mittlerweile besser geregelt.[48] Bei den ebenfalls aufgeführten REIT-Anlagestiftungen handelt es sich um hochregulierte, national fokussierte, steueroptimierte Anlagevehikel für institutionelle Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen.[49]

Die unregulierten Fonds hingegen sind vornehmlich geschlossene Fonds, die keinen oder kaum Regulatorien unterliegen und mit festen Laufzeiten operieren. Sie werden für wenige institutionelle Investoren oder HNWIs spezifisch steueroptimiert konstruiert und verfolgen Anlagestrategien, die im Rendite-Risiko-Profil variieren. Während die Core(plus) Fonds und Value-added Fonds im unteren bis mittleren Rendite-Risiko-Profil liegen und stark einnahmeorientiert sind, befinden sich Real Estate Opportunity Fonds im obersten Rendite-Risiko-Profil und sind stark wertsteigerungsorientiert – dies deshalb, weil sie mit Hilfe von hohem Fremdkapitaleinsatz in Hochrisikoinvestitionen in intransparente und ineffiziente Markumfelder gehen. Sie verfolgen das Ziel nach einer festen Laufzeit eine möglichst hohe Wertsteigerung der getätigten Investitionen zu erreichen um diese mit hohem Gewinn wieder veräussern zu können.[50]

[45] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 3
[46] Vgl. Neuhaus 2006, S. 18
[47] Vgl. INREV 2006b, S. 5
[48] Vgl. Allendorf 2006, S. 23ff.
[49] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 6
[50] Vgl. Neuhaus 2006, S. 21

Sämtliche indirekten privaten Anlagen haben gemein, dass sie gegenüber Direktanlagen und kotierten Anlagen einen guten Kompromiss in Bezug auf Liquidität, Kontrolle, Volatilität, Steuereffizienz und Korrelation bilden. Sie können somit gemeinsam mit indirekt kotierten Anlagen im Rahmen einer taktischen Real-Estate-Asset-Allokation verwendet werden.[51]

Wichtig in dem Zusammenhang zu erwähnen ist, dass bei indirekten privaten Anlagen lediglich die Real Estate Opportunity Fonds und Development Fonds zu RPEE i.e.S. gemäss Rottke zählen. Nur bei diesen Fonds besteht der ursprüngliche Private-Equity-Ansatz im Sinne von Wagnis- und Chancenkapital. Regulierte oder unregulierte Anlagen, wie Core(plus) Fonds, MZ Fonds und Value-added Fonds aus dem unteren und mittleren Rendite-Risiko-Profil sind somit unter dem Begriff REPE i.w.S. zu subsumieren.[52]

2.2.3 Einordnung in Rendite-Risiko-Profile

Bezogen auf Rendite-Risiko-Profile innerhalb der Immobilienanlageprodukte existiert in der Fachliteratur kein einheitlicher Bezeichnungs- und Darstellungsstandard. In der Regel wird aber zwischen den drei vorgängig erwähnten Hauptkategorien Core(plus), Value-added und Opportunistic unterschieden (vgl. 2.2.2, indirekte private Anlagen). Dieser Einteilungsstandard entspricht zudem den aktuellen Veröffentlichungen des INREV, in dessen Datenbank sich vornehmlich indirekte private Anlagen befinden.[53] Real Estate Opportunity Fonds, die den Fokus der weiteren Untersuchung bilden, werden ihrer Bezeichnung entsprechend dem Rendite-Risiko-Profil Opportunistic zugeordnet (vgl. Tabelle 2). Die beschriebene Einteilung bezieht sich in diesem Fall lediglich auf den Bereich der indirekten privaten Anlagen. Sie kann und wird aber prinzipiell im gesamten Vierquadrantenmodell eingesetzt und bezeichnet vielmehr den Investmentstil eines Investors auf der Equity-Hälfte oder beispielsweise einer finanzierenden Bank auf der Debt-Hälfte.[54]

Vorgängig wichtig zu erwähnen ist, dass eine eindeutige Segmentierung der Eigenschaften der Anlageprodukte innerhalb der drei Rendite-Risiko-Profile nur indikativ und zeitpunktbezogen möglich ist, da REPE Fonds spezifische Einzelprodukte für einzelne Investorenbedürfnisse in einem zeitpunktbezogenen Marktumfeld darstellen. Die dargestellte Kategorisierung unternimmt somit lediglich den Versuch eines Abbildes der aktuellen Marktsituation in 2006 mit Fokus auf den europäischen Markt auf Basis der aktuellen Publikationen und der geführten Interviews.

[51] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 6
[52] Vgl. Rottke 2004, S. 47ff.
[53] Vgl. INREV 2006b, S. 4. INREV unterscheidet nicht weiter zwischen „Core“ und „Core(plus)“, während verschiedenste Quellen, wie z.B. Thomas 2006, S. 18, „Core(plus)“ als eine Zwischenstufe zwischen „Value-added“ und „Core“ aufführt. Aus diesem Grunde wird im Weiteren die konsolidierte Bezeichnung „Core(plus)“ verwendet.
[54] Vgl. Hofmann 2006, Expertengespräch

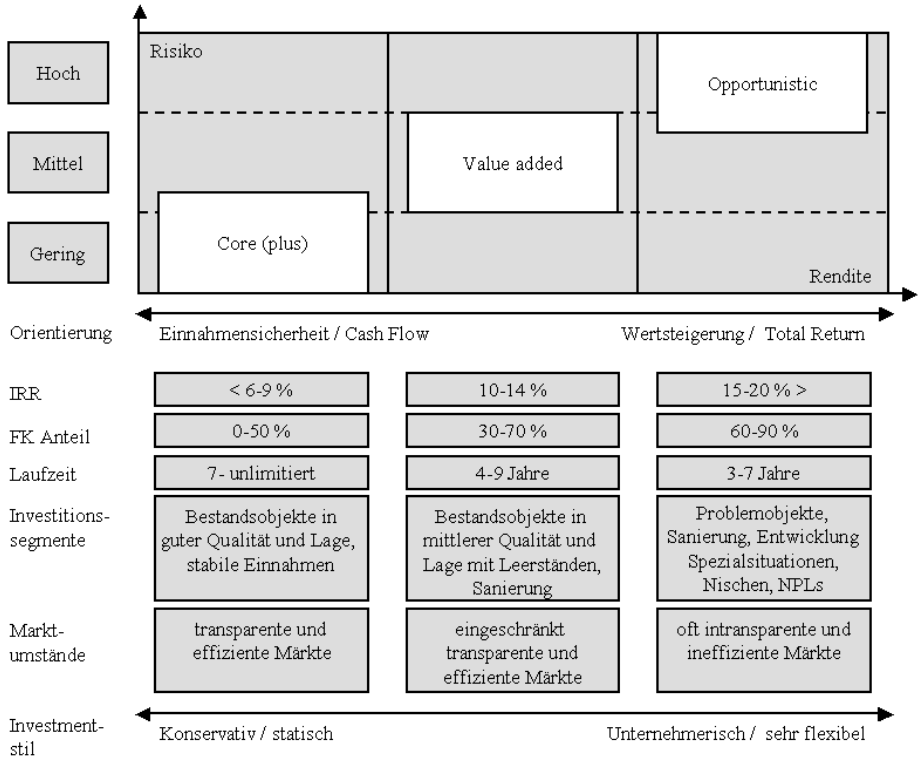


Tabelle 2: Rendite-Risiko-Profile von indirekten privaten Anlagen[55]

Das Gesamtrisiko von Immobilieninvestitionen setzt sich in Anlehnung an die moderne Kapitalmarkttheorie und Portfoliotheorie (MPT) aus einem systematischen und unsystematischen Risikoanteil zusammen. Das systematische Risiko beinhaltet die makroökonomische Marktentwicklung, wohingegen sich das unsystematische Risiko auf die mikroökonomische Marktentwicklung und die immobilienspezifischen Risiken bezieht.[56] Während systematische Risiken nicht diversifizierbar sind, lassen sich unsystematische Risiken durch Streuung auf verschiedene Investitionen innerhalb eines effizienten Portfolios zueinander optimieren. Im Gegensatz zu den systematischen Risiken lassen sich die unsystematischen Risiken nur sehr schwer prognostizieren und quantifizieren. Obschon für die etablierten internationalen Immobilienmärkte verschiedenste historische Indizes und somit gewisse risikobeschreibende statistische Daten vorliegen, sind im Bereich der indirekten privaten Anlagen wenig aussagekräftige Daten vorhanden.[57] Aus diesem Grunde werden die Risikokategorien qualitativ, in vereinfachter Form (gering, mittel, hoch) dargestellt.

Gemäss den vorgängig beschriebenen Risiken entstehen auf Investorenseite Renditeerwartungen, welche sie für deren Übernahme entschädigen sollen. In der

[55] Eigene Darstellung in Anlehnung an INREV 2006b, S. 4 und Allendorf 2006, S. 30 und Rottke 2004, S. 87 und DB Real Estate Research 2005b, S. 3 und Real Estate Alert 2006, S. 2 und Thomas 2006a S. 14 sowie konsolidierte Ergebnisse aus Expertengesprächen

[56] Vgl. Maier 2004, S. 12

[57] Vgl. Maier 2004, S. 13

internationalen Private-Equity-Branche hat sich der interne Zinsfuss, die Internal Rate of Return (IRR), trotz der bekannten Schwachpunkte, wie beispielsweise der Wiederanlageprämisse und der Mehrdeutigkeit bei mehrmaligen Vorzeichenwechseln der Zahlungsreihen,[58] als anerkanntes Renditemass etabliert und wurde entsprechend auf REPE Fonds übertragen. Die IRR entspricht demjenigen Zinssatz, durch dessen Diskontierung die Summe aller Kapitalflüsse zuzüglich der Endwerte der gegenwärtigen Fondsbestände einen Barwert von Null erhält.[59]

Bei der Renditendarstellung wird zwischen der Bruttorendite (Brutto-IRR) und der Nettorendite (Netto-IRR) unterschieden. Die Bruttorendite ist die Rendite auf der Fondsebene, während die Nettorendite die abschliessende Investorenrendite nach Fees und Beteiligungen vor Steuern darstellt (vgl. Abbildung 4). Sollte im weiteren Verlauf der Masterthesis von Renditen die Rede sein, ist damit die Nettorendite gemäss der vorgängigen Beschreibung gemeint.

Nach den Regeln der EVCA wird zudem zwischen der Bruttorendite auf realisierte Beteiligungen, der Bruttorendite auf realisierte und bestehende Beteiligungen und der Nettorendite der Investoren unterschieden.[60] Eine weitere Form der Darstellung der Performance ist die sogenannte Whole-Dollar-Profit-(WDP-)Methode oder die Double-Equity-Methode. Hierbei wird davon ausgegangen, dass sich das Investorenkapital in einer Dauer von drei bis fünf Jahren verdoppelt.[61] Eine ähnliche Darstellung findet sich bei Patron Capital, die folgende Renditeerwartungen für ihre Investoren publiziert: „Investments are expected to generate an annual rate of return of 18% to 25% and a 1.7x to 2.5x multiple on invested capital over a three to five year investment horizon".[62]

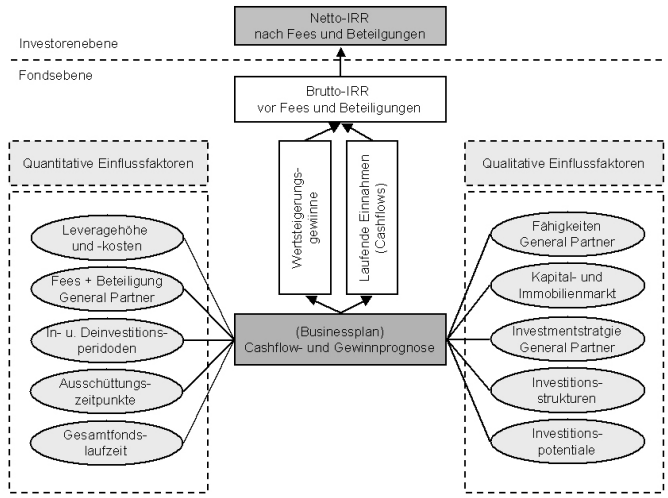


Abbildung 4: Renditekomponenten und ihre Einflussfaktoren[63]

[58] Vgl. Bestmann 2000, S. 443ff.
[59] Vgl. Bader 1996, S. 316
[60] Vgl. Schefczyk 2000, S. 164ff.
[61] Vgl. Rottke; Holzmann 2003, S. 29
[62] Vgl. o.V. 2006b, Website von Global Real Estate Institute
[63] Eigene Darstellung in Anlehnung an Aström; Alvarez 2004, S. 3

- **Core(plus) Fonds**

Gemäss der vorgängigen Beschreibung der Rendite-Risiko-Profile sind Core(plus) Fonds stark risikodiversifizierte, einnahmenfokussierte Anlagen und verstehen sich als Kapitalsammelstellen für institutionelle Investoren mit langem Anlagehorizont und Fokus auf Kapitalerhaltung.[64] Man kann in dem Zusammenhang auch vom Investmentsparen reden.[65] Investitionen werden mit geringem bis keinem Fremdkapitaleinsatz in Bestandsobjekte mit hoher Objekt- und Lagequalität und stabilen Einnahmen in transparenten und effizienten Märkten getätigt. Die IRR liegt derzeit bei 6 bis 9%. Die Laufzeiten der Fonds sind zwischen mindestens sieben Jahren und oft aufgrund ihrer langen Anlageprämisse zeitlich unbegrenzt.

- **Value-added Fonds**

Value-added Fonds sind nach wie vor diversifizierte, einnahmenfokussierte Anlagen mit einem gewissen Wertsteigerungsanteil. Investitionen werden mit bereits höherem Fremdkapitaleinsatz in Bestandsobjekte mit teilweise eingeschränkter Objekt- und Lagequalität und leichten Leerständen bei nach wie vor stabilen Einnahmen in eingeschränkt transparenten und effizienten Märkten getätigt. Die IRR liegt derzeit bei 10 bis 14%. Die Laufzeiten der Fonds ab Investition sind aufgrund des Wertsteigerungsanteils und der Realisierungsnotwendigkeit auf vier bis neun Jahre begrenzt.[66]

- **Opportunistic Fonds**

Opportunistic Fonds, die den Fokus dieser Masterthesis bilden, sind kaum diversifizierte, wenig einnahmenfokussierte Anlagen mit hohem Wertsteigerungsanteil. Investitionen werden mit sehr hohem Fremdkapitaleinsatz in Problemobjekte, Sanierungen, Entwicklungen, Spezialsituationen, Nischen und NPLs getätigt. Das Marktumfeld ist oft durch Intransparenz und Ineffizienz geprägt. Die Kumulation aus den drei wahrscheinlich wesentlichsten Risiken, wie Beurteilungs-, Leverage- und Liquiditätsrisiko,[67] rechtfertigt die hohe IRR bei derzeit 15 bis 20% und mehr. Die Laufzeiten der Fonds ab Investition sind aufgrund des hohen Wertsteigerungsanteils und der Realisierungsnotwendigkeit auf drei bis sieben Jahre begrenzt.[68]

2.3 Struktur von Real Estate Opportunity Fonds

2.3.1 Aufbau eines Real Estate Opportunity Fonds

Der wirtschaftliche, rechtliche und organisatorische Aufbau eines Real Estate Opportunity Fonds ist dem Aufbau von klassischen Private Equity Fonds entliehen und

[64] Vgl. Thomas 2006a, S. 14
[65] Vgl. Rottke 2006, Expertengespräch
[66] Vgl. Allendorf 2006, S. 30 und DB Real Estate Research 2005b, S. 3 und Real Estate Alert 2006
[67] Vgl. Allendorf 2006, S. 30 und DB Real Estate Research 2005b, S. 3 und Real Estate Alert 2006
[68] Vgl. Allendorf 2006, S. 30 und DB Real Estate Research 2005b, S. 3 und Real Estate Alert 2006

gekennzeichnet durch verschiedene Zielsetzungen. Neben der notwendigen Erreichung einer möglichst hohen Rendite für den Investor ist der Fondsaufbau vor allem so konzipiert, dass die im Investmentmanagement bekannte Agency-Problematik möglichst reduziert wird.[69] Die Prinzipal-Agent-Theorie ist ein Erklärungsansatz aus dem Gebiet der Sozialwissenschaften und innerhalb der Wirtschaftswissenschaften ein Teilgebiet der neuen Institutionenökonomik. Sie liefert ein Modell, um das Handeln von Menschen in Hierarchien zu erklären, und Aussagen zur Gestaltung von anreizkompatiblen Systemen und Verträgen zwischen einem Principal (z.B. Investor) und einem eingesetzten Agent (z.B. General Partner), der in seinem Interesse handeln soll.[70]

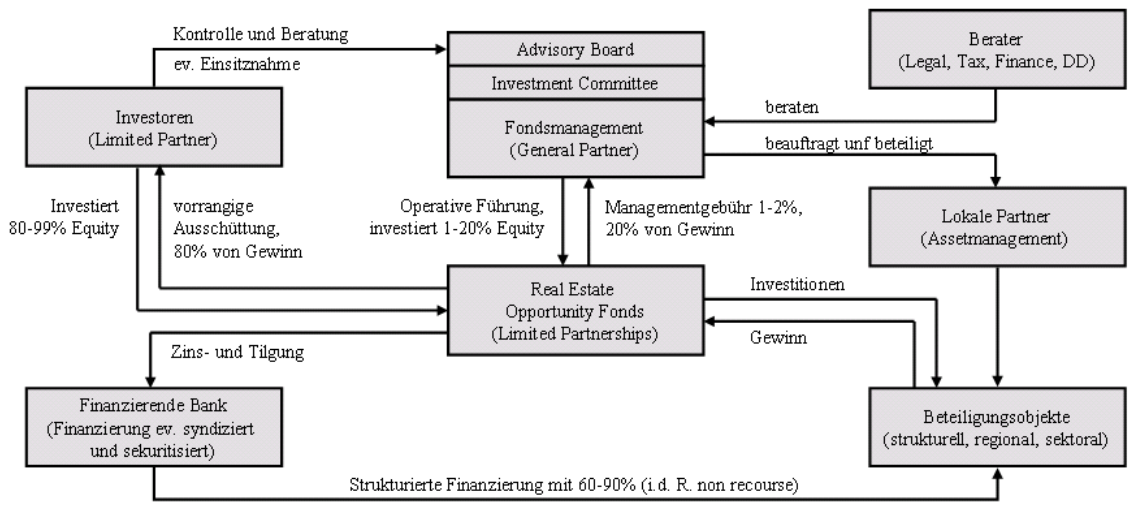


Abbildung 5: Struktur eines Real Estate Opportunity Fonds[71]

Die Struktur eines Real Estate Opportunity Fonds ist gemäss der bereits beschriebenen Zielsetzung durch folgende Einheiten charakterisiert (vgl. Abbildung 5):

- **Investoren (Limited Partner)**

Zumeist mehrere institutionellen Investoren und HNWIs (Limited Partner) steuern üblicherweise 80 bis 99% des Eigenkapitals bei, dies zumeist ohne Kenntnis der zukünftigen Beteiligungsobjekte. Man spricht in dem Zusammenhang auch vom „Blind-Pool-Prinzip“. Im Gegenzug können Investoren über den Einsitz im Advisory Board eine Kontroll- und Beratungsfunktion übernehmen, haben aber gemäss ihrer Stellung als Limited Partner keine Entscheidungsbefugnis.[72] Die erwirtschafteten Gewinne werden nach einer vereinbarten Vorzugsverzinsung zumeist zu 80% an den Investor ausgeschüttet.[73]

[69] Vgl. Rottke 2004, S. 107
[70] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 152
[71] Eigene Darstellung in Anlehnung an Baader 1996, S. 156 und Rottke 2004, S. 103
[72] Vgl. Rottke 2004, S. 107
[73] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 15

- **Fondsmanagement (General Partner), Advisory Board, Investment Committee**

Das Fondsmanagement (General Partner) übernimmt gegen eine jährliche Managementgebühr in Höhe von durchschnittlich 1 bis 2%[74] die operative Führung der Fondsgesellschaft und trägt die Verantwortung für die Auswahl der geeigneten Beteiligungsobjekte. Das Fondsmanagement lässt sich durch das Advisory Board beraten, welches sich aus Investoren, Wirtschaftsexperten, Politikern und diversen Beratern zusammensetzt. Das Management beteiligt sich in der Regel mit 1 bis 20% am Fondsvolumen.[75] Grosse Investmentbanken steuern die höchsten Beteiligungen bei (bis zu 30%[76]), während mittlere und kleinere General Partner teilweise auch weit unter 5% Eigenkapital in den Fonds einbringen. Die absolute Höhe der Beteiligung ist in diesem Zusammenhang weniger von Bedeutung als die relative Auswirkung für die beteiligten Partner auf ihre persönliche Vermögenssituation.[77] Die erwirtschafteten Gewinne werden zumeist zu 20% an das Fondsmanagement ausgeschüttet. Das operative Fondsmanagement-Team ist üblicherweise in zwei Verantwortungsbereiche aufgeteilt. Ein Team ist fokussiert auf Akquisition und Due Dilligence, ein zweites Team ist verantwortlich für das Assetmanagement (meist mit lokalem Partner) und den Exit der Beteiligungsobjekte am Ende der Investmentperiode.[78] Nach einer positiven Evaluation eines geeigneten Beteiligungsobjekte, legt das verantwortliche Team gegenüber dem Investment Committee Rechenschaft ab. Das Investment Committee, welches meist aus den Firmengründern und den Managing Directors besteht, ist üblicherweise mit dem Fundraising betraut, ist auskunftspflichtig gegenüber dem Investor, bürgt mit dem eingebrachten Eigenkapital und trifft die Entscheidung über den Kauf und Verkauf der Beteiligungen, was zu einer Internalisierung eines sonst externen Kontrollmechanismus führt.[79]

- **Real Estate Opportuniy Fonds (Limited Partnership)**

Die einzelne Fondsgesellschaft (Limited Partnership) ist die eigentliche Rechtspersönlichkeit, die auch alle Aktiva (Beteiligungsobjekte) und Passiva (Fremdkapital und Eigenkapital) hält. Die Investoren halten gemäss ihren Eigenkapitalinvestitionen Anteile an der Fondsgesellschaft. Die Trennung von Fondsmanagement und Fondsgesellschaft (Limited Partnership) ermöglicht es dem General Partner mehrere Fonds gleichzeitig aufzulegen und zu managen.[80]

- **Lokale Partner (Assetmanagement)**

Für das operative Assetmanagement wird in der Regel ein lokaler Partner einbezogen. Der lokale Partner ist vornehmlich für das Assetmanagement zuständig und unterstützt

[74] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 14
[75] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 329
[76] Vgl. Expertengespräch 2006, g
[77] Vgl. Expertengespräch 2006, j
[78] Vgl. Expertengespräch 2006, i
[79] Vgl. Rottke 2004, S. 102ff.
[80] Vgl. Rottke 2004, S. 102ff.

oft die Akquisition und den Exit der Beteiligungsobjekte. Der lokale Partner ist meist wie der General Partner direkt am Fonds, mittels einer Partnerschaft oder eines Joint Ventures (JV), beteiligt. Die strikte Auslagerung des operativen Assetmanagements auf lokale Partner ist vor allem bei grossen, global tätigen Fonds üblich, da diese in der Kürze der Zeit keine lokalen Standorte aufbauen können und wollen. Die Expertengespräche haben gezeigt, dass vor allem kleine und mittlere General Partner mit starker lokaler Präsenz und integriertem Assetmanagement operieren – dies deshalb, weil sie fokussiert in einer begrenzten Marktregion tätig sind und die Beteiligungsobjekte möglichst direkt managen können.[81] Hinzu kommt, dass die Beteiligung von lokalen Partnern zu einer doppelten Gewinnbeteiligung (double promote) führt, welche die investorenseitige Rendite je nach Beteiligungsmodell schmälert.[82]

- **Berater (Finance, Legal, Technical, Tax, Sonstige)**

Parallel zum Prozess des gesamten Investmentmanagements werden durch das Fondsmanagement verschiedenste Berater aus den Bereichen Steuern, Finance, Recht, Planung, Verwaltung etc. beauftragt. Diese unterstützen den General Partner sowohl intern auf der Fondsmanagementebene (inkl. Advisory Board) als auch extern auf der operativen Ebene des Real Estate Opportunity Fonds.[83]

- **Finanzierende Banken**

Die finanzierenden Banken (Universalbanken und Hypothekenbanken) liefern das benötigte Fremdkapital in der Höhe von 60 bis 90% zur Nutzung des für den Real Estate Opportunity Fonds wichtigen Leverage-Effektes (vgl. 2.4.3), welcher zumeist 50% von der Fondsrendite ausmacht.[84] Die Banken strukturieren die Finanzierung gemäss den Erkenntnissen aus der Due Dilligence der Beteiligungobjekte und der Bonität und dem Track-Record der General Partner. Da die Trägerschaft üblicherweise einen guten Ruf geniesst und zudem selbst mit Eigenkapital beteiligt ist, werden sehr hohe Finanzierungszusagen gemacht. Oft wird die Finanzierung bereits auf dem zukünftigen Exitwert aufgesetzt, was zu einem nochmals erhöhten Leverage in der Anfangsperiode führt.[85] Zur Durchführung von grossen Portfoliofinanzierungen werden zudem oft Syndizierungen durchgeführt, bei denen das Kreditrisiko auf mehrere Banken verteilt wird. Ab einem Finanzierungsvolumen von EUR 250 Mio. werden durch die Banken Verbriefungen von Forderungen aus Zins und Tilgung (Grundpfandkredite) der Hypotheken am Kapitalmarkt durch Mortgage Backed Securities (MBS) durchgeführt. Diese bieten aus Bankensicht den Vorteil, dass sie Liquidität schaffen, die

[81] Vgl. Expertengespräch 2006, i
[82] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 329
[83] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 327ff.
[84] Vgl. Rottke 2006, Expertengespräch
[85] Vgl. Jebsen 2006, Expertengespräch

Ausfallrisiken an den Kapitalmarkt verkauft werden können und die Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung entfällt.[86]

- **Die Beteiligungsobjekte**

Die Beteiligungsobjekte bilden die Grundlage der angestrebten Wertschöpfung. Hier kann prinzipiell zwischen den drei Typologien JV-Projekte, Unternehmensbeteiligungen und Direktanlagen unterschieden werden. Während bei JV-Projekten und Direktanlagen in Immobilienportfolios, Einzelimmobilien und Projektentwicklungen investiert wird, wird in Unternehmensbeteiligungen in Dienstleistungs-, Bestands, und Projektentwicklungsunternehmen investiert.[87]

2.3.2 Rechtsformen und steuerliche Konstruktion

Real Estate Opportunity Fonds werden zumeist als Kommanditgesellschaften beziehungsweise als Limited Partnerships (UK) oder Limited Liability Partnerships (USA) gemäss der Herkunft ihrer Investoren gegründet.[88] Bei der Limited Partnership (Kommanditgesellschaft) wird die Vertretung nach aussen durch das Fondsmanagement und durch einen General Partner (Komplementär) übernommen. Der Komplementär ist zugleich persönlich haftender Gesellschafter. Er kann sich aber über Haftungsausschlussklauseln und Versicherungen absichern. Die Investoren treten als Limited Partner (Kommanditisten) auf und haften bis zur Höhe ihrer Kapitaleinlage. Sie haben ein Mitspracherecht bei bedeutenden Entscheidungen, wie zum Beispiel einer vorzeitigen Auflösung oder Verlängerung der Limited Partnership.[89]

Da eine präzise Untersuchung der steuerlichen Konstruktion von Real Estate Opportunity Fonds aufgrund der Komplexität den Rahmen der Masterthesis sprengen würde, wird dieses Thema lediglich in Kurzform abgehandelt.

Um hohe Renditen erwirtschaften zu können, werden die Investmentvehikel stark steuerlich optimiert und auf die Investoreninteressen bezogen strukturiert und implementiert. Zumeist werden komplexe internationale Gesellschaftsstrukturen aufgebaut, wodurch die Gewinne nicht auf Unternehmensebene, sondern erst bei den Investoren besteuert werden. Der Sitz der Vehikel befindet sich demzufolge oft an internationalen Niedrigsteuerstandorten, in Europa beispielsweise in Luxemburg. Real Estate Opportunity Fonds nutzen somit Vorteile aus Doppelbesteuerungsabkommen durch ihr unreguliertes Handeln ausserhalb der jeweiligen nationalen Investmentgesetzgebung und –regulierung.[90]

---

[86] Vgl. Gondring; Zoller; Dinauer 2003, S. 433ff.
[87] Vgl. Rottke 2004, S. 106 und Bader 1996, S. 156
[88] Vgl. INREV 2006a, DatabaseQuery 08.05.2006, weitere Formen sind: BV, CV, FCP, PUT, SARL, SAS, SICAF und SICAV und Baum 2005, o.S.
[89] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 327
[90] Vgl. Ernst & Young 2006, S. 11ff.

2.3.3 Management Fees und Gewinnbeteiligung

Wie in 2.3.1 erläutert, wird das Fondsmanagement mit einer jährlichen Management Fee von 1 bis 2% auf das investierte Kapital entlöhnt. Die Management Fee dient dem Fonds vornehmlich zur Deckung der laufenden Kosten und ist daher leistungsunabhängig konstruiert.[91] Neben den Management Fees werden je nach Situation auch noch weitere Fees für Akquisition, Asset- und Propertymanagement und Financing verhandelt und variieren zwischen 0 und 300 Basispunkten.[92]

In Bezug auf die Gewinnbeteiligung haben sich verschiedenste Modelle etabliert. Üblicherweise ist der General Partner mit durchschnittlich 20% in Bezug auf den Nettogewinn ab erfüllter Zielrendite beteiligt.[93] Im Falle der Gewinnverteilung erhalten zuerst die Investoren ihr Kapital zurück und eine kumulative jährliche Vorzugsverzinsung von durchschnittlich 8 bis 12% IRR[94] (Hurdle Rate), worauf der Fonds einen Pauschalanteil erhält. Zur weiteren Erreichung der geplanten Zielrendite haben sich verschiedenste Formen von Wasserfallmodellen mit Nachholvereinbarungen (Catch-up) etabliert. Diese Vereinbarungen greifen ab dem Moment, wo der General Partner die Hurdle Rate überschreitet. Die ab dann generierten Gewinne werden dann nicht nach dem 80/20-Modell, sondern anreizfördernd zu einem veränderten Verhältnis von üblicherweise 50/50[95] bis zur Gewinnbeteiligung des General Partners von 20% verteilt. Mit Hilfe dieser Wasserfallmodelle soll der General Partner motiviert werden die geplante Zielrendite ab der Überschreitung der Hurdle Rate zu erfüllen.

Eine Studie von Aberdeen Property Investors (API) aus 2004 verdeutlicht eine gewisse Problematik, welche diese bei Real Estate Opportunity Fonds verbreiteten Fee- und Gewinnbeteiligungsmodelle (vgl. Abbildung 6) aus Investorensicht mit sich bringen.[96] In der Studie wird der Zusammenhang der durchschnittlichen Netto-IRR (Investorenebene) zu der durchschnittlichen Brutto-IRR (Fondsebene) untersucht (vgl. Abbildung 4). Es zeigt sich, dass Real Estate Opportunity Fonds im absoluten und differentiellen Vergleich des Zusammenhangs der Brutto- zur Nettorendite wesentlich höhere Fees und Gewinnmargen beanspruchen als Core(plus) Fonds und Value-added Fonds. Dies ist dann nicht weiter tragisch, wenn die geplanten Zielrenditen auch erreicht werden, da opportunistische Manager im Erfolgsfall auch hoch incentiviert werden sollten. Ist dies aber nicht der Fall und Real Estate Opportunity Fonds liegen mit ihren Netto-IRR lediglich im Bereich von Core(plus) Fonds oder Value-added Fonds (6 bis 14%), dann leistet der Investor einen vergleichsweise überproportionalen Anteil an Fees

[91] Vgl. Rottke 2004, S. 278
[92] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 332 und Erkenntnisse aus Expertengesprächen
[93] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 14. Der Median liegt bei 1.5%. Eine weitere Form der Entlohnung basiert auf investiertem Kapital. Diese liegt bei 0.5 bis 2% mit einem Median von 1.25%
[94] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 15. 55% der Fonds haben eine Hurdle Rate von 10%
[95] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 15. Die Gewinnbeteiligung liegt bei 70% der Fonds bei 15 bis 20% und bei 25% der Fonds bei 20 bis 40%
[96] Vgl. Astöm; Alvarez 2004, S. 11f.

und Gewinnmargen an den General Partner. Im Falle einer Unterperformance eines Real Estate Opportunity Fonds stellt sich für einen Investor somit die Frage, weshalb er nicht in eine der anderen beiden Anlageopportunitäten investiert, da diese aus seiner Sicht eine bessere Renditeeffizienz bei zudem geringerem Risiko aufweisen.

Abbildung 6: Absoluter und differentieller Zusammenhang Netto- und Brutto-IRR[97]

Dieser Interessenskonflikt wird derzeit von verschiedensten Marktbeobachtern kritisch beurteilt, zumal aktuelle Studien tendenziell aufzeigen, dass die Zielrenditen im Durchschnitt nicht erreicht werden (vgl. 3.2.4.). Lediglich Fonds im oberen Quartil konnten die Erwartungen erfüllen. Zudem ist zu beobachten, dass Real Estate Opportunity Fonds Schwierigkeiten haben, das in hoher Menge akquirierte Kapital zu investieren und nach Ablauf der Fondslaufzeit auch wieder zum gewünschten Preis zu devestieren, was als Indikator für zukünftige Unterperformance zu werten ist.[98]

2.3.4 Ausschüttungspolitik

Laufende Cashflow-Ausschüttungen erfolgen quartalsweise oder halbjährlich. Die Gewinnverteilung erfolgt entweder zum Zeitpunkt der Einzeltransaktionen oder zum Abschluss des Gesamtfonds. Oft wird der Gewinnanteil des General Partner bei einem Treuhänder (ascrow agent) verwahrt, bis bestimmte abschliessende Bedingungen erfüllt sind und damit ein Anreiz für den General Partner entsteht die geplante Fondslaufzeit einzuhalten.[99]

2.3.5 Reportingstandards

Dadurch, dass Real Estate Opportunity Fonds keinen Regulatorien unterliegen, gibt es auch keine einheitlichen Reportingstandards. Üblicherweise wird ein quartalsweises oder halbjährliches Reporting an die Investoren durchgeführt.[100] Die Rechnungslegung erfolgt i.d.R. nach internationalen Rechnungslegungsstandards wie US-GAAP und

[97] Vgl. Astöm; Alvarez 2004, S. 11f .
[98] Vgl. Oxford Property Consultants; Deloitte & Touch 2003 und Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 22ff. und Astöm; Alvarez 2004, S. 11f.
[99] Vgl. Expertengespräch 2006, k und Rottke 2004, S. 272
[100] Vgl. Ernst & Young 2005

IFRS durch externe Auditoren. Vermehrt werden externe Bewerter für die Bewertung der Beteiligungsobjekte während der Managementphase eingesetzt.[101] In aktuellen Publikationen wird zunehmend die Problematik der Intransparenz des Reportings von Real Estate Opportunity Fonds diskutiert. Kritisiert wird die oft undurchsichtige Darstellung der IRR-Performance auf Transaktions- und nicht auf Investorenebene, die oft intransparente Darstellung der effektiven Brutto- und Netto-IRR vor und nach Fees und Kosten und die fehlende Fair-Value-Bewertung auf Basis der aktuellen Marktsituation.[102] Des Weiteren wird festgestellt, dass einige Fondsmanager unzureichend über die voraussichtlichen Laufzeiten orientieren oder nachträglich höhere Risiken durch erhöhten Leverage oder ungeplante Projektrisiken eingehen, die ebenfalls Einfluss auf die Laufzeit und die Renditen haben.[103] Dem gegenüber steht die kritische Aussage der Fondsmanager, die unnötig steigende kosten- und zeitmässige Aufwände für Reporting bemängeln und einen zu hemmenden Einfluss auf das unternehmerische Handeln kritisieren.[104] Aufgrund der allgemein hohen Zunahme der indirekten privaten Anlagen und der damit entstehenden Bedürfnisse nach transparenten Fee- und Gewinnbeteiligungsstrukturen arbeitet das INREV vermehrt an der Entwicklung und Etablierung von einheitlichen Branchenstandards um eine bessere Vergleichbarkeit der Anlageprodukte zu erreichen.[105]

2.4 Wertschöpfung von Real Estate Opportunity Fonds

2.4.1 Erfolgsbeeinflussendes Marktumfeld

Real Estate Opportunity Fonds benötigen spezifische Marktumfelder, die möglichst optimale Rahmenbedingungen für opportunistische Investitionen liefern. Das Investitionsumfeld für erfolgreiche Investitionen verfügt aus Sicht eines Real Estate Opportunity Fonds über folgende fünf wichtigsten Kernattribute:

- **Richtiges Timing im Immobilienzyklus**

Die genaue Kenntnis der Kapital- und Immobilienzyklen und deren beeinflussenden Faktoren sowie das exakte Timing im Zyklus ist für Real Estate Opportunity Fonds von essentieller Bedeutung. Immobilienzyklen korrespondieren mit den allgemeinen gesamtkonjunkturellen Kapitalzyklen einer Marktregion und verlaufen zu diesen in der Regel leicht zeitversetzt, da Immobilienmärkte längere Bereitstellungsphasen (Time-Lags) aufweisen (vgl. Abbildung 6).[106] Die dadurch entstehenden zeitversetzten Hoch- und Tiefphasen können als zeitweilige Marktanomalien verstanden werden, da in diesen Phasen der Markt gegenüber dem langfristigen Durchschnitt über- oder

[101] Vgl. Expertengespräch 2006, a
[102] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 38
[103] Vgl. Aström; Alvares 2004, S. 18f.
[104] Vgl. Expertengespräch 2006, a
[105] Vgl. Euro Property 2006, S. 16f.
[106] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 369f.

unterbewertet ist.[107] Real Estate Opportunity Fonds suchen daher Zielmärkte, die sich in einer Tief- oder einer beginnenden Aufschwungphase befinden und folglich Potentiale für Preisabschläge beim Kauf und demnach Wertsteigerungspotentiale aufweisen. Nach einer gewissen Haltedauer erfolgt der Wiederverkauf mit entsprechenden Aufschlägen.

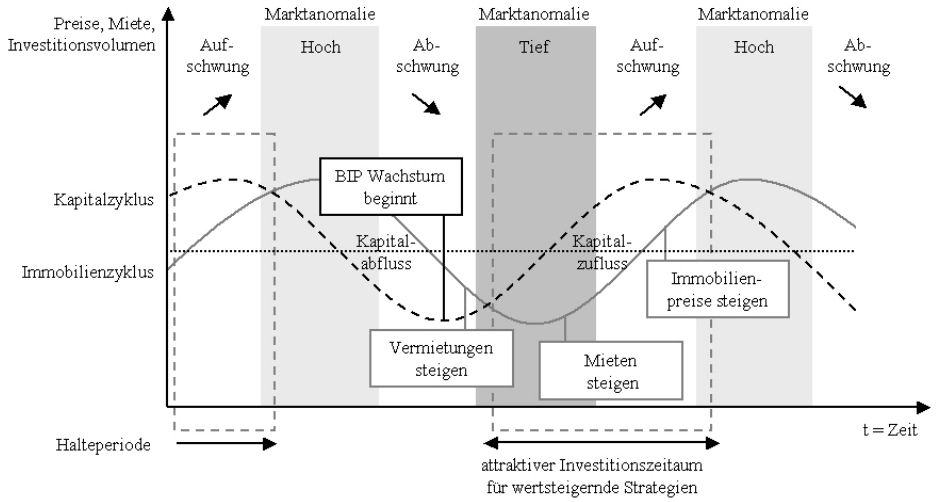


Abbildung 7: Zusammenhang von Kapital- und Immobilienzyklus[108]

- **Marktineffizienz**

Marktineffizienzen entstehen, wenn sich Angebot und Nachfrage nicht mehr treffen. Dies ist in rezessiven Wirtschaftslagen der Fall, wenn ein Kapitalabfluss aus dem Markt stattfindet und risikoaverse Bestandshalter-Immobilieninvestoren wegen der unstabilen Marktbedingungen nicht mehr investieren und ergänzend eine geringe Verfügbarkeit von Fremdkapital von finanzierenden Banken besteht. Diese Situation nutzen Real Estate Opportunity Fonds, indem sie mit hohem Risiko in den Markt einsteigen und Immobilien oder NPL-Portfolios mit grossen Abschlägen akquirieren, um sie nach einer gewissen Haltedauer mit aktivem Assetmanagement wieder für Bestandshalter-Immobilieninvestoren marktfähig zu machen. Sie nehmen somit die Rolle eines Market-Makers ein. [109]

- **Intransparenz**

Viele Real Estate Opportunity Fonds suchen explizit intransparente Marktsituationen, bei denen sie darauf spekulieren, dass sich der Markt während der Haltedauer entwickelt und nach Veräusserung durch einen neuen Investor mit einer geringeren Risikoprämie versehen wird. Dies kann sich auf regionale (z.B. EU-Beitrittskandidaten), sektorale (z.B. Health Care), funktionale (z.B. Re-Developments)

[107] Vgl. Meyer 2006, o.S.
[108] Eigene Darstellung in Anlehnung an Meyer 2006, o.S. und Holmann; Rottke 2006, S. 369f.
[109] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 369ff.

und strukturelle (z.B. intransparente komplexe Portfoliodeals) Marktsituationen beziehen.[110]

- **Hoher Yield-Gap**

Das Renditegefälle (Yield-Gap) beschreibt den Unterschied von risikolosen Anlagen (Staatsanleihen) zu risikoreichen Anlagen, in dem Fall Immobilienrenditen.[111] In Märkten, die einen hohen Yield-Gap aufweisen, sind die Kosten für Immobilienfinanzierungen niedrig und sie weisen daher Potentiale für die Realisierung des für Real Estate Opportunity Fonds wichtigen Leverage-Effektes (vgl. 2.4.3) auf.

- **Einmaleffekte**

Ergänzend zu den vorgängig erwähnten Marktumfeldattributen treten Real Estate Opportunity Fonds in Marktsituationen ein, die durch Einmaleffekte geprägt sind. Diese treten zyklusunabhängig auf und bestimmen das Marktverhalten für einen meist abgeschlossenen Zeitraum. Beispielhaft für einen solchen Einmaleffekt ist die in den nächsten Jahren erwartete Einführung von REITs in Deutschland, welche eine ideale Exitgrundlage für Real Estate Opportunity Fonds liefert.

2.4.2 Investitionsspektrum

Das Investitionsspektrum von Real Estate Opportunity Fonds ist bedingt durch ihre flexible, unternehmerbezogene Investmentkultur äusserst vielfältig. Das Spektrum kann im Wesentlichen wie folgt segmentiert werden:[112]

- Regional (Global, Kontinente, Wirtschaftsräume, Länder , Regionen, Städte)
- Sektoral (Büro, Industrie, Handel, Wohnen, Hotel, Infrastruktur, Sondernutzung)
- Funktional (Bestände, Re-Developments, Land, Unternehmen, NPLs)
- Strukturell (Einzelobjekte, Portfoliokäufe, Big Tickets, Delistings)

Es ist festzustellen, dass mit zunehmender Grösse der Fonds auch die Breite des Investitionsspektrums zunimmt. Dies gilt im Speziellen für grosse Fonds von vornehmlich Investmentbanken, die global tätig sind und zudem in nahezu alle Investitionssegmente gleichzeitig investieren. Dem gegenüber stehen mittlere Fonds und kleinere Fonds, die zumeist in fokussiertere Marktregionen und spezifische Einzelsegmente investieren.[113]

[110] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 369ff. und Goodchild 2006, S. 60
[111] Vgl. Goodchild 2006, S. 60
[112] Vgl. Rottke 2004, S. 42f.
[113] Vgl. Expertengespräch 2006, g

2.4.3 Aktive und passive Investmentstrategien

Die Investmentstrategien von Real Estate Opportunity Fonds sind stark wertänderungsorientiert, da durchschnittlich 85% des Gewinns aus der Wertsteigerung der Investition erwirtschaftet wird.[114] Generell lassen sich zwei Hauptstrategien unterscheiden. Zum einen existieren passive Investmentstrategien, die vor allem zeitpunktbezogen im Immobilienzyklus Wertschöpfung durch Ab- und Aufschlaggeschäfte in Verbindung mit Finanzmanagement generieren, und zum anderen aktive Investmentstrategien, die zeitraumbezogen mit zusätzlichem aktivem Immobilienmanagement Wertschöpfung betreiben (vgl. Abbildung 6).[115]

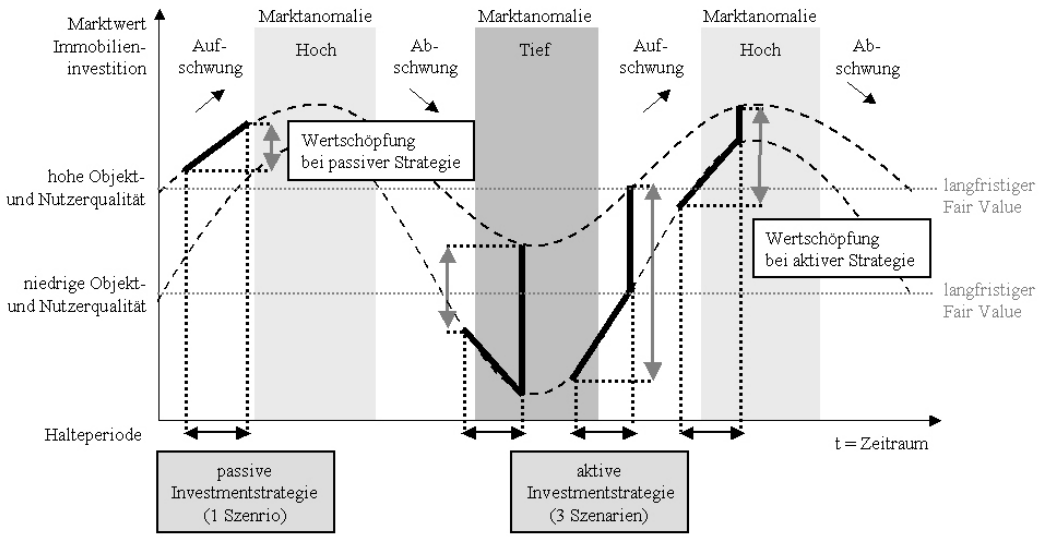


Abbildung 8: Passive und aktive Investmentstrategien im Immobilienzyklus[116]

- **Passive Investmentstrategien**

Bei passiven Investmentstrategien fokussieren sich Real Estate Opportunity Fonds vornehmlich auf die Immobilienzyklusentwicklung und das Finanzmanagement. Gemäss dem Prinzip „buy low, sell high“ werden so genannte Leveraged Buy-out-Investitionen in Einzelobjekte, Portfolios, Unternehmen und NPLs mit Abschlägen getätigt, um diese nach einer gewissen Haltedauer mit Aufschlägen wieder zu verkaufen. Dabei werden mittel- bis hochwertige, stabilisierte Immobilien mit hohen laufenden Cashflows unter Marktwerten akquiriert. Vor allem bei grossen Portfoliotransaktionen ist diese Strategie effektiv. Fonds kaufen große Immobilien- oder NPL-Portfolios in Paketen mit Abschlägen zu Einzelmarktpreisen ein und verkaufen diese zu höheren Einzelpreisen weiter. Diese Strategie wird vor allem von grossen Fonds von Investmentbanken praktiziert, da diese über einen grossen Kundenkreis verfügen, um die Einzelobjekte wieder zu veräussern.[117] Attraktive Abschläge auf

[114] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 371
[115] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 371ff.
[116] Eigene Darstellung in Anlehnung an Meyer 2006, o.S. und Holmann; Rottke 2006, S. 369f.
[117] Vgl. Linneman; Ross 2002, S. 11f.

Marktwerte können zudem erzielt werden, wenn Immobilien aus Insolvenzverfahren und Zwangsversteigerungen gekauft werden können. Der Kauf von illiquiden privaten oder kotierten Unternehmen (Delistings) bietet ähnliche Abschlagspotentiale. Viele Fonds versuchen zudem Abschläge zum Marktpreis zu generieren, indem sie privat verhandelte Transaktionen, so genannte Off-Market-Deals, tätigen.[118] Im Speziellen Bereich der Off-Market-Deals sind vor allem Fonds erfolgreich, die exzellente Netzwerke haben, über eine Reputation als zahlungsfähiger Käufer verfügen und in der Lage sind, kreative Lösungen für komplizierte Übernahmestrukturen zu entwickeln, die nur wenige Investoren tätigen können.[119]

Eine zusätzliche Wertschöpfung wird mittels Finanzmanagement (Financial Engineering) durch einen maximiert hohen, günstig verhandelten Fremdkapitalanteil erzielt. Hierbei spielt im Besonderen die Fähigkeit des Fondsmanagements, günstige Konditionen und Beleihungshöhen bei den finanzierenden Banken auszuhandeln, eine wichtige Rolle. Der daraus entstehende hohe Leverage-Effekt kann je nach realisiertem Renditegefälle von Fremdfinanzierung zu Immobilienrendite bis zu über 50% auf die IRR ausmachen.[120] Der vorgängig beschriebene Leverage-Effekt erklärt den funktionalen Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Eigenkapitalrendite. Mit zunehmendem Verschuldungsgrad v (v = FK/EK) kann die Eigenkapitalrendite rEK zunehmend erhöht werden, solange die Gesamtkapitalrentabilität rGK grösser ist als der Fremdkapitalzinssatz i.[121] Dieser positive Effekt, der auch als Leverage-Chance bezeichnet wird, ist in der folgenden Formel verdeutlicht:

$$r_{EK} = r_{GK} + v\,(r_{GK} - i)$$

Fällt jedoch die Gesamtkapitalrentabilität unter den Fremdkapitalzinssatz, sinkt die Eigenkapitalrentabilität mit steigendem Verschuldungsgrad. Ab dem Moment spricht man auch von einem Leverage-Risiko. Die erzielbare Gesamtkapitalrentabilität ist somit mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, so dass mit zunehmender Verschuldung die Volatilität der Eigenkapitalrendite und somit das Risiko auf das Eigenkapital steigt.[122] Zur Reduktion dieses Risikos schützen sich Real Estate Opportunity Fonds ganz oder teilweise mit Zinsabsicherungsderivaten, die aber entsprechende Kosten generieren.[123]

[118] Vgl. Luski 2001, S. 2
[119] Vgl. Expertengespräch 2006, a
[120] Vgl. Rottke 2004, S. 145
[121] Vgl. Maier, 2004, S. 285f.
[122] Vgl. Maier, 2004, S. 286
[123] Vgl. Expertengespräch 2006, f

- **Aktive Investmentstrategien**

Bei aktiven Investmentstrategien wird zusätzlich zur Ausschöpfung der Marktzyklen der Wert der Immobilieninvestition durch aktives Assetmanagement erhöht. Dies erfolgt entweder durch beteiligte lokale Partner oder durch integrierte, lokal tätige Assetmanager.[124] Aktive Investmentstrategien bieten je nach Position im Immobilienzyklus beträchtliche Wertveränderungspotentiale (vgl. Abbildung 7). Vor allem in Abschwung- und Tiefphasen des Immobilienzyklus divergiert die Preisdifferenz zwischen Immobilien mit hoher und niedriger Objekt- und Nutzerqualität viel stärker als in Hochphasen. Dies ist deshalb der Fall, weil in Tiefphasen suboptimale Immobilien aufgrund des Angebotsüberhangs am Gesamtmarkt und ihrer kumulierten Defizite zu hohen Abschlägen verkauft werden. Hinzu kommt, dass aktive Investmentstrategien ein grösseres Handlungszeitfenster als bei rein passiven Investmentstrategien eröffnen, da Objekte bereits im Abschwung vor dem Tief akquiriert und sogar über das Hoch hinaus verkauft werden können.[125]

Die wesentlichen Wertschöpfungspotentiale im Assetmanagement können durch Development, Re-Development und Performancemanagement realisiert werden. Developments erfolgen entweder in Form von Grundstücksentwicklungen oder Neubau von Objekten. Sie sind wegen der hohen Unsicherheiten im Projektverlauf sehr risikoreich, beinhalten aber attraktive Wertsteigerungspotentiale. In der Regel wird mit externen Projektentwicklern zusammengearbeitet, da diese die lokalen Markt- und Zeitrisiken einschätzen können und die komplexen Prozesse beherrschen. Bei Re-Developments werden bestehende Objekte mit geringen Objekt- und Nutzerqualitäten wieder marktfähig gemacht. Hierbei werden Objekte in schlechtem Zustand mit hohen Leerständen und Renovierungsstau mit Abschlägen erworben und nach Abschluss der Renovierung, Sanierung oder Revitalisierung wieder an bisherige oder neue Mieter vermietet oder im Wohnsektor an die Mieter verkauft.[126] Diese Strategie bietet grosse Wertsteigerungspotentiale bei vergleichsweise überschaubaren technischen und mietmarktspezifischen Risiken. Zudem sind der Zeithorizont und das Planungsrisiko geringer als bei Developments.[127] Beim Performancemanagement wird die Kosten- und Ertragssituation der akquirierten Immobilien optimiert. Es wird versucht auf der Ertragsseite durch aktives Mieter- und Vertragsmanagement die Erlöse zu erhöhen. Allfällige Leerstände werden reduziert, niedrige Mieten auf Marktniveau angepasst und langfristige Mietverträge mit Mietern hoher Bonität verhandelt. Kostenseitig werden sämtliche Ausgaben im Bereich des kaufmännischen, technischen und infrastrukturellen Facilitymanagement optimiert. Alle Massnahmen führen in der Summe zu einer höheren Neubewertung der Immobilien, was einen Verkauf mit Aufschlägen

[124] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 373f
[125] Vgl. Expertengespräch 2006, j
[126] Vgl. Expertengespräch 2006, j
[127] Vgl. Linneman; Ross 2002, S. 12

ermöglicht.[128] Ein nicht unwichtiger ergänzender Wertsteigerungsfaktor ist das laufende Finanzmanagement während der Haltedauer. Hier werden teilweise Kreditkonditionen neu verhandelt, Leverages aufgrund gestiegener Cashflows erhöht und allenfalls Forderungen als Mietzahlungen mittels Asset Backed Securities (ABS) am Kapitalmarkt verbrieft.[129]

Abschliessend lässt sich feststellen, dass Real Estate Opportunity Fonds je nach Situation aktive oder passive Investmentstrategien verwenden oder diese miteinander kombinieren. Die Basis einer jeden Wertsteigerungsstrategie ist allerdings immer das Financial Engineering mit bestmöglicher Nutzung des Leverage-Effektes.

2.4.4 Exitstrategien

Für Real Estate Opportunity Fonds steht am Ende eines jeden Wertsteigerungsprozesses der geplante Exit, um die Gewinnmitnahme realisieren zu können. Im folgenden Abschnitt werden die wichtigsten Exitstrategien dargestellt.[130]

Eine wichtige Vorgehensweise bildet der Einzel- oder Kleinportfolioverkauf. Hier werden die mit Abschlägen akquirierten Grossportfolios nach ihrer Haltedauer an Finanz- oder Privatinvestoren mit Gewinn veräussert. Bei grösseren Portfolioverkäufen umgeht der Verkäufer die hohen Kosten und Zeitaufwände des Einzelverkaufs, muss aber damit rechnen, dass auch er einen gewissen Abschlag in Kauf nehmen muss. Eine weitere Exitstrategie bildet die Fusion. Hier werden erworbene Unternehmensanteile mit anderen sich ergänzenden Unternehmen fusioniert. Eine ebenfalls verbreitete Exitstrategie ist der Börsengang (Going Public). Dieser erfolgt entweder durch die Kotierung als Immobilien AG oder als REIT. Vor allem in Deutschland gehen viele Real Estate Opportunity Fonds davon aus, dass sie sich dieses Exitkanals aufgrund der bevorstehenden REIT-Zulassung bedienen können. Eine letzte Exitmöglichkeit ist die Liquidation und Abschreibung. Dieser Fall kommt sowohl bei Delistings von kotierten Immobilienunternehmen zum Einsatz, aber auch bei gescheiterten Investitionen, wo versucht wird, die Verluste zu minimieren.

2.4.5 Wertschöpfungskette und Aktivitäten

Als Wertschöpfung wird „der Prozess des Schaffens von Mehrwert durch Bearbeitung“ bezeichnet (vgl. Müller-Stewens; Lechner, 2005, S. 369). Der geschaffene Mehrwert ist somit Resultat einer Eigenleistung eines Unternehmens, der aus einer Differenz der Abgabeleistung und der Vorleistung resultiert. Die Differenz, also der geschaffene

[128] Vgl. Holzmann; Rottke 2006, S. 374
[129] Vgl. Holmann; Rottke 2006, S. 374 und Expertengespräch 2006, k
[130] Vgl. Rottke 2004, S. 114ff.

Mehrwert, wird somit zum Einkommen und nach Abzug der eigenen Aufwände und Kosten zum Gewinn der Unternehmung.[131]

Aufbauend auf dem Wertschöpfungsansatz wurde seitens Porter die Wert(schöpfungs)kette (Value Chain)[132] entwickelt, welche eine Unternehmung in primäre und unterstützende Aktivitäten unterteilt. Die primären Aktivitäten stellen die Wertschöpfungskette, aufgeteilt in einzelne Wertschöpfungsstufen, von Beginn bis zum Ende dar. Unterstützende Aktivitäten sind Prozesse, die den Wertschöpfungsprozess der primären Aktivitäten begleiten. Durch die Analyse der primären und unterstützenden Aktivitäten im Rahmen der Wertschöpfungskette besteht die Möglichkeit die Stärken und Schwächen eines Unternehmens im Bezug auf den Kundennutzen im Vergleich zum Wettbewerb zu identifizieren.[133] Der Ansatz von Porter, der sich ursprünglich auf warenproduzierende Unternehmen bezog, wird im Weiteren auf das Konzept des Real Estate Opportunity Fonds als General Partner für Investoren übertragen (vgl. Tabelle 3).

		Interne Aktivitäten	Externe Aktivitäten
Unterstützende Aktivitäten	Unternehmensführung Human Resource Management Technologieentwicklung Beschaffung	Strategie, Führung, Finanzen, Organisation Rekrutierung, Entwicklung, Beteiligung Measurement, Monitoring, Reporting Networking, Outsourcing, Koordinierung	FiBu, Audit, IT, Office, Facilities Executive Search, Ausbildung, Coaching Grundlagenbeschaffung, Reporting Finance, Legal, Technical, Tax, Sonstige

Investmentstrategie

Primäre Aktivitäten	Investment-produktentwicklung *(Productdevelopment)*	Investoren-akquisition *(Fundraising)*	Investment-akquisition *(Deal Flow)*	Investment-prüfung und Abschluss *(Due Dilligence, Negotiation, Closing)*	Management und Wert-steigerung *(Management, Value-enhancement)*	Exit und Gewinn-verwendung *(Exit, Return Capital)*
Interne Aktivitäten	▪ Analyse Investoren-anforderungen ▪ Erstellung Markt- und Wettbewerbs-analyse ▪ Know-how Transfer aus bisherigen Fonds ▪ Entwicklung Investment-strategie und Fondsstruktur	▪ Fixierung Term-Sheets und Verträge mit allen Fondskonditionen ▪ Erstellung Investment-Doku ▪ Road Show bei Investoren ▪ Rundenweises Fundraising und Equity Committment	▪ Evaluation und Beauftragung Intermediäre und lokale Partner ▪ Aufbau Deal List inkl. Pre-DD und Struktur ▪ Vorbereitung Debt-Finanzierung ▪ Einbezug Advisory Board	▪ Erstellung der DD-Standards ▪ Beauftragung und Konsolidierung der DD-Berater ▪ Einbezug Invest-ment-Committee ▪ Verhandlung, Closing, Strukturier-ung ▪ Equity Investment, Debt-Finanzierung	▪ Aufbau Investment- und Finanz-management ▪ Beauftragung und Monitoring aktives Assetmanagement ▪ Reporting und Ausschüttung an Investoren ▪ Entwicklung der Exitszenarien	▪ Beauftragung Vendor-DD und Doku-Erstellung ▪ Indentifikation der Exitkanäle und Best-Owner ▪ Beauftragung Intermediäre ▪ Verhandlung und Closing ▪ Auflösung Fonds und Ausschüttung
Externe Aktivitäten	▪ Datenerhebung und -aufbereitung ▪ Unterstützung bei Spezialthemen in der Produkt-entwicklung	▪ Unterstützung bei Fundraising und Private Placements	▪ Unterstützung bei Assetakquisition und Debt-Finanzierung	▪ Durchführung DD gemäss Vorgaben ▪ Unterstützung bei Verhandlung, Closing und Strukturierung	▪ Durchführung Refinanzierung, Sekuritisierung ▪ Asset- und Propertymanage-ment und Exit-vorbereitung	▪ Durchführung Vendor DD ▪ Unterstützung bei beim Exit und Fondsauflösung
	Zuständige: Investorenvertreter, Verbände, Institute, Marktanalysten, Berater (Finance, Legal, Tax)	Zuständige: Banken, Investment-makler, Berater (Finance, Legal,Tax)	Zuständige: Lokale Partner, Makler, Banken, Berater (Finance, Legal, Technical, Tax)	Zuständige: Lokale Partner, Makler, Banken, Berater (Finance, Legal, Technical, Tax)	Zuständige: Lokale Partner, Developer, GU/TU, FM, Makler, Banken, Berater (Finance, Legal, Technical, Tax)	Zuständige: Lokale Partner, Makler, Banken, Berater (Finance, Legal, Technical, Tax)

Kosten | Gewinn

Tabelle 3: Wertschöpfungskette von Real Estate Opportunity Fonds[134]

[131] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 369f.

[132] Porter stellte 1985 in seinem Buch „Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance“ die Wertekette vor.

[133] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 217

[134] Eigene Darstellung in Anlehnung an Kraft 2001, S.94 und Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 217 und Rottke 2004, S. 122 und Rottke 2006, Expertengespräch

Übergeordnet zur Wertschöpfungskette stehen somit die bereits beschriebenen Investmentstrategien, die vom General Partner für den spezifischen Real Estate Opportunity Fonds entwickelt werden. An der gewählten Investmentstrategie (inkl. Exitstrategie) richten sich sämtliche primären und unterstützenden Aktivitäten aus.

Die primären Aktivitäten unterteilen sich in sieben einzelne Wertschöpfungsstufen, die im Weiteren kurz beschrieben werden.[135]

- **Investmentproduktentwicklung (Productdevelopment)**

Bei der Investmentproduktentwicklung werden die eigentliche Investmentstrategie und das Anlageprodukt in wirtschaftlicher, rechtlicher und organisatorischer Struktur entwickelt. Hierzu werden die Erfahrungen aus abgeschlossenen Fonds, Marktuntersuchungen und die Investorenanforderungen berücksichtigt. Alle Informationen fliessen dann in die Investorendokumentation.

- **Investorenakquisition (Fundraising)**

Eine sehr wichtige primäre Tätigkeit bildet das Fundraising, da hier die Investorengelder auf Basis der Investorendokumentation akquiriert werden. Diese Aufgabe erfolgt üblicherweise durch die Partner oder das Senior Management und bildet eine ihrer wichtigen Kernkompetenzen. Nach einer ersten, zweiten und allenfalls dritten Kapitalsammelrunde (Round) wird der Fonds geschlossen (Final Closing). Die Investoren haben nun ihr Kapital zu vereinbarten Konditionen für weitere Investitionen zugesagt (Committed Capital). Diese Phase nimmt üblicherweise neun bis zwölf Monate in Anspruch.

- **Investmentakquisition (Deal Flow)**

In einem nächsten Schritt werden unter Einbezug der bestehenden Netzwerke und Personen aus dem Advisory Board potentielle Investitionen identifiziert und im Rahmen einer Kurzüberprüfung (Pre Due Dilligence) auf Beteiligungswürdigkeit untersucht.

- **Investmentprüfung und -abschluss (Due Dilligence, Negotiation, Closing)**

Nach erfolgreicher Identifikation geeigneter Investments werden diese unter Einbezug von externen Spezialisten (Finance, Legal, Technical, Tax, Sonstige) einer umfänglichen Due Dilligence unterzogen und nach Abschluss dem Investment Committe zur Akquisition beantragt. Zum Abschluss wird mit dem Verkäufer die Deal-struktur (z.B. Asset- oder Sharedeal) fixiert, verhandelt und abgeschlossen (Negotiation, Closing). In dem Zusammenhang wird auch die notwendige Fremdfinanzierung mit den Banken verhandelt. Die gesamte Investmentperiode ab dem Fundraising beansprucht üblicherweise ca. ein bis drei Jahre und läuft parallel zu anderen Schritten in der Wertschöpfungskette.

[135] Vgl. Kraft 2001, S. 94 und Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 217 und Rottke 2004, S. 122 und Rottke 2006, Expertengespräch

- **Management und Wertsteigerung (Management, Value-Enhancement)**

In der Management- und Wertsteigerungsphase werden die Investitionen mittels aktivem Assetmanagement auf gewünschte Wertsteigerung gebracht. In dieser Phase sind vor allem die beteiligten lokalen Partner verantwortlich. Parallel erfolgen die Ausschüttungen und das Reporting an die Investoren. Je nach Grösse des Fonds wird die Performance durch paralleles Financial Management optimiert.

- **Exit und Gewinnverwendung (Exit, Return Capital)**

In dieser Phase werden die endgültigen Exitstrategien fixiert. Der abschliessende Exit erfolgt zumeist wieder unter Mithilfe des Netzwerkes des General Partner, dem Advisory Board, den lokalen Partnern und externen Beratern. Zur Optimierung der Preise und der Geschwindigkeit werden Käuferdokumentationen hergestellt. Üblicherweise wird für die Phase von Management, Wertsteigerung und Exit ein Zeitraum von drei bis sechs Jahren beansprucht.

- **Unterstützende Aktivitäten**

Die unterstützenden Aktivitäten bei Real Estate Opportunity Fonds unterscheiden sich in vier Aktivitätenbereiche. Die Unternehmensinfrastruktur bezeichnet Führung, Rechnungswesen, Finanzierung und Planung der Fondsmanagementgesellschaft. Das Human Resource Management übernimmt die Rekrutierung, das Training und die Entwicklung von Mitarbeitern. Unter der Technologieentwicklung wird das Measurement, Monitoring und Reporting subsumiert. Die Beschaffung fokussiert auf den Einkauf von externen Ressourcen, wie beispielsweise Makler-, Planungs- und Baudienstleistungen sowie Beratertätigkeiten in den Bereichen Recht, Finance, Steuern und Auditing.

3 Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt

„The market has matured and the opportunities to achieve the very high rates of return available in the 1990s and early 2000 are much more rare in today's enviornment" (Reilley, Head of JP Morgan Flemming's European fund management operation, in Euro Property 2005, S. 6).

3.1 Marktteilnehmer und Markteingrenzung

3.1.1 Fondsinitiatoren

Fondsinitiatoren (General Partner) von Real Estate Opportunity Fonds lassen sich im Wesentlichen nach folgenden Segmenten und Grössenordnungen ihrer aufgelegten Fonds gemäss folgender Matrix gliedern (vgl. Tabelle 4):[136]

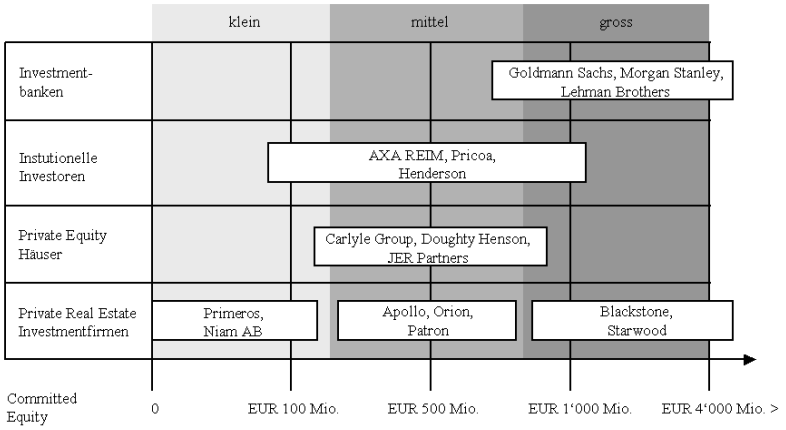


Tabelle 4: Initiatorensegmentierung von Real Estate Opportunity Fonds[137]

- **Investmentbanken**

Investmentbanken wie z.B. Morgan Stanley, Goldman Sachs und Lehman Brothers besitzen die längste Erfahrung im Management von Real Estate Opportunity Fonds und legen die grössten, meist globalen Fonds für institutionelle Investoren und HNWIs auf. Sie investieren in das gesamte Vierquadrantenmodell und fokussieren meist auf grossvolumige Abschlaggeschäfte, wo nur wenige Konkurrenten mitbieten. Sie investieren hohe Eigenkapitalanteile von 20 bis 30% (vgl. 2.3.1) und verfügen über ein weltweites Netzwerk von internen und externen Immobilienprofessionals, mit denen sie schnell in der Lage sind in allen Märkten zu arbeiten.

- **Institutionelle Investoren**

Institutionelle Investoren sind üblicherweise Banken, Versicherungen und Pensionskassen, die ihr internes Wissen aus den Bereichen Investment- und

[136] Vgl. Baum 2005b, o.S. und Rottke 2004 S. 88f. und Erkenntnisse aus Expertengesprächen
[137] Eigene Darstellung in Anlehnung an Murer 2003, S. 45f., Baum 2005b, o.S.

Assetmanagement eigener Immobilieninvestitionen in Form von Fonds für Dritte am Markt platzieren. Die vorgefundenen Fondsgrössen variieren stark von kleinen spezifischen regionalen oder sektoralen Fonds bis zu grossen globalen Fonds.

- **Private Equity Häuser**

Private Equity Häuser, wie z.B. Carlyle, Doughty Hanson und JER Partners kommen aus dem klassischen Geschäft mit Industry Private Equity und haben das Leveraged Buy out-(LBO-)Konzept und ihre Arbeitsweise auf Immobilien übertragen. Vor allem aufgrund der schwachen Performance in den Hightech-Märkten haben sich Private Equity Häuser in den letzten Jahren vermehrt im Immobilienmarkt betätigt. Sie legen zumeist Fonds mittlerer Grösse auf.

- **Private Real Estate Investmentfirmen**

Private Real Estate Investmentfirmen stellen mittlerweile eine breite Menge verschiedenster Anbietern. Solche Investmentfirmen befinden sich oft in vollständigem Besitz der Partner, die langjährige erfolgreiche Karrieren im Private-Equity-Bereich aufweisen. Neu eintretende kleinere Anbieter, wie z.B. NIAM und Primeros, sind zudem oft aus ehemaligen lokalen Partnern entstanden. Mittlere Anbieter, wie z.B. Apollo, Orion und Patron sind bereits langjährig etablierte Player, die vermehrt grössere Fonds auflegen. Wenige grosse Firmen, wie z.B. Blackstone und Starwood, legen bereits vergleichbare Fondgrössen wie Investmentbanken auf.

3.1.2 Markteingrenzung

Zur genauen Betrachtung des europäischen Marktes bedarf es einer vorgängigen Eingrenzung des Betrachtungsperimeters. Im Rahmen der Masterthesis erscheint eine Marktuntersuchung des europäischen Marktes auf der Ebene der EWR- und EFTA-Länder[138] sowie der EU-Beitrittskandidaten[139] als sinnvoll. Diese eher weit gefasste Betrachtung ist deshalb angebracht, da Real Estate Opportunity Fonds flexibel im gesamteuropäischen Raum investieren und zudem in den aufstrebenden osteuropäischen Wirtschaftsräumen aktiv sind.[140] Diese Segmentierung korrespondiert zudem mit den in der INREV-Datenbank genannten europäischen Zielregionen der enthaltenen Fonds.

[138] Vgl. o.V. 2006a, Website Wikipedia: Belgien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Island, Italien, Lettland, Liechtenstein, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Slowakei, Slowenien, Spanien, Tschechische Republik, Ungarn, Vereinigtes Königreich, Zypern

[139] Vgl. o.V. 2006a, Website Wikipedia: Albanien, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, Mazedonien, Montenegro, Rumänien, Serbien, Türkei

[140] Vgl. Baum 2005a, o.S.

3.2 Analyse des europäischen Marktes

3.2.1 Marktkapitalisierung und Marktentwicklung

Seit Initiierung der ersten Real Estate Opportunity Fonds durch Investoren aus den USA Ende der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts ist der Markt kontinuierlich gewachsen. Real Estate Opportunity Fonds konnten sich dadurch weltweit bis heute als gereiftes Investmentvehikel etablieren.[141] Die rasante Wachstumsentwicklung wird seit Mitte der 90er Jahre vor allem durch Fonds aus den USA vorangetrieben (vgl. Abbildung 10).

Gemäss einer aktuellen Studie von PCA unter 328 amerikanischen Fonds hatten Real Estate Opportunity Fonds seit 1995 bis 2005 eine durchschnittliche Jahreszuwachsrate von 23%, was in 2005 zu einer Gesamtmarktkapitalisierung von rund USD 160 Mrd. kumuliertem, zugesagtem Eigenkapital (Committed Equity) führte. Da mit grosser Wahrscheinlichkeit gewisse Fonds bereits abgeschlossen sind, ist schwer zu sagen, ob dies die effektive, aktuelle Marktkapitalisierung ist. Zudem handelt es sich um zugesagtes und nicht um investiertes Eigenkapital, was den Wert ebenfalls reduzieren kann.

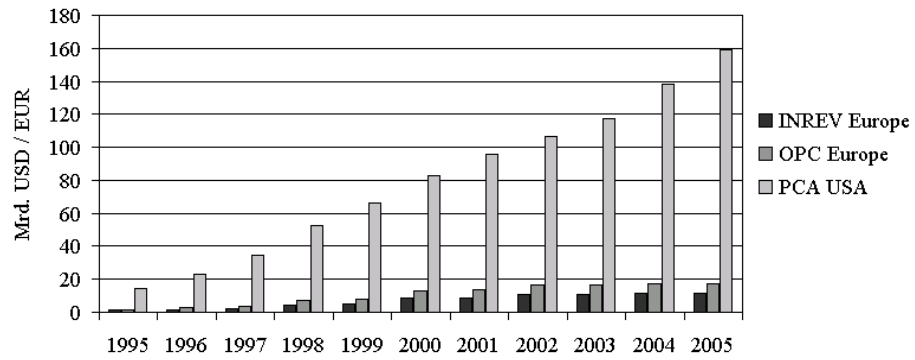


Abbildung 9: Kumuliertes Committed Equity 1995-2005[142]

In Europa war die Entwicklung sowohl relativ als auch absolut geringer. Gemäss Datenbankanalysen von INREV (06/2006) bestand für Real Estate Opportunity Fonds am europäischen Markt eine durchschnittliche Jahreszuwachsrate von 11%, so dass Ende 2005 ein Volumen von EUR 11 Mrd. zugesagtes Eigenkapital bestand. Da es sich bei den Daten der INREV-Datenbank nicht mit abschliessender Sicherheit bestimmen lässt, ob es sich um kumulierte Werte handelt, könnte die schwächere Entwicklung somit auch durch zwischenzeitlich erfolgte Fondsabschlüsse zu Stande gekommen sein. Die Bestimmung einer exakten Marktkapitalisierung ist somit sowohl in den USA als auch in Europa lediglich indikativ möglich. Was abschliessend durchaus für die Werte

[141] Vgl. Holzmann; Rottke 2005, S. 321ff. und Euro Property 2005, S. 15

[142] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 3 und INREV 2006a, DatabaseQuery 08.05.2006 und Oxford Property Consulants 2006, o.S.

spricht, ist der Graubereich nicht erfasster Fonds. Dies gilt im Speziellen für Fonds im europäischen Investmentmarkt. Bei einem Vergleich der Datenbank von INREV und OPC zeigt sich, dass OPC einige Real Estate Opportunity Fonds mehr führt, was zu einer höheren europäischen Marktkapitalisierung von rund EUR 18 Mrd. führt.

Vergleicht man die amerikanischen und europäischen Marktkapitalisierungen von Real Estate Opportunity Fonds auf Ende 2005 miteinander, lässt sich feststellen, dass die amerikanische Marktkapitalisierung nahezu die 10-fache Grösse der europäischen aufweist. Unklar bleibt bei diesem Vergleich, wie viele der Fonds von PCA ebenfalls in den Datenbanken von OPC und INREV vertreten sind. Insofern ist eine gewisse Datenredundanz nicht auszuschliessen.

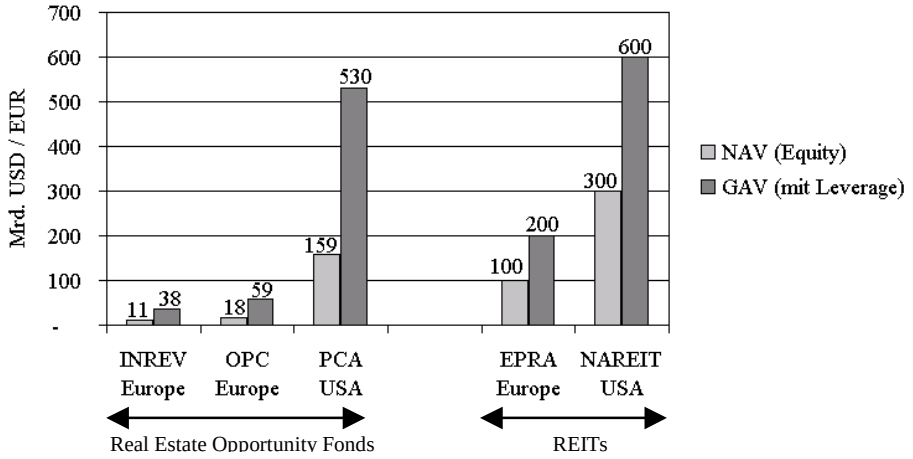


Abbildung 10: Marktkapitalisierung Real Estate Opportunity Fonds und REITs 2005[143]

Beim relativen Vergleich der Marktkapitalisierung von Real Estate Opportunity Fonds auf der Ebene des GAV (NAV mit 70% Leverage) mit den europäischen und den US-REITs (NAV mit 50% Leverage) zeigt sich das enorme Investitionsvolumen und somit auch die Kaufkraft dieser Vehikel. In den USA entspricht diese bereits mit USD 530 Mrd. nahezu der Grösse des NAREIT, der eine Marktkapitalisierung von USD 600 Mrd. aufweist. In Europa ist diese Tendenz etwas schwächer, entspricht die Marktkapitalisierung dort gemäss OPC mit EUR 59 Mrd. etwas mehr als einem Viertel der REIT-Marktkapitalisierung von EPRA.

3.2.2 Fondsgrössen und Investmentstrategien

Analog zum enormen Wachstum der Marktkapitalisierung haben entsprechend die durchschnittlichen Fondsgrössen zugenommen (vgl. Abbildung 11). Gemäss PCA haben sich diese seit 1995 bis 2004 von USD 95 Mrd. auf USD 500 Mrd. verfünffacht.

[143] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 3 und INREV 2006a, DatabaseQuery 08.05.2006 und Oxford Property Consulants 2006, o.S. und EPRA 2006 Websiteabfrage und NAREIT 2006 Websiteabfrage

Gemäss aktuellen Medienberichten ist allerdings davon auszugehen, dass dieser Wert aktuell bereits höher liegen dürfte.[144]

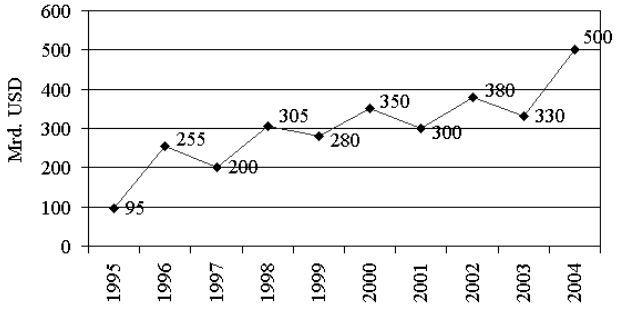


Abbildung 11: Entwicklung der Fondsgrössen 1995-2004[145]

Die Entwicklung der Fondsgrössen begründet sich zum einen aus dem allgemeinen starken Zulauf von Investoren auf Real Estate Opportunity Fonds, dem General Partner mit der Auflage immer grösserer Fonds nachkommen, und zum anderen aus der veränderten Vorgehensweise von Investoren bei der Verteilung ihrer Investitionen. Zwecks Reduktion von Verwaltungsaufwänden und Kosten wird vermehrt in grösseren Tranchen in wenige, vor allem grosse globale oder kontinentale, diversifizierte Fonds investiert als in viele kleine Fonds mit gleichem Diversifikationsergebnis und wesentlich mehr Aufwänden.[146]

3.2.3 Regionen und Sektoren

Der allgemeine Globalisierungstrend der Immobilienbranche findet sich im Speziellen beim Cross-Border-Anlageverhalten von Real Estate Opportunity Fonds wieder.[147] Aufgrund der ausgetrockneten, hochpreisigen amerikanischen Märkte wird vermehrt ins Ausland investiert und dies in den letzten Jahren vor allem in Europa und zunehmend in Asien (vgl. Abbildung 12). Im Vergleich von 2001 zu 2003 haben sich die Investitionen in Europa von 13% auf 31% erhöht und sich somit mehr als verdoppelt. Aktuelle Medienberichte sehen die weltweiten Cross-Border-Investitionen auch weiterhin steigend. Gemäss Lasalle Investment Management erhöhte sich in 2005 der Anteil der Cross-Border-Investitionen weltweit um 24%. Es wird zudem davon ausgegangen, dass sich dieser Trend auch zukünftig fortsetzen wird.

[144] Vgl. Pickard 2006, S. 4
[145] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 13
[146] Vgl. Expertengespräch 2006, a
[147] Vgl. Goodchild 2006, S. 19

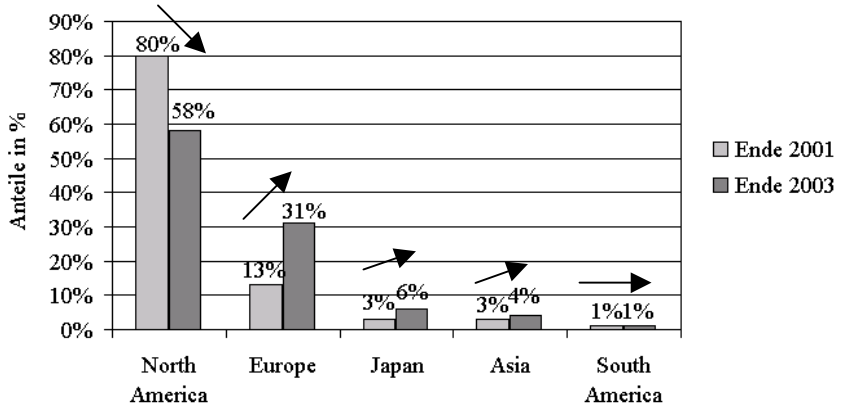


Abbildung 12: Veränderung der Cross-Border-Investitionen 2001-2003[148]

Untersucht man die Zielregionen der 63 Real Estate Opportunity Fonds (INREV) im europäischen Markt (vgl. Abbildung 13), zeigt sich, dass in den vergangenen zehn Jahren vor allem die klassischen grossen und liquiden Märkte (UK, Frankreich, Deutschland, Italien, Spanien) und die näheren, bereits etwas gefestigten osteuropäischen Märkte (Tschechien, Ungarn, Polen) Investitionszulauf von Real Estate Opportunity Fonds verzeichnen konnten. Vor allem UK war bisher stark im Fokus von Investoren, da 46% aller Fonds hier investiert haben. Diese Fokussierung auf die grossen liquiden Märkte begründete sich durch die Chance in den letzten Jahren unterbewertete Investitionen tätigen zu können, ohne hohe Exitrisiken eingehen zu müssen, da man in Märkten mit zumeist hoher Marktliquidität tätig war.[149]

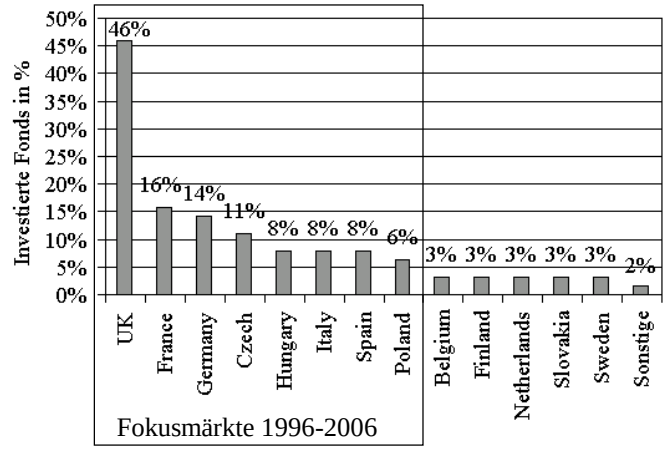


Abbildung 13: Anteil investierter Fonds nach europäischen Regionen 1996-2006[150]

Analysiert man die investierten Sektoren und Strukturen im Jahre 2003, so fällt auf, dass 64% der Investitionen in die klassischen Sektoren (Büro, Wohnen, Verkauf, Gewerbe) und 36% in Spezialsektoren und -strukturen (Spezialnutzungen, NPLs, Land, Sonstiges) getätigt wurden (Vgl. Abbildung 14). Dies ist insofern eine interessante

[148] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 9
[149] Vgl. Expertengespräch 2006, a
[150] Eigene Darstellung, vgl. INREV 2006a, DatabaseQuery 08.05.2006

Erkenntnis, als man in aktuellen Fachpublikationen von einem wesentlich risikoreicheren Investitionsspektrum bezüglich Sektoren und Strukturen bei Real Estate Opportunity Fonds spricht (vgl. 2.2.3).

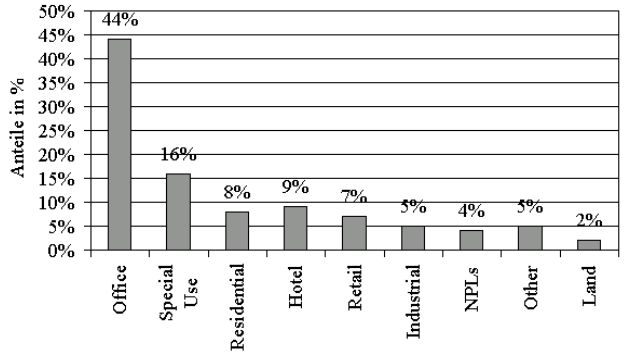


Abbildung 14: Investierte Sektoren und Strukturen 2003[151]

Untersucht man die Position der getätigten Investitionen im Immobilienlebenszyklus, lässt sich erkennen, dass 76% aller Investitionen in Bestandsobjekte mit über 60% Vermietung fliessen und lediglich mit 34% in risikoreichere Problemimmobilien, Re-Developments, Developments, Land und sonstige Objekte (vgl. Abbildung 15). Ähnlich wie bei den investierten Sektoren und Strukturen lässt sich bei den Investitionen im Immobilienlebenszyklus feststellen, dass in wenig risikoreiche Investitionsspektren investiert wurde (vgl. 2.2.3).

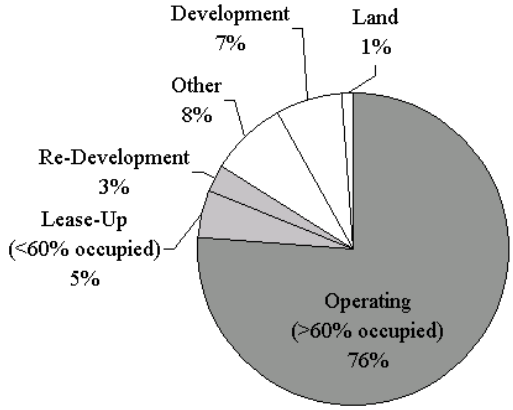


Abbildung 15: Investitionen nach Position im Immobilienlebenszyklus 2003[152]

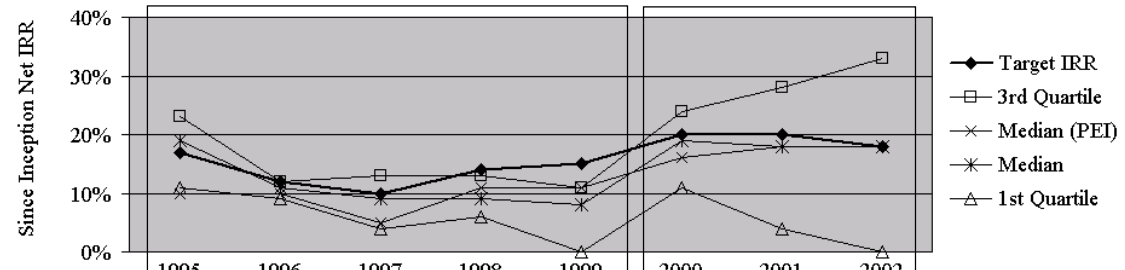
3.2.4 Performanceentwicklung

Aufgrund der nicht vorhandenen Regulierung und damit einhergehenden geringen Verfügbarkeit von Daten und der bislang geringen Anzahl abgeschlossener Fonds sind Aussagen zur Performanceentwicklung schwierig und bei jungen Fonds ab dem Jahr 2000 nur indikativ auf Basis geschätzter Abschlusswerte möglich.[153] Die derzeit

[151] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 10
[152] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 11
[153] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 23

umfangreichste Studie wurde von PCA unter 123 Real Estate Opportunity Fonds, die auch in Europa investierte Fonds beinhalten, erhoben und dokumentiert Performancedaten für den Zeitraum 1995 bis 2002. Weitere Performancedaten sind einer Studie von PEI (Private Equity Intelligence) aus 2006 zu entnehmen, die allerdings nur Mediandaten von REPE Fonds enthält und somit lediglich als Vergleichsgrösse beigezogen werden kann (vgl. Abbildung 16).

Die Studien zeigen, dass abgeschlossene Real Estate Opportunity Fonds bis 1999 tendenziell schwächer abgeschnitten haben, als prognostiziert wurde. Der Median lag ausser 1995 im Schnitt 1 bis 7% unter der Zielrendite (Net-IRR since interception), die je nach Jahrgang zwischen 10 und 17% lag. Lediglich die Fonds ab dem dritten Quartil konnten die Zielrendite abbilden oder in 1995 und 1997 überschreiten. Zudem lässt sich für die frühe Periode von 1995 bis 1999 feststellen, dass die Performance in allen Quartilen von 1995 bis 1999 sukzessive schlechter wurde und in 1999 auch zur höchsten Differenz von Zielrendite zu Median von minus 7% führte. Da die Werte für Fonds ab dem Einführungsjahr 2000 noch mit zu hohen Unsicherheiten behaftet sind, können diese nicht für eine sichere Aussage verwendet werden. Es wurde beobachtet, dass Fonds ab dem Jahrgang 2000 bereits Probleme in der Investmentphase hatten fristgerecht zu investieren und aktuell Schwierigkeiten haben ihre Assets zu den prognostizierten Werten zu veräussern. Gründe für die Exitverzögerungen werden in den zu hoch geschätzten Exitbewertungen gesehen, die an den aktuellen Märkten nicht realisiert werden können und die General Partner veranlassen mit dem Exit so lange zu warten, bis die gewünschten Werte erreicht werden können. Da der grösste Feind des IRR die Laufzeit ist, ist demzufolge fraglich, ob die prognostizierten Zielrenditen für Fonds ab ihrer Auflage in 2000 zukünftig auch erfüllt werden können.[154]



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Target IRR	17%	12%	10%	14%	15%	20%	20%	18%
3rd Quartile	23%	12%	13%	13%	11%	24%	28%	33%
Median (PEI)	10%	10%	5%	11%	11%	16%	18%	18%
Median	19%	11%	9%	9%	8%	19%	18%	18%
1st Quartile	11%	9%	4%	6%	0%	11%	4%	0%
	Hoher Abschlussrad					Geringer Abschlussgrad		

Abbildung 16: Netto-IRR-Performanceentwicklung 1995-2002[155]

[154] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 34ff.
[155] Eigene Darstellung in Anlehnung an Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 22 und Private Equity Intelligence 2006, S. 38

3.2.5 Aktuelle Trends im europäischen Investmentmarkt

Im Wesentlichen lässt sich eine Reihe wichtiger Trends für den europäischen Markt für Immobilieninvestments bestimmen, die das Verhalten von Real Estate Opportunity Fonds beeinflussen können. Im Folgenden seien die wichtigsten Trends kurz zusammengefasst.[156]

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass in den meisten europäischen Märkten das Marktumfeld einer positiven Wachstumsentwicklung (BIP) entgegengeht, was üblicherweise auch positiven Einfluss auf den Mietmarkt ausübt und zu nach wie vor adäquaten Renditen führt. Weiterhin werden grosse Allokationen von institutionellen Investoren in die Anlagekategorie Immobilien erwartet, was mit steigender Cross-Border-Aktivität der Investoren begleitet wird. Von dieser Entwicklung profitieren somit im Besonderen alle REITs, indirekte privaten Anlagen und unter anderem auch Real Estate Opportunity Fonds. Durch die höhere Liquidität am Investmentmarkt steigt der Wettbewerb um passende Investitionen weiter. Zur Deckung des Bedarfs werden neue Nischensektoren wie Gesundheit, Alterswohnen, Logistik, Hotels und neuerdings auch Infrastruktur erschlossen. Es wird davon ausgegangen, dass in dem starken Nachfrageumfeld weiterhin Unternehmen und öffentliche Eigentümer ihre privat und öffentlich gehaltenen Immobilienbestände mittels Sale-und-Lease-Back-Verträgen veräussern werden, da die Eigentumsquoten nach wie vor hoch sind und der Veräusserungszeitpunkt attraktiv ist. Dies gilt auch für deutsche offene Fonds, die bei gleichbleibenden Kapitalabflüssen weiterhin Immobilien veräussern werden. Durch die verstärkte Handelstätigkeit, die fortschreitende Professionalisierung der Marktteilnehmer und die Etablierung von Branchenstandards und Indizes werden die Märkte transparenter. Aufgrund der kontinuierlich fallenden Immobilienrenditen am Investmentmarkt, erzeugt durch steigende Kaufpreisvorstellungen der Verkäufer und den ansteigenden Fremdfinanzierungszinsen, schrumpft der für Real Estate Opportunity Fonds wichtige Yield-Gap in den etablierten Regionen und Sektoren. Die wahrscheinliche Einführung von REITs in UK und Deutschland und allenfalls weiteren EU-Ländern bildet zukünftig ein wichtiges Exitszenario für Real Estate Opportunity Fonds. Am Beispiel Deutschlands ist zudem zu beobachten, dass sich die bisherige Vorherrschaft von Fondsinitiatoren aus den USA und UK in den letzten zwei Jahren verändert hat, da zunehmend Investoren aus Europa, Australien, Kanada, Israel und anderen Ländern in den Markt eintreten.[157]

[156] Vgl. Bronda 2006, S. 59 und S. 79 und Thomas 2006b, S. 14f.
[157] Vgl. Atisreal 2006b, S. 7ff.

4 Hypothesen zur Branchenstruktur und zu kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds

„As the competition for investment opportunities pushes up overall pricing, it places more pressure on fund sponsors to add significant value during the operational phase of the investment cycle“ (Koster, Americas Leader of Real Estate Fund Services of Ernst & Young, in Ernst & Young 2005a, S. 1).

4.1 Modellgrundlagen und Untersuchungsdesign

4.1.1 Modellgrundlage der Branchenstruktur

Um ein umfassendes Verständnis der aktuellen Markt- und Wettbewerbsposition der General Partner von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt zu erhalten, bedarf es einer kurz- bis mittelfristigen (2006 bis 2010) Analyse der Branchenstruktur.[158] Eine längere Zeitraumbetrachtung wäre wegen der maximalen Vorhersagbarkeit von Kapital- und Immobilienmarktzyklen von drei bis fünf Jahren nicht weiter sinnvoll.[159] Zu diesem Zwecke wird als weitere Modellgrundlage zur Hypothesenaufstellung das klassische Fünf-Kräfte-Modell (five forces) von Porter auf Real Estate Opportunity Fonds angewendet (vgl. Abbildung 17). Das Fünf-Kräfte-Modell definiert die Position eines Unternehmens, in diesem Fall eines General Partner, im Kontext der einwirkenden externen Marktkräfte (Kunden, Wettbewerb, Lieferanten und Komplementäre). Auf Basis der Grundlagenermittlung werden vier Hypothesen zu je einer externen Marktkraft formuliert und mit Hilfe von Expertengesprächen überprüft (vgl. 4.1.5).

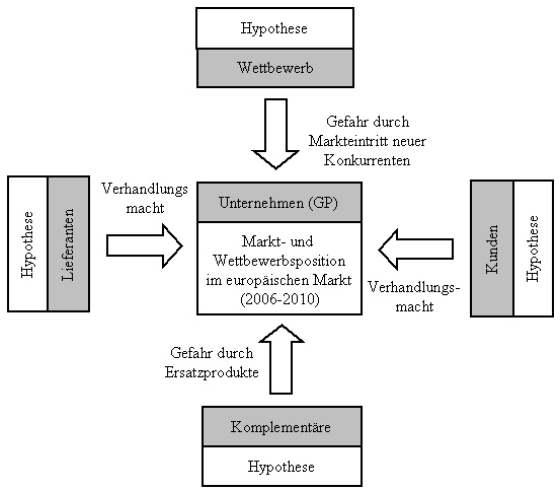


Abbildung 17: Hypothesenmodell zur Branchenstruktur[160]

[158] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 197
[159] Vgl. Rottke 2006, Expertengespräch
[160] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 197

4.1.2 Begriffsdefinition der kritischen Erfolgsfaktoren

Allgemein wird unter Erfolg ein positives Ergebnis aus einer Bemühung verstanden. Im Unternehmenskontext ist Erfolg der Gewinn oder Verlust aus einer wirtschaftlichen Tätigkeit. Dies findet sich auch in dem betriebswirtschaftlichen Begriff der Gewinn- und Verlustrechnung wieder.[161]

Im Rahmen des strategischen Managements wirkt eine grosse Zahl unterschiedlichster Einflussfaktoren auf ein Unternehmen, die durch das Management nicht laufend erfasst und berücksichtigt werden können. Beim Konzept der KEF geht man von der Annahme aus, dass nur einige wenige Faktoren den langfristigen Unternehmenserfolg bestimmen. KEF können sich somit auf die internen Ressourcen und Fähigkeiten sowie die Markt- und Wettbewerbsposition eines Unternehmens beziehen.[162] Die Untersuchung von KEF kann zudem auf verschiedenen Stufen erfolgen. So können KEF von der Branchenebene über die Unternehmensebene bis zur Mitarbeiterebene differenziert untersucht werden. KEF sind oft subjektiv geprägt, da sie meistens qualitativ über Expertengespräche und Workshops und nur selten über statistische Methoden erhoben werden. Zudem sind sie nur auf einen gewissen Zeitraum bezogen anwendbar, da sich die ein Unternehmen betreffenden Einflussfaktoren stetig ändern. KEF müssen demzufolge in sinnvollen zeitlichen Abständen neu erhoben werden.[163] Da im strategischen Management die Anwendung des Modells der KEF einen wertvollen Beitrag zur Analyse der Wertschöpfungskette und somit den Einfluss der KEF auf den Unternehmenserfolg in den einzelnen Wertschöpfungsstufen liefert,[164] wird im Rahmen der Masterthesis dieser Ansatz auf die Wertschöpfungskette von Real Estate Opportunity Fonds übertragen.

4.1.3 Relevante Erfolgsdefinition für Real Estate Opportunity Fonds

Um die vorgängig beschriebenen KEF in möglichst effektiver Form identifizieren zu können, erfolgt an dieser Stelle eine unterstützende Definition des Erfolgsbegriffs aus Sicht eines General Partner, der im Interesse seiner Investoren tätig wird (vgl. 2.3.1). Gemäss den Erkenntnissen aus der Grundlagenermittlung wird folgende Erfolgsdefinition aufgestellt:

„Der Erfolg eines General Partner von Real Estate Opportunity Fonds ist bestimmt durch die bestmögliche Erfüllung der Investorenbedürfnisse bei gleichzeitiger Stärkung der eigenen langfristigen relativen Markt- und Wettbewerbsposition in der derzeit gegebenen Branchenstruktur.“

[161] Vgl. Meyers Grosses Taschenlexikon 1987, S. 210
[162] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 378
[163] Vgl. Kloess 1999, S. 116ff.
[164] Vgl. Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 377

4.1.4 Modellgrundlage der kritischen Erfolgsfaktoren

Aufbauend auf der Begriffsdefinition der KEF und der abgeleiteten Definition des Erfolgsbegriffs wird die bereits eingeführte Wertschöpfungskette (vgl. 2.4.5) als Modellgrundlage zur Hypothesenaufstellung eingeführt. Das Modell der Wertschöpfungskette bietet in dem Zusammenhang den Vorteil, dass der gesamte Wertschöpfungsprozess in einzelnen Stufen segmentiert dargestellt ist. Somit ist eine präzise tätigkeiten- und zeitpunktbezogene Identifikation der KEF möglich.

Es werden jeweils sieben Hypothesen zu den KEF von primären Aktivitäten und fünf Hypothesen zu unterstützenden Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette formuliert (vgl. Tabelle 5). Diese werden in einem abschliessenden Konsolidierungsprozess mengenmässig reduziert und zudem priorisiert (vgl. Tabelle 7). Um auch eine Aussagekraft des Einflusses auf Gesamtkosten[165] und -gewinn[166] auf Fondsebene ableiten zu können, wird der Einfluss in rein qualitativer Form (niedrig, mittel, hoch) für jede einzelne Wertschöpfungsstufe dargestellt.

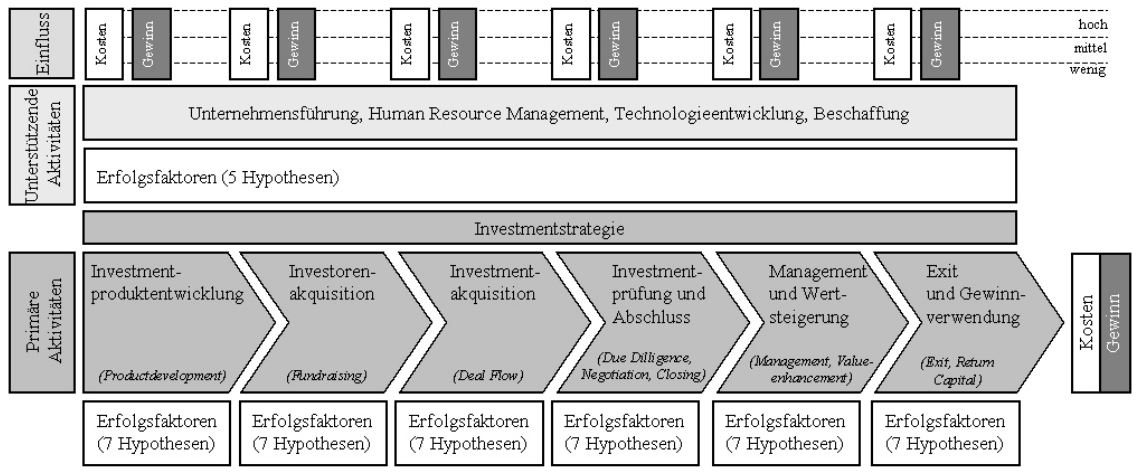


Tabelle 5: Hypothesenmodell zu KEF entlang der Wertschöpfungskette[167]

4.1.5 Hypothesenüberprüfung durch Expertengespräche

Zur Verifizierung der aufgestellten Hypothesen zur Branchenstruktur und den KEF von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt wurden teilstrukturierte Expertengespräche, gestützt auf ein Interviewleitfaden (vgl. Anhang Interviewleitfaden) mit offenen Fragestellungen, durchgeführt.[168] Teilstrukturierte Befragungen bieten den Vorteil, dass durch die offene Gesprächsführung erweiterte Antwortspielräume für den

[165] Kosten auf Fondsebene: Kosten für externe Berater, Akquisitionskosten, Transaktionskosten, Kosten für Asset- und Propertymanagement, Re-Development usw.
[166] Gewinn auf Fondsebene: Brutto-IRR vor Fees und Beteiligung des General Partners, vgl. 2.3.4
[167] Eigene Darstellung in Anlehnung an Kraft 2001, S. 94 und Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 217 und Rottke 2004, S. 122 und Rottke 2006, Expertengespräche
[168] Vgl. Atteslander 2006, S. 156f.

Befragten entstehen und somit die Erfassung sämtlicher persönlicher Erfahrungen über die gestellte Frage hinaus möglich wird. Zudem gestattet die offene Befragungsform die Beurteilung der Relevanz der Themengebiete. Demgegenüber stehen Nachteile, wie die stärkeren Befragteneinflüsse, der höhere Zeitaufwand und die schwierigere Auswertbarkeit durch die geringere Vergleichbarkeit der Aussagen.[169]

Den Gesprächspartnern wurde vor dem Interview der Leitfaden zur Vorbereitung zugestellt. Für die Gesprächsdauer wurden 45 bis 60 Minuten vorgesehen. Die Befragung erfolgte teilweise persönlich vor Ort, ansonsten mittels Telefoninterview. Die getätigten Aussagen wurden durch Handnotizen während des Interviews und anschliessende Protokolle dokumentiert.

Die ausgewählten Fachexperten repräsentieren einen Querschnitt durch alle Segmente der Fondsinitiatoren und -grössen und sind zu über zwei Drittel im mittleren und oberen Management ihres Unternehmens angesiedelt. Insgesamt wurden 15 Interviews geführt, davon zwei persönliche Interviews vor Ort. Vier der Interviews waren offene Expertengespräche, die ohne oder teilweise mit Leitfaden durchgeführt wurden, da es sich hierbei um Personen aus Forschung und Lehre, finanzierenden Banken und Research-Abteilungen von Investmentfirmen handelt.

Nr.	Expertengespräche (General Partner) mit Interviewleitfaden	Form	Datum	Dauer Min.	Position	Institution / Unternehmen	Land	Stadt
1	Bruce Bossom	Tel.	26.06.06	75	Partner, Managing Director	Orion Capital Managers	UK	London
2	Johan Eliason	Tel.	28.06.06	75	Associate	Niam AB (LP)	SWE	Stockholm
3	Paul Nieland	Tel.	29.06.06	40	Director	Primeros Property Fund GP	UKR	Kiew
4	Andrew Wood	Tel.	29.06.06	35	Chief Executive Offficer	Macquarie Global Property Advisors	UK	London
5	Florian Schäfer	Tel.	29.06.06	30	Associate	Blackstone Real Estate Advisors	UK	London
6	Max Natalini	Tel.	30.06.06	60	Senior Associate	Apollo Real Estate Advisors	UK	London
7	Willem de Geus	Tel.	30.06.06	60	Director	Morgan Stanley Real Estate	UK	London
8	Dan Meyer	vor Ort	02.07.06	60	Partner, Managing Director	RE-Invest	CH	Genf
9	Robert Hodges	Tel.	04.07.06	45	Partner, Managing Director	Carlyle Group	UK	London
10	Dr. Ulrich Weber	Tel.	05.07.06	40	Partner, Managing Director	Apellas Property Managememt GmbH (LP)	DE	Berlin
11	Claus Thomas	Tel.	10.07.06	75	Regional Director	Lasalle Investment Management	D	München
Nr.	**Expertengespräche ohne Interviewleitfaden**	**Form**	**Datum**	**Dauer Min.**	**Position**	**Institution / Unternehmen**	**Land**	**Stadt**
12	Prof. Dr. Nico Rottke	vor Ort	15.06.06	120	Juniorprofessor Real Estate Investment Banking	European Business School (EBS)	DE	Oestrich-Winkel
13	Max Beekmann	Tel.	27.06.06	15	Associate	TMW-Pramerica	DE	München
14	Thomas Jebsen	Tel.	06.07.06	40	Director	Hypovereinsbank	DE	München
15	Oliver Hofmann	Tel.	07.07.06	40	Director	UBS Real Estate & Financial Advisory	CH	Zürich

Lokaler Partner (LP)
Deutschland (DE), Schweden (SWE), Schweiz (CH), Ukraine (UKR), United Kingdom (UK)

Tabelle 6: Interviewpartner Expertengespräche[170]

[169] Vgl. Atteslander 2006, S. 156f.
[170] Eigene Darstellung, Interviewpartner geordnet nach Datum der Befragung

4.2 Formulierung von Hypothesen

4.2.1 Hypothesen zur Branchenstruktur des europäischen Marktes

Gemäss dem vorgestellten Untersuchungsdesign werden vier Hypothesen (vgl. Tabelle 5) zur Branchenstruktur auf Basis der Grundlagenermittlung und der Marktuntersuchung (Kapitel 2 und 3) hergeleitet.

- **Kunden**

Da Real Estate Opportunity Fonds trotz der hohen Kapitalzuströme zunehmend der Problematik der Erreichung der Zielrenditen (Netto IRR) in Verbindung mit transparenten Beteiligungs- und Fee-Strukturen und Reportingstandards ausgesetzt sind, wird folgende Hypothese formuliert:

Hypothese: *Die Anforderungen von Investoren an Renditeerfüllung, Transparenz und Optimierung der Beteiligungs- und Fee-Strukturen und Reportingstandards wachsen, was zu einer leicht steigenden Verhandlungsmacht auf Kundenseite führt.*

- **Wettbewerb**

Aufgrund der konstanten Kapitalzuströme in Real Estate Opportunity Fonds und der hohen Marktattraktivität aus Initiatorensicht wird folgende Hypothese formuliert:

Hypothese: *In den Markt für General Partner werden vermehrt neue Marktteilnehmer eintreten, was zu einer leicht steigenden Gefahr durch zunehmenden Wettbewerb führt.*

- **Lieferanten**

Da Lieferanten von Real Estate Opportunity Fonds vornehmlich Verkäufer von Beteiligungsobjekten und Banken für Fremdkapital zu deren Finanzierung darstellen, kann aufgrund des hohen Wettbewerbs und der aktuell steigenden Zinsen für Fremdfinanzierung folgende Hypothese mit Fokussierung auf den Transaktionsmarkt formuliert werden:

Hypothese: *Der Markt für opportunistische Investitionen ist steigendem Wettbewerb ausgesetzt, was zu einer stärkeren Verhandlungsmacht auf Seiten der Anbieter von geeigneten Beteiligungsobjekten führt.*

- **Komplementäre**

Aufgrund der strukturellen Vergleichbarkeit von Real Estate Opportunity Fonds zu anderen hochverzinslichen Alternativanlagen ausserhalb der Anlageklasse Real Estate (z.B. Industry Private Equity und Hedge Fonds) und der vermuteten zunehmenden Renditeunsicherheit lässt sich folgende Hypothese formulieren:

Hypothese: *Hochverzinsliche Alternativanlagen mit vergleichbaren Produktattributen in Bezug auf Investmentstrategie, Rendite-Risiko-Profil und Laufzeit können Real Estate Opportunity Fonds vermehrt ersetzen.*

4.2.2 Hypothesen zu kritischen Erfolgsfaktoren in der Wertschöpfungskette

Die Hypothesen zu den KEF für die primären und sekundären Aktivitäten werden ebenfalls, wie die zur Brachenstruktur, auf Basis der Grundlagenermittlung und der Marktuntersuchung (vgl. Kapitel 2 und 3) hergeleitet. Zu jeder Wertschöpfungsstufe der primären Aktivitäten werden jeweils sieben Hypothesen im Sinne vorformulierter KEF aufgestellt. Zu den unterstützenden Aktivitäten werden fünf Hypothesen formuliert (vgl. Tabelle 5). Aufgrund der grossen Menge der Hypothesen und ihrer selbsterklärenden Qualität wird auf eine spezifische Erläuterung an dieser Stelle verzichtet.

- **Hypothesen zu KEF – *Investmentproduktentwicklung***

1. *Langjährige Erfahrung in REPE Produktentwicklung*
2. *Interne Produktentwicklung*
3. *Einbezug von Investorenanforderungen*
4. *Entwicklung von verschiedenen Investitionsszenarios*
5. *Einbezug von lokalen Partnern*
6. *Einbezug externer Spezialisten für Spezialthemen*
7. *Vorhandene Watchlist geplanter Investitionen*

- **Hypothesen zu KEF – *Investorenakquisition***

1. *Vorhandener Track-Record (3. Quartil)*
2. *Etabliertes Investorennetzwerk*
3. *Reputation und positives Image*
4. *Hohe Managementbeteiligung*
5. *Risikoadjustierte IRR- und Laufzeitprognosen*
6. *Adäquate Management Fees und Gewinnbeteiligungen*
7. *Nachvollziehbarer und robuster Investitionsprozess*

- **Hypothesen zu KEF – *Investmentakquisition***

1. *Netzwerk zu lokalen Partnern und Dienstleistern*
2. *Fokussierung auf grosse Deals mit Wertpotentialen*
3. *Fokussierung auf komplexe Investitionen mit wenig Konkurrenz*
4. *Akquisition günstigster Debt-Finanzierung*
5. *Lokal involviertes Akquisitionssteam*
6. *Nutzung aller Akquisitionskanäle*
7. *Strukturierter Identifikationsprozess*

- **Hypothesen zu KEF – *Investmentprüfung und Abschluss***

1. *Identifikation der relevanten Risiken und Potentiale*
2. *Schnelle Verhandlung und Closing*
3. *Einbezug hochqualifizierter externer DD-Berater*
4. *Standardisierte DD-Prozesse*
5. *Enge Zusammenarbeit mit externen DD-Beratern*
6. *Interne DD-Konsolidierung zur Risikominimierung*
7. *Optimale Strukturierung des Investition*

- **Hypothesen zu KEF – *Management und Wertsteigerung***

1. *Aktives Assetmanagement und Re-Development*
2. *Hochqualifizierte lokale Partner und Dienstleister*
3. *Fortlaufendes Financial Management*
4. *Ausschluss von double promotes durch Integration lokaler Partner*
5. *Monitoring und Reporting der Wertentwicklung*
6. *Proaktive Vorbereitung Exit*
7. *Networking mit Stakeholdern*

- **Hypothesen zu KEF – *Exit und Gewinnnverwendung***

1. *Aufbau und Verfolgung paralleler Exitstrategien*
2. *Aktiver Einbezug lokaler Partner*
3. *Frühe Kontakte zu Best-Ownern*
4. *Vorbereitete Vendor DD und Investoren-Dokumentation*
5. *Schnelle Verhandlung und Closing*
6. *Bindung der Gewinne für neue Anlageprodukte*
7. *Knowledge-Management für neue Produkte*

- **Hypothesen zu KEF – *Unterstützende Aktivitäten***

1. *Management mit Track-Record im Bereich Real Estate Private Equity Fonds*
2. *Flache Hierarchien unter Einsatz von Prozessorganisationen*
3. *Hochqualifizierte Investment- und Assetmanager, über Gewinn incentiviert*
4. *Innovative Produktentwicklung, transparente und adäquate Reportingstandards*
5. *Internationales Netzwerk zu Finanz- und Assetmärkten, Partnern und Dienstleistern*

- **Hypothesen zum Einfluss von Kosten und Gewinn**

Da die hypothesenhafte Einteilung der Beeinflussung von Gesamtkosten und -gewinn auf Fondsebene jeder einzelner Werstschöpfungsstufe grösstenteils auch selbsterklärend ist, werden lediglich die wesentlichsten Ausprägungen erläutert.

Gemäss den Erkenntnissen aus der Beschreibung der Investmentstrategien (vgl. 2.4.3) und dem Wissen um den hohen Wettbewerb um geeignete Investitionen kann die Aussage gemacht werden, dass vor allem Fonds erfolgreich sind, die mit vermehrt starkem Einsatz von aktiven Investmentstrategien operieren. Da die Management- und Wertsteigerungsphase entsprechend hohe Kosten für aktives Assetmanagement auslöst, wird sowohl die Kosten- als auch die Gewinnseite besonders hoch eingeschätzt. Die beiden Phasen Investmentakquisition und -abschluss und Exit haben zwar nach wie vor einen essentiellen Einfluss auf den Gesamtgewinn, dürften aber aktuell nicht den gleich hohen Gewinneinfluss leisten wie die Management- und Wertsteigerungsphase. Dafür ist der Kosteneinfluss in diesen beiden Phasen vergleichsweise niedrig. Wichtig in dem Zusammenhang zu erwähnen ist die Investmentproduktentwicklung, welche in Zukunft einen zunehmenden Einfluss auf den Erfolg spielen müsste - dies weil in dieser Phase eine erfolgreiche Investmentstrategie und ein interessenausgewogenes Anlageprodukt entwickelt wird.

- **Hypothesen zur Beeinflussung von Kosten und Gewinn (Fondsebene)**

Einfluss der Wertschöpfungsstufe auf:	*Kosten*	*Gewinn*
1. Investmentproduktentwicklung	*wenig*	*mittel*
2. Investorenakquisition	*wenig*	*wenig*
3. Investmentakquisition	*wenig*	*mittel*
4. Investmentprüfung und Abschluss	*mittel*	*mittel*
5. Management und Wertsteigerung	*hoch*	*hoch*
6. Exit und Gewinnverwendung	*wenig*	*mittel*

5 Darstellung der Branchenstruktur und der kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds

„Today's top-flight real estate private equity sponsors work their assets hard, repositioning, redeveloping, retenanting, and efficiently refinancing – so at the end the converted a subperforming asset to stabilized asset with predictable cash flow, attractive to the average institutional buyer. This value-added element of the investment strategy will be one of the key differentiators of the successful fund as we look to 2006" (Koster, Americas Leader of Real Estate Fund Services of Ernst & Young, in Ernst & Young 2005a, S. 1).

5.1 Branchenstruktur des europäischen Marktes

Im Weiteren werden die wichtigsten Erkenntnisse zur Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds aus den Expertengesprächen mit den aufgestellten Hypothesen (vgl. 3.3.1) verglichen und abschliessend in Gesamtform dargestellt (vgl. Abbildung 18).

- **Kunden**

Die aufgestellte Hypothese wurde seitens der befragten Fachexperten grösstenteils bestätigt. Zur genaueren Untersuchung der aufgestellten Hypothese wurden acht vertiefende Fragen gestellt und diskutiert (vgl. Anhang Interviewleitfaden). Die wichtigsten Erkenntnisse werden wie folgt zusammengefasst:

Die grösste Investorengruppe von Real Estate Opportunity Fonds sind und bleiben vorerst US-amerikanische Investoren, weil sie über 20 Jahre Erfahrung mit indirekten Immobilieninvestitionen haben und das Anlageprodukt des Real Estate Opportunity Fonds und deren komplexen Strukturen verstehen. Zudem ist die US-amerikanische Investitionskultur wesentlich differenzierter, was dazu führt, dass im gesamten Immobilien-Rendite-Risiko-Profil investiert wird. Da der heimische Markt voll diversifiziert ist, macht ein Investitionsengagement im Ausland vor allem dann Sinn, wenn höhere Renditen erwirtschaftet werden können. Diversifikation ist folglich nicht der Fokus der ausländischen Investitionstätigkeit. Unterstützt wird dieser Effekt durch die derzeitige Preisüberhitzung am US-amerikanischen Markt und das daraus resultierende Ausweichen auf ausländische Märkte. Europäische Investoren hingegen verfügen oft noch nicht über die langjährige Erfahrung mit indirekten privaten Anlagen und sind zudem meist risikoaverser in ihren ausländischen Anlagestrategien, welche vornehmlich aus Diversifikationsgründen und nicht wegen der möglichen höheren Renditen vorgenommen werden. Bezüglich europäischer Investoren lässt sich allerdings vermehrt der Trend feststellen, dass mit zunehmender Professionalisierung auf Investorenseite auch die Nachfrage nach indirekten privaten Anlagen wie auch Real Estate Opportunity Fonds zunimmt – vor allem von Investoren aus UK, Skandinavien und Dänemark, die der US-amerikanischen Investitionskultur näher sind.

Bezüglich der Entwicklung des spezifischen Rendite-Risiko-Profils von Real Estate Opportunity Fonds zeigte sich, dass die meisten General Partner der Meinung sind, dass sich das aktuelle, durchschnittliche Rendite-Risiko-Profil zukünftig etwas verschlechtern wird. Zum einen werden die Renditen im gesamten Immobilien-investitionsspektrum fallen und zum anderen werden zukünftig höhere oder andere Risiken wie bisher eingegangen werden müssen. Die Veränderung der Risikoprofile resultiert im Wesentlichen aus den zunehmenden Investitionen in unbekanntere Sektoren und Regionen und den höheren Managementrisiken aus dem zunehmend notwendigen aktiven Assetmanagement.

Im Rahmen der Diskussion der Entwicklung der Laufzeiten der Fonds entstand ein eher uneinheitliches Bild. Eine Gruppe war der Meinung, dass sich aufgrund der aktuell längeren Investitions- und ausgeprägteren Managementphasen die Laufzeiten automatisch verlängern müssten. Die andere Gruppe war der Meinung, dass die Laufzeiten auch trotz verschärfter Marktumstände gleich bleiben, da ansonsten auch das Renditeziel nicht erreicht werden könne. Die Laufzeit selbst wurde von den meisten Befragten mit ca. fünf bis neun Jahren angegeben. Die durchschnittliche Laufzeit lag somit bei ca. sieben Jahren.

Die Entwicklung der Fondsgrössen bei Real Estate Opportunity Fonds wurde durch die meisten Befragten als steigend beurteilt, weil einerseits im Rahmen des derzeitigen guten Klimas für Fundraising viele General Partner die Gunst der Stunde nutzen um hohe Kapitalmengen einzusammeln und andererseits institutionelle Investoren vermehrt grosse Volumen bei einem General Partner platzieren möchten.

Bezüglich der Entwicklung der Höhe der Fee- und der Gewinnbeteiligungsmodelle kann einheitlich festgestellt werden, dass trotz der aktuellen Erkenntnisse aus den Studien bezüglich der unterdurchschnittlichen Renditeentwicklung von Real Estate Opportunity Fonds die Durchsetzbarkeit von attraktiven Konditionen aus Sicht der General Partner in gleichbleibender Höhe möglich ist. Dies erklärt sich im Wesentlichen aus den hohen Kapitalzuströmen und den regelmässigen Überzeichnungen der Fonds. Es bestand allerdings allgemein die Meinung, dass, falls die Mindestrenditeziele der Investoren nicht mehr erfüllt werden können, das Fundraising der Initiatoren schwieriger wird und in dem Zusammenhang auch die Durchsetzbarkeit attraktiver Konditionen aus Sicht des General Partner.

Bei der Diskussion der Entwicklung der Anforderungen von Investoren bezüglich der Ausschüttungspolitik und des Reportings wurde durch die meisten Befragten bestätigt, dass in zunehmendem Masse investorenspezifische Reportings und demzufolge eine grössere Transparenz über den Investitions- und Managementprozess gefordert werden. Hinsichtlich der Ausschüttungspolitik wird vornehmlich viertel- oder halbjährlich

ausgeschüttet. Die Gewinnverteilung erfolgt je nach Fonds auf der Ebene der einzelnen Investitionen oder mit Fondsabschluss.

- **Wettbewerb**

Die aufgestellte Hypothese wurde seitens der befragten Fachexperten grösstenteils bestätigt. Zur genaueren Untersuchung der aufgestellten Hypothese wurden zwei vertiefende Fragen gestellt und diskutiert (vgl. Anhang Interviewleitfaden). Die wichtigsten Erkenntnisse werden wie folgt zusammengefasst:

Bei der Diskussion der Entwicklung der Wettbewerbssituation am Markt von Fondsinitiatoren wurde allgemein bestätigt, dass die Markteintrittsbarrieren für neue Fondsinitiatoren generell hoch sind. Dies gilt im Speziellen für das Fundraising, wo ein langjähriges Netzwerk zu Investoren vorhanden sein muss und die Fondsinitiatoren zudem über den erfolgsbestimmenden Track-Record verfügen müssen. Die Verfügbarkeit und Höhe des eingebrachten Eigenkapitals wird weniger als Hemmnis gesehen, da allgemein die Meinung besteht, dass Topmanager auch mit geringen finanziellen Mitteln Investoren von ihrem Businessplan überzeugen können.

Eine wichtige Erkenntnis ist, dass die Mehrzahl der Befragten durchaus bestätigt, dass neue Marktteilnehmer eintreten. Diese sind entweder ehemalige, erfolgreiche Fondsmanager oder lokale Partner, die sich einen Track-Record aufbauen konnten und üblicherweise kleine, oft lokal spezialisierte Fonds auflegen. Eine andere Sorte von neuen Marktteilnehmern sind Private Equity Häuser und Investmentbanken und -firmen ohne spezifische Immobilienkenntnisse, die mit ihrer Methodenkompetenz in den derzeit attraktiven Immobilienmarkt eintreten wollen. Ergänzend wird ein allgemeiner Trend festgestellt, dass kleine spezialisierte Fonds aufgrund persönlicher Netzwerke – und weil institutionelle Investoren vor allem in grossen Volumen in Fonds von namhaften und etablierten Anbietern investieren wollen und daher nur ungern in kleinere Fonds investieren – vornehmlich mit Geldern von HNWIs operieren.

- **Lieferanten**

Die aufgestellte Hypothese wurde seitens der befragten Fachexperten grösstenteils bestätigt. Zur genaueren Untersuchung der aufgestellten Hypothese wurden drei vertiefende Fragen gestellt und diskutiert (vgl. Anhang Interviewleitfaden). Die wichtigsten Erkenntnisse werden wie folgt zusammengefasst:

Sämtliche befragten Fachexperten sehen den Markt für mögliche Beteiligungsobjekte als zunehmend stark umkämpft und beobachten zudem steigende Preisentwicklungen. Man ist zudem der Meinung, dass die Preiszunahme im gesamten europäischen Markt stattfindet. Ergänzt wird diese Beobachtung durch die zunehmende Angleichung der Sektoren-Risikoprämien. Bezüglich der derzeit favorisierten Zielregionen wurde vor allem gleichbleibendes Interesse an den grossen liquiden Märkten in Europa wie UK,

Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien formuliert. Als weitere derzeit interessante Märkte wurden die skandinavischen Länder, Russland, Ukraine und die Türkei genannt. Sämtliche Befragten waren allerdings der Meinung, dass die Identifikation der Zielregionen zwar wichtig sei, jedoch letztendlich das Wertsteigerungspotential jeder einzelnen Investitionsmöglichkeit von entscheidender Bedeutung ist. Somit ist eine Fokussierung auf eine Zielregion nur bedingt sinnvoll, schränkt die Handlungsfreiheit unnötig ein und bietet sich lediglich für wenige kleine und lokalspezifische Fonds an.

Bezüglich der aktuell steigenden Zinsen für Fremdfinanzierung waren sämtliche Befragten der Auffassung, dass diese Entwicklung auch weiterhin fortlaufen wird. Andererseits bestand die Meinung, dass der Markt für Fremdkapital bankenseitig so stark umkämpft ist, dass nach wie vor gute Konditionen auszuhandeln sind und der Markt somit weiterhin liquide bleibt. In Einzelfällen wurde die derzeitige Finanzierungspraxis der Banken bezüglich der Höhe der Finanzierungsquoten und der günstigen Konditionen als zunehmend kritisch beurteilt. Da die steigenden Fremdfinanzierungskosten den Leverage-Effekt reduzieren, wird diese Entwicklung zwar kritisch beobachtet, man ist allerdings der Auffassung, dass der Markt für Beteiligungsobjekte diese Zinsänderung letztendlich auch wieder einpreisen wird.

- **Komplementäre**

Die aufgestellte Hypothese wurde nur teilweise durch die befragten Fachexperten bestätigt. Zur genaueren Untersuchung der aufgestellten Hypothese wurde eine vertiefende Frage gestellt und diskutiert (vgl. Anhang Interviewleitfaden). Die wichtigsten Erkenntnisse werden wie folgt zusammengefasst:

Es bestand durchaus die Meinung, dass Real Estate Opportunity Fonds der Anlageklasse der hochverzinslichen Alternativanlagen, wie beispielsweise Industry Private Equity und Hedgefonds, in Bezug auf ihre Investmentstrategie und Laufzeit vergleichbar sind. Allerdings sind die Rendite-Risiko-Profile nicht vergleichbar, da bei anderen hochverzinslichen Alternativanlagen die Intransparenzen und allgemeinen unternehmerischen Risiken oft wesentlich höher sind und somit auch zu ausgeprägteren Volatilitäten führen. Somit können Real Estate Opportunity Fonds im Zusammenhang von hochverzinslichen Alternativanlagen als eine Art „Core-Produkt“ gesehen werden und es kann auch nicht absolut von einer Gefahr durch ein Ersatzprodukt gesprochen werden. Eine durchaus mögliche Gefahr besteht allerdings durch Immobilienfonds und REITs aus dem Value-added-Bereich – vor allem dann, wenn Real Estate Opportunity Fonds vermehrt nicht die Renditeziele erreichen und somit innerhalb der eigenen Anlageklasse durch Fonds mit geringeren Rendite-Risiko-Profilen und günstigeren Fee-Strukturen und Gewinnbeteiligungsmodellen ersetzt werden können (vgl. 2.3.3). Dies setzt allerdings voraus, dass diese Fonds auch zukünftig eine gleichbleibende Performance aufweisen werden. Insofern ist eine endgültige Beurteilung der Gefahr durch Komplementäre nur andeutungsweise möglich.

- **Gesamtdarstellung der europäischen Branchenstruktur**

Die folgende Abbildung zeigt eine abschliessende Gesamtdarstellung der Ergebnisse zur Branchenstruktur des europäischen Marktes für den Zeitraum 2006 bis 2010 (vgl. Abbildung 18).

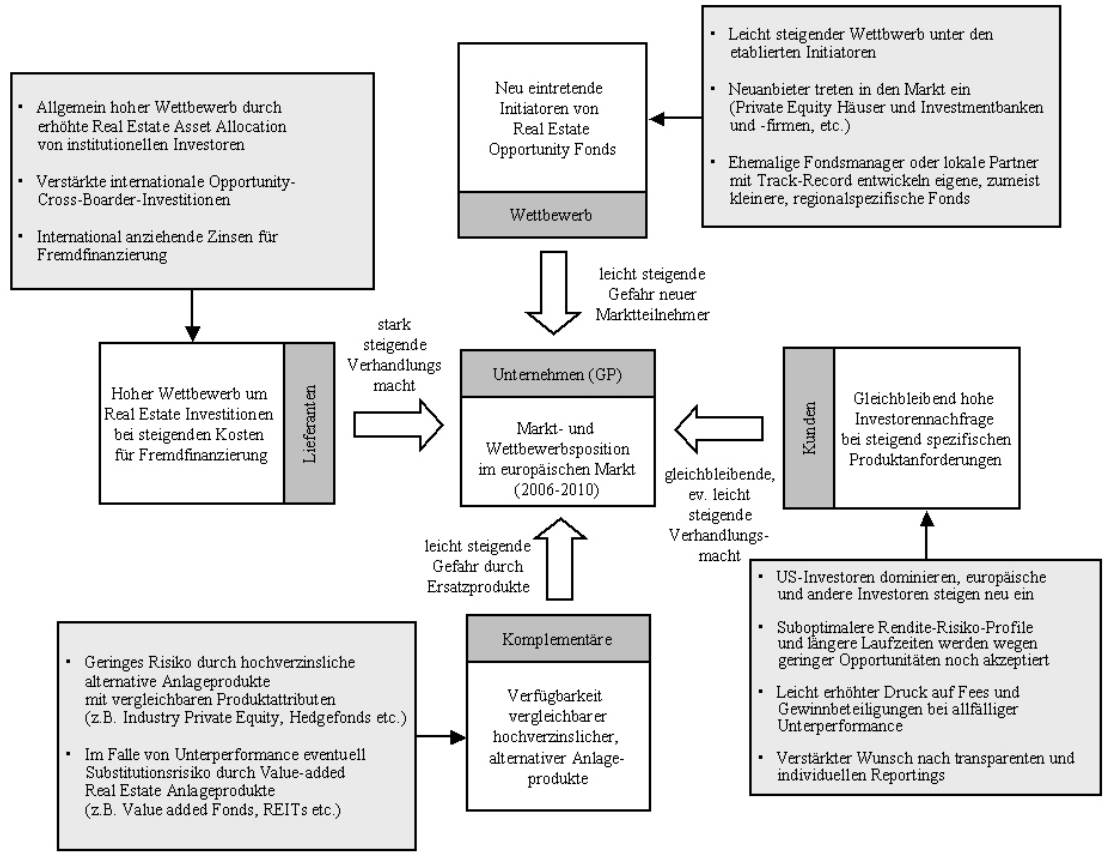


Abbildung 18: Branchenstruktur im europäischen Markt 2006-2010[171]

5.2 Kritische Erfolgsfaktoren entlang der Wertschöpfungskette

Im Weiteren werden die wichtigsten Erkenntnisse zu den KEF von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt aus den Expertengesprächen mit den aufgestellten Hypothesen (vgl. 3.3.2) verglichen und abschliessend in Gesamtform dargestellt (vgl. Tabelle 7). Vorab kann die Aussage gemacht werden, dass im Rahmen der Gespräche die Hypothesen grösstenteils unterstützt wurden und somit der Fokus der Gespräche die inhaltliche Optimierung darstellte. Die KEF werden zur Erreichung einer stärkeren Priorisierung in zwei Kategorien (prioritär / unterstützend) eingeteilt und in der Gesamtsumme auf sechs KEF reduziert.

[171] Eigene Darstellung als konsolidiertes Ergebnis der Expertengespräche, Grundlage: Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 197

- **Investmentproduktentwicklung**

Die meisten Befragten waren der Meinung, dass eine langjährige Erfahrung in der REPE Produktentwicklung, eine vorzeitige Berücksichtigung der spezifischen Investorenanforderungen sowie der frühe Einbezug von lokalen Partnern im Rahmen der Investmentproduktentwicklung von prioritärer Bedeutung sind. Von unterstützender Bedeutung werden die Entwicklung verschiedener Investitionsszenarien, das Aufstellen einer Watchlist von in Aussicht stehenden Deals sowie der Einbezug externer Spezialisten für Spezialthemen gesehen.

- **Investorenakquisition**

Die Mehrheit der Fachexperten brachte zum Ausdruck, dass ein sehr guter Track-Record (oberes Quartil) in Verbindung mit einem guten Image, ein etabliertes Investorennetzwerk und die Darstellung eines transparenten und robusten Investitionsprozesses für ein erfolgreiches Fundraising einen prioritären Stellenwert haben. Von unterstützender Qualität werden risikoadjustierte IRR- und Laufzeitprognosen, adäquate Fees und Gewinnbeteiligungen sowie hohe Managementbeteiligung gesehen.

- **Investmentakquisition**

Im Rahmen der Investmentakquisition werden ein vorhandenes Netzwerk zu lokalen Partnern und Dienstleistern, die Fokussierung auf komplexe Deals mit wenig Konkurrenz und der Einsatz eines lokalen Akquisitionsteams als prioritär wichtig bewertet. Unterstützend wirken an dieser Stelle die Akquisition von günstigster Fremdfinanzierung, die Nutzung sämtlicher verfügbarer Akquisitionskanäle für Beteiligungsobjekte und ein strukturierter und somit effizienter Identifikationsprozess.

- **Investmentprüfung und Abschluss**

Bezüglich der Investmentprüfung und des folgenden Abschlusses besteht die vorherrschende Meinung, dass die Identifikation der relevanten Risiken und Potentiale, die schnelle Verhandlung mit anschliessendem Closing, ergänzt mit der optimalen Strukturierung der Investitionen prioritär von Bedeutung sind. Unterstützend wichtig sind in dem Zusammenhang der Einbezug von hochqualifizierten DD-Beratern, ein standardisierter und effizienter DD-Prozess sowie die interne DD-Konsolidierung zur abschliessenden Risikominimierung.

- **Management und Wertsteigerung**

Bei der Diskussion dieser Phase wurde vor allem das aktive Assetmanagement und Re-Development in Verbindung mit einem fortlaufenden Financial Management mit einem parallelen transparenten Monitoring und Reporting als prioritär wichtig eingestuft. Die proaktive Vorbereitung der Exitszenarien, unter Einbezug von hochqualifizierten lokalen Partner und Dienstleistern, in Verbindung mit einem aktiven Networking mit allen Stakeholdern, wurde als unterstützend wichtig bewertet.

- **Exit und Gewinnnverwendung**

Im Rahmen des Exits und der Gewinnverwendung bestand die vorherrschende Auffassung, dass die Verfolgung paralleler Exitstrategien, in Ergänzung mit frühen Kontakten zu Best-Ownern und frühzeitig vorbereiteten Investoren-Dokumentationen, prioritäre Qualität hat. Eine schnelle Verhandlung mit anschliessendem Closing und die Bindung der Gewinne für neue Anlageprodukte in Kombination mit einem abschliessenden Knowledge-Management für weitere Produktentwicklungen werden als unterstützend wichtig beurteilt.

- **Unterstützende Aktivitäten**

Die formulierten KEF für übergeordnete Aktivitäten wurden durch die Fachexperten in der aufgestellten Form grösstenteils unterstützt. Ein REPE Track-Record des führenden Managements wird in dem Zusammenhang als besonders wichtig beurteilt. Hochqualifizierte Investment- und Assetmanager, die wiederum über interne Beteiligungsmodelle incentiviert sind, werden ebenfalls als wichtig bewertet. Die interne Organisation sollte möglichst flach, ähnlich einer Prozessorganisation gestaltet sein. Als abschliessend wichtig wird die Verfügbarkeit eines umfassenden internationalen Netzwerkes zu Finanz- und Assetmärkten, Partnern, Beratern und Dienstleistern gesehen.

- **Einfluss auf Kosten und Gewinn**

Das aufgestellte Hypothesenmodell zum Einfluss der Wertschöpfungsstufen auf Kosten und Gewinn auf Fondsebene wurde seitens der Fachexperten grösstenteils bestätigt. Es wurden lediglich zwei geringfügige Anpassungen im Bereich der Kostenbeeinflussung vorgenommen. Viele der Befragten waren der Auffassung, dass die Gewinnbeeinflussung in den beiden Wertschöpfungsstufen der Investmentakquisition und des Exits ebenfalls maximal sein sollten. Im Rahmen der Diskussion der Management- und Wertssteigerungsphase haben die meisten Interviewpartner allerdings letztendlich bestätigt, dass diese Phase aufgrund der aktuellen europäischen Branchenstruktur in Zukunft einen wesentlich bedeutenderen Gewinneinfluss aufweisen wird. Daher wurde für die Investmentakquisitions- und die Exitphase ein mittlerer Einflussgrad auf den Gewinn fixiert.

- **Gesamtdarstellung der kritischen Erfolgsfaktoren (KEF)**

Die folgende Tabelle zeigt eine abschliessende Gesamtdarstellung der Ergebnisse zu den KEF von Real Estate Opportunity Fonds im Rahmen der Branchenstruktur des europäischen Marktes für den Zeitraum 2006 bis 2010 (vgl. Tabelle 7).

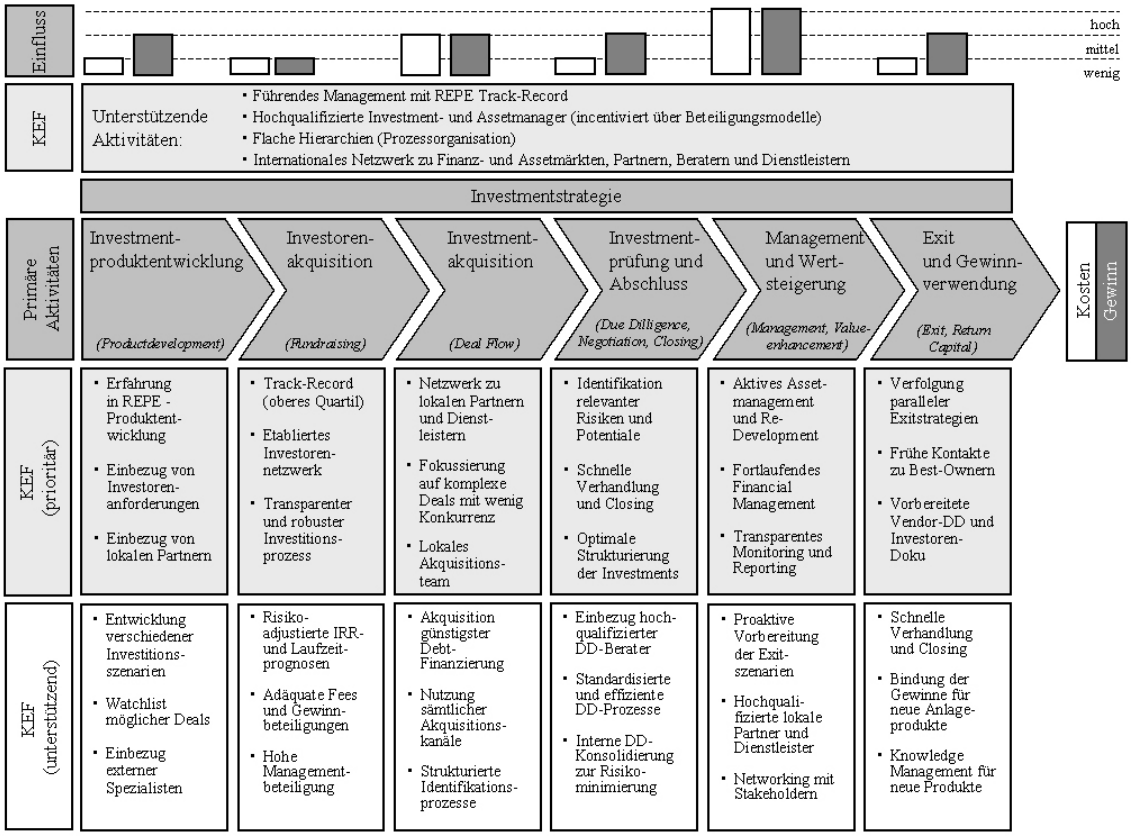


Tabelle 7: KEF entlang der Wertschöpfungskette 2006-2010[172]

[172] Eigene Darstellung als konsolidiertes Ergebnis der Expertengespräche, Grundlage: Kraft 2001, S. 94 und Müller-Stewens; Lechner 2005, S. 217 und Rottke 2004, S. 122 und Rottke 2006, Expertengespräch

6 Schlussbetrachtung

„We would like to think all fund sponsors will find success in the market ahead, but this will not likely be the case. Some in the fund community will not have the stamina, investment savvy, and international and operational flexibility to adjust to this ever-shifting competitive landscape and will be unable to deliver the promised returns to investors“(Koster, Americas Leader of Real Estate Fund Services of Ernst & Young, in Ernst & Young 2005a, S. 1).

6.1 Wichtigste Erkenntnisse

An dieser Stelle erfolgt eine Zusammenfassung der gesammelten Erkenntnisse zur Branchenstruktur und den KEF von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt für den Zeitraum 2006 bis 2010 (vgl. Kapitel 5 und Anhang) auf Basis der Grundlagenbetrachtung (vgl. Kapitel 2) und der Marktanalyse (vgl. Kapitel 3).

- **Wichtigste Erkenntnisse zur Branchenstruktur**

Aufgrund der wachsenden Reife von Real Estate Opportunity Fonds als Anlageprodukt entstehen auf Investorenseite vermehrte Erfahrungswerte mit dieser Investitionsform. Dies verursacht zunehmend spezifische Investorenanforderungen bezüglich der Produktstruktur auf rechtlicher und, bei allfälliger Performanceschwäche, auch vermehrt auf wirtschaftlicher Ebene. Demzufolge ist davon auszugehen, dass trotz der anhaltend hohen Kapitalzuflüsse eine mindestens gleichbleibende oder leicht steigende Verhandlungsmacht auf Investorenseite, aufgrund der erhöhten Nachfrage nach Transparenz im Bereich von Track-Record, Investmentstrategien, Produktstrukturierung, Performancemessung, Reporting, Fee- und Gewinnbeteiligungsmodellen entsteht.

Die Menge der Wettbewerber (General Partner) am europäischen Markt hat sich in den letzten Jahren stetig vermehrt, da sowohl kleinere Fondsanbieter wie ehemalige, erfolgreiche Fondsmanager, lokale Partner als auch etablierte Private Equity Häuser und Investmentbanken und -firmen erfolgreich Investorengelder für Fonds akquirieren konnten. Da sich die Entwicklung auch in den nächsten Jahren fortsetzen wird, ist mit einer leicht steigenden Gefahr durch neue Marktteilnehmer sowie mehr Wettbewerb um Investorenkapital und opportunistische Beteiligungsobjekte zu rechnen.

Der allgemein gleichbleibend hohe Nachfragedruck von Immobilieninvestoren nach passenden Beteiligungsobjekten verschärft die Wettbewerbssituation am europäischen Markt auch zukünftig, so dass die Verhandlungsmacht auf Lieferantenseite opportunistischer Beteiligungsobjekte weiterhin ansteigt. Real Estate Opportunity Fonds entgegnen der Situation, indem sie vermehrt breiter in alle Regionen, Sektoren, Strukturen und Lebenszyklen investieren als bisher. Die aktuell leicht anziehenden

Kosten für Fremdfinanzierung verringern zusehends das Leverage-Potential von opportunistischen Fonds. Wenn die gewünschten Zielrenditen zukünftig erreicht werden sollen, sind Real Estate Opportunity Fonds in steigendem Masse gezwungen ihre Strategien von rein zyklusbezogenen, passiven Investmentstrategien mit oft reinem Fokus im Financial Management auf stark aktive Investmentstrategien mit intensivem Assetmanagement und ergänzendem Financial Management umzustellen. Eine sehr wichtige Entwicklung, die in diesem Zusammenhang besteht, ist das Auseinanderdriften der Fondsgrössen und Investmentkulturen. Vor allem grosse Fonds sammeln immer mehr Kapital ein, um mit ihrer hohen Kaufkraft und ihrem Netzwerk möglichst grosse und effektive Einzelinvestitionen nach klassischem opportunistischem Muster unter Einbezug von lokalen Partnern, mit vornehmlich passiven Investmentstrategien, abzuwickeln. Sie nutzen somit die enorme Kaufkraft ihrer Fonds in Verbindung mit ihrem weltweiten Netzwerk, um sich einen Marktvorteil bei der Akquisition von grossen und komplexen Big-Tickets zu sichern. Parallel dazu verfolgen vor allem kleinere bis mittlere lokal fokussierte Fonds vor allem aktive Investementstrategien. Sie operieren oft mit eigenem Assetmanagement und verfügen somit über stark integrierte Wertschöpfungsketten. Solche effizient operierenden Fonds sind somit aufgrund ihrer robusten Investitionsstrategie und -prozesse und ihrer schlanken Fee- und Gewinnbeteiligungsstruktur aus Investorensicht durchaus interessant und verfügen demnach auch zukünftig über eine attraktive Marktposition.

Bezüglich möglicher Komplementäre von Real Estate Opportunity Fonds lässt sich abschliessend feststellen, dass derzeit lediglich ein leicht steigenden Druck durch Ersatzprodukte besteht, weil die möglichen Ersatzprodukte, wenn sie aus dem Sektor der hochverzinslichen alternativen Anlagen wie Industry Private Equity oder Hedgefonds stammen, andere Rendite-Risiko-Profile aufweisen.[173] Allerdings wird aufgrund der sich verschärfenden Rahmenbedingungen vermehrt beobachtet, dass bisherige opportunistische Fonds vermehrt als Value-added Fonds angeboten werden.[174] Daraus könnte abgeleitet werden, dass entweder General Partner versuchen schwächere Renditen durch das Umklassieren der Anlageprodukte zu rechtfertigen oder Investoren vermehrt bereit sind bei gleichbleibenden Renditen höhere Risiken zu tragen. Der Umstand, dass sich die Mehrzahl der Anlageopportunitäten innerhalb und ausserhalb der Anlageklasse Real Estate derzeit nicht attraktiver darstellt, würde diese Aussage unterstützen.[175] Welche der Aussagen zutrifft und wie sich die Entwicklung letztendlich wirklich darstellt, wird sich erst in drei bis fünf Jahren zeigen.

- **Wichtigste Erkenntnisse zu kritischen Erfolgsfaktoren (KEF)**

Auf der Ebene der KEF entlang der Wertschöpfungskette von Real Estate Opportunity Fonds zeigt sich deutlich, dass die Managementkompetenzen der General Partner von

[173] Vgl. Private Equity Intelligence 2006, S. 38
[174] Vgl. Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 4
[175] Vgl. Thomas 2006, Expertengespräch

entscheidender Bedeutung für den Erfolg eines Fonds sind. Die wesentlichen KEF bei unterstützenden Tätigkeiten sind demzufolge nach wie vor ein guter Track-Record,[176] der Einbezug eines hochqualifizierten und effektiv incentivierten Personals unter Einsatz von flachen Hierarchien in Verbindung mit etablierten internationalen Netzwerken zu Finanz- und Assetmärkten, Partnern, Beratern und Dienstleistern.

Der bedeutendste KEF bei den primären Aktivitäten im Bereich der Investmentproduktentwicklung ist eine ausgewiesene Erfahrung in der investoren-spezifischen REPE Anlageproduktentwicklung unter Einbezug von lokalen Partnern. In der Phase der Investorenakquisition spielt der Track-Record in Kombination mit einem etablierten Investorennetzwerk bei Anwendung eines transparenten und robusten Investitionsprozesses die entscheidende Rolle. Im Verlauf der Investmentakquisition ist das internationale Netzwerk an lokalen Partnern und Dienstleistern, in Verbindung mit der Fokussierung auf komplexe Deals mit wenig Konkurrenz, unter Einsatz von lokalen Akquisitionsteams von grösster Bedeutung. Im Rahmen der Investmentprüfung und des Abschlusses ist die Chancen- und Risikenidentifikation, mit schneller Verhandlung und Closing und optimaler Strukturierung der Investitionen von entscheidender Wichtigkeit. Im Zeitraum der Management- und Wertsteigerungsphase werden Fonds erfolgreich sein, die vermehrt mit aktivem Assetmanagement und Re-Development in Kombination mit fortlaufendem Financial Management bei transparentem Monitoring und Reporting der Wertentwicklung operieren. In der abschliessenden Phase des Exits und der Gewinnverwendung ist die Verfolgung paralleler Exitstrategien, in Kombination mit früher Identifikation der Best-Owner, unter Einsatz vorbereiteter Vendor-DD und Investoren-Dokumentation von entscheidender Bedeutung.

Die Untersuchung der einzelnen Wertschöpfungsstufen in Bezug auf Kosten- und Gewinnbeeinflussung auf Fondsebene zeigte, dass die Phasen der Investmentakquisition und des Exits zwar nach wie vor eine Kernkompetenz des General Partner sind und demzufolge hohen Einfluss auf den Gewinn ausüben, allerdings haben die beiden Wertschöpfungsstufen nicht mehr in dem Masse Einfluss auf den endgültigen Fondsgewinn wie noch in den letzten zehn Jahren. Analog zu dieser Erkenntnis hat sich der Gewinneinfluss der Management- und Wertssteigerungsphase wesentlich erhöht, da in Zukunft vor allem in diesem Zeitraum die gewünschte Wertschöpfung generiert werden muss.

[176] Vgl. Hahn; Geltner; Lietz, S. 16ff.

6.2 Fazit und Ausblick

Auf Basis der gesamten Masterthesis wird folgendes Schlussfazit in Verbindung mit einem Ausblick formuliert:

Das Anlageprodukt Real Estate Opportunity Fonds konnte sich seit seiner Einführung in den 90er Jahren als Immobilienanlageprodukte im obersten Rendite-Risiko-Profil etablieren und hat mittlerweile seinen festen Platz im Gesamtanlagespektrum der indirekten privaten Anlagen eingenommen.[177] Mit ihrer Rolle als Market-Maker im Rahmen ineffizienter Marksituationen nehmen Real Estate Opportunity Fonds eine durchaus wichtige und ergänzende Position zu Core(plus) und Value-added Fonds im europäischen Markt ein, da sie die Liquidität der europäischen Immobilienmärkte fördern.[178] Der europäische Markt lieferte in den letzten zehn Jahren vielfältige Chancen für opportunistische Investitionen, da aufgrund ineffizienter Investmentmärkte in Verbindung mit illiquiden Immobilienfinanzmärkten und den allgemein in Europa hohen Immobilieneigentumsquoten von Unternehmen und öffentlichen Eigentümern grosse Portfoliotransaktionen mit zumeist hohen Abschlägen getätigt werden konnten.

Vor allem grosse internationale Fonds konnten in diesem Zeitraum mit Hilfe von rein zyklusbezogenen Investmentstrategien im Sinne von „buy low, sell high“ relativ einfach in die Märkte eintreten und ihren First-Mover-Vorteil ausnutzen, da ihre Anlagestrategien am europäischen Markt neuartig waren. Daher mussten auch keine überproportionalen Risikoprofile in Kauf genommen werden, was sich in den Investitionsspektren der Fonds auch widerspiegelt. Über zwei Drittel der Investitionen wurden in transparenten und liquiden Märkten, in klassischen Sektoren und in Bestandsobjekte mit wenig kritischen Vermietungsständen getätigt.[179] In Verbindung mit einem hohen Leverage-Potential, aufgrund langjährig günstiger Finanzierungs-konditionen und eines effektiven Mietermanagements, kombiniert mit einem in den letzten Jahren allgemein europäisch steigenden Immobilienzyklus[180] konnten somit relativ einfach überdurchschnittliche Renditen erwirtschaftet werden. Man könnte sogar behaupten, dass Real Estate Opportunity Fonds in der Vergangenheit, ausser im Bereich des hohen Leverage-Risikos, nicht in dem Masse in die für sie typischen Investitionsrisiken, wie intransparente und ineffiziente Märkte, notleidende Objekte, Sanierungen, Entwicklungen, Spezialsituationen, Nischen und NPLs investiert haben.[181]

In der sich derzeit ändernden europäischen Branchenstruktur, mit der grösser werdenden Anzahl an Fondsinitiatoren, steigenden Preisen für Beteiligungsobjekte und

[177] Vgl. 1.1 und 3.2 und Holzmann; Rottke 2005, S. 321ff. und Euro Property 2005, S. 15
[178] Vgl. 3.2.5 und Rottke 2004, S. 295f.
[179] Vgl. 2.4.2 und 3.2.3 und Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 9ff.
[180] Vgl. 3.2.5 und Bronda 2006, S. 59 und S. 79
[181] Vgl. 2.2.3 und Hahn; Geltner; Lietz, S. 1

dem geringer werdenden Leverage-Potential,[182] ist diese Strategie allerdings nicht mehr ausreichend, um auch zukünftig erfolgreich zu sein. Um die prognostizierten hohen Zielrenditen erwirtschaften zu können, müssen Real Estate Opportunity Fonds zunehmend in die für sie typischen Risikoinvestitionen in allen Regionen, Sektoren, Funktionen, Strukturen und Lebenszyklen investieren und ergänzend wesentlich mehr Wertsteigerung mit aktiven Investmentstrategien erwirtschaften. Man könnte sogar sagen, dass Real Estate Opportunity Fonds nun beginnen müssen, das zu tun, was eigentlich ihrem Risikoprofil entspräche, sie aber wegen der vergleichsweise günstigen Marktlage bislang nicht gezwungen waren zu tun. Kombiniert man nun diese Erkenntnis mit den aktuellen Studienergebnissen über die zu niedrige durchschnittliche Renditeentwicklung[183] von Real Estate Opportunity Fonds, werden die nächsten drei bis fünf Jahre zeigen, ob und welche General Partner die in sie gesetzten Erwartungen überhaupt im prognostizierten Masse erfüllen werden.

Im Wissen um diese Situation ist sicher davon auszugehen, dass in den nächsten Jahren eine gewisse Marktkonsolidierung stattfinden wird. Es ist zudem anzunehmen, dass einerseits grosse, sehr effektive globale oder kontinentale, teilintegrierte Fonds mit starken organisatorischen Strukturen und Netzwerken zu lokalen Partnern und andererseits kleine, effiziente, lokal fokussierte und voll integrierte Fonds eine gute Marktposition haben werden. Die Anbieter im mittleren Spektrum, bei denen weder die eine noch die andere Kompetenz voll vertreten ist, werden entweder den Markt wegen schlechter Leistungen verlassen oder sich im Rahmen von Übernahmen, Fusionen und Beteiligungen mit sich ergänzenden Marktteilnehmern zusammenschliessen müssen.[184]

6.3 Zielerreichung

Die gewonnenen Erkenntnisse der Masterthesis sollen sowohl Fondsmanagern als auch Investoren von Real Estate Opportunity Fonds als Vergleichs-, Handlungs- und Gestaltungsempfehlungen dienen. Ergänzend sollen die Ergebnisse interessierten Fachpersonen und Investoren einen Einblick in die komplexe Struktur von Real Estate Opportunity Fonds vermitteln und bei der Auswahl geeigneter Anlageprodukte im opportunistischen Bereich dienen (vgl. Ausgangslage und Zielsetzung 1.1). Aufgrund der durchgeführten Untersuchungen im Rahmen der vorliegenden Masterthesis konnten neue Einblicke in die Branchenstruktur und Aussagen zu den kritischen Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt für den Zeitraum 2006 bis 2010 formuliert werden. Die dargestellten Ergebnisse verstehen sich als ergänzende Informationen zu derzeitigen Fach- und Studienpublikationen. Im Rahmen der abschliessenden Überprüfung der Zielerreichung kann somit gesagt werden, dass die anfänglich formulierte Zielsetzung der Masterthesis erfüllt werden konnte.

[182] Vgl. 3.1.1 und 3.2.1 und Bronda 2006, S. 59 und S. 79
[183] Vgl. 3.2.4 und Lietz; Chan; Mouchakka; Bailey 2006, S. 22ff.
[184] Vgl. Europroperty 2005, S. 5

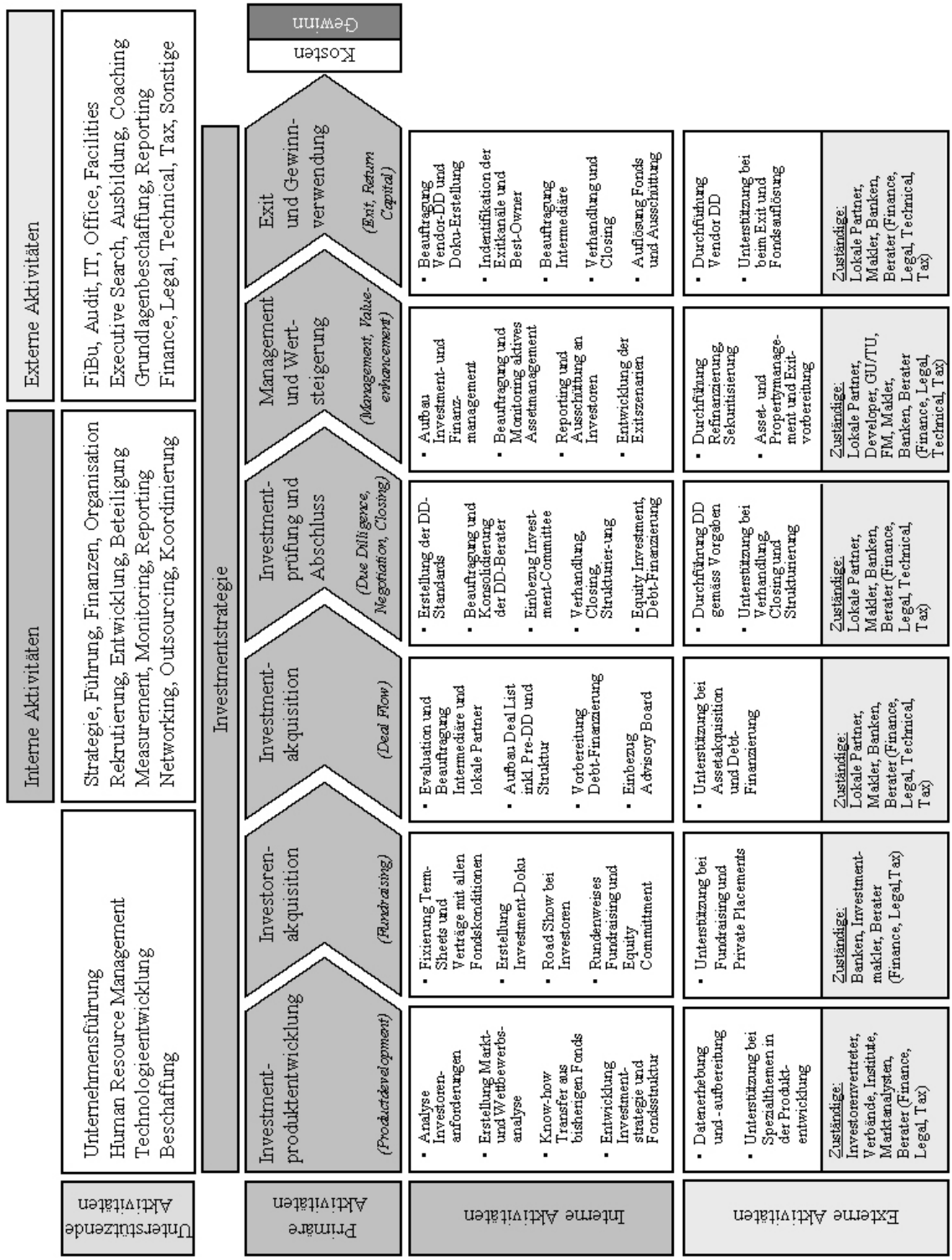
Im Sinne einer persönlichen kritischen Würdigung möchte ich anmerken, dass gewisse Themengebiete aufgrund ihres zu weitreichenden Umfangs nicht vertieft betrachtet werden konnten. Eine parallele Auseinandersetzung mit der Investoren- und Bankenseite im Rahmen von Expertengesprächen wäre eine hilfreiche Ergänzung bei der Beurteilung der Branchenstruktur und der KEF gewesen, da die Zielsetzungen von Investoren und General Partner nicht überall synchron sind.[185] Ein weiteres Gebiet, welches im Rahmen einer ergänzenden Betrachtung von Interesse gewesen wäre, ist der rechtliche, wirtschaftliche und organisatorische Zusammenhang von General Partner und lokalen Partnern – dies vor allem deshalb, da die richtige Einbindung eines lokalen Partners von wesentlicher Bedeutung für den Erfolg des Assetmanagements ist und zudem einen grossen Einfluss auf die Fee- und Gewinnbeteiligungsstruktur der Fonds und somit auf die Renditeeffizienz ausübt. Eine Untersuchung der steuerlichen Einflüsse auf den Erfolg von Real Estate Opportunity Fonds konnte aufgrund der Komplexität nicht vorgenommen werden.

[185] Vgl. INREV 2006b, S. 9ff.

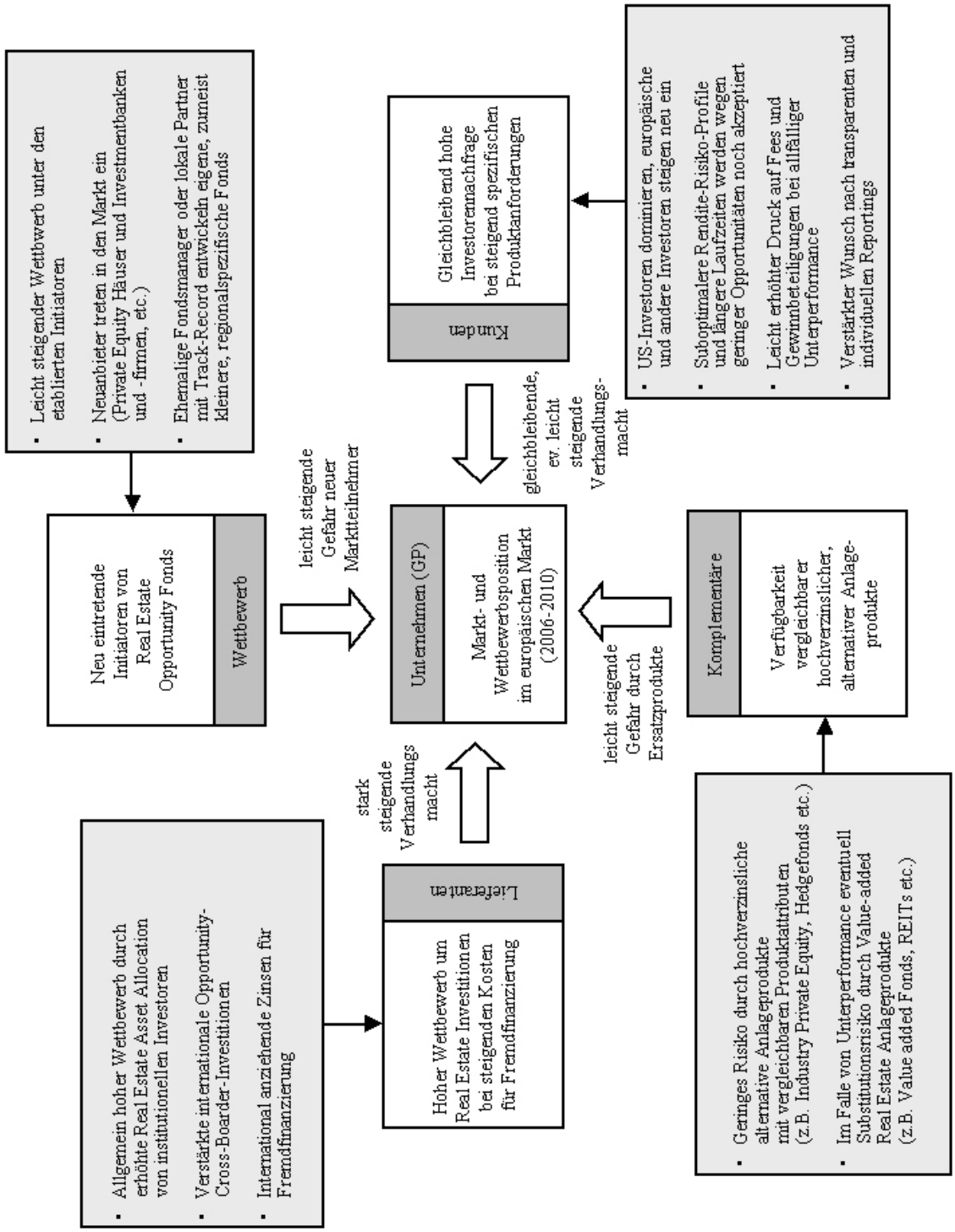
7 Anhang

Tätigkeiten entlang der Wertschöpfungskette.....66
Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds.....67
Kritische Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds.....68
Gesprächspartner Interviews.....69
Anschreiben an die Gesprächspartner.....70
Interviewleitfaden.....71
Interviewprotokolle.....77

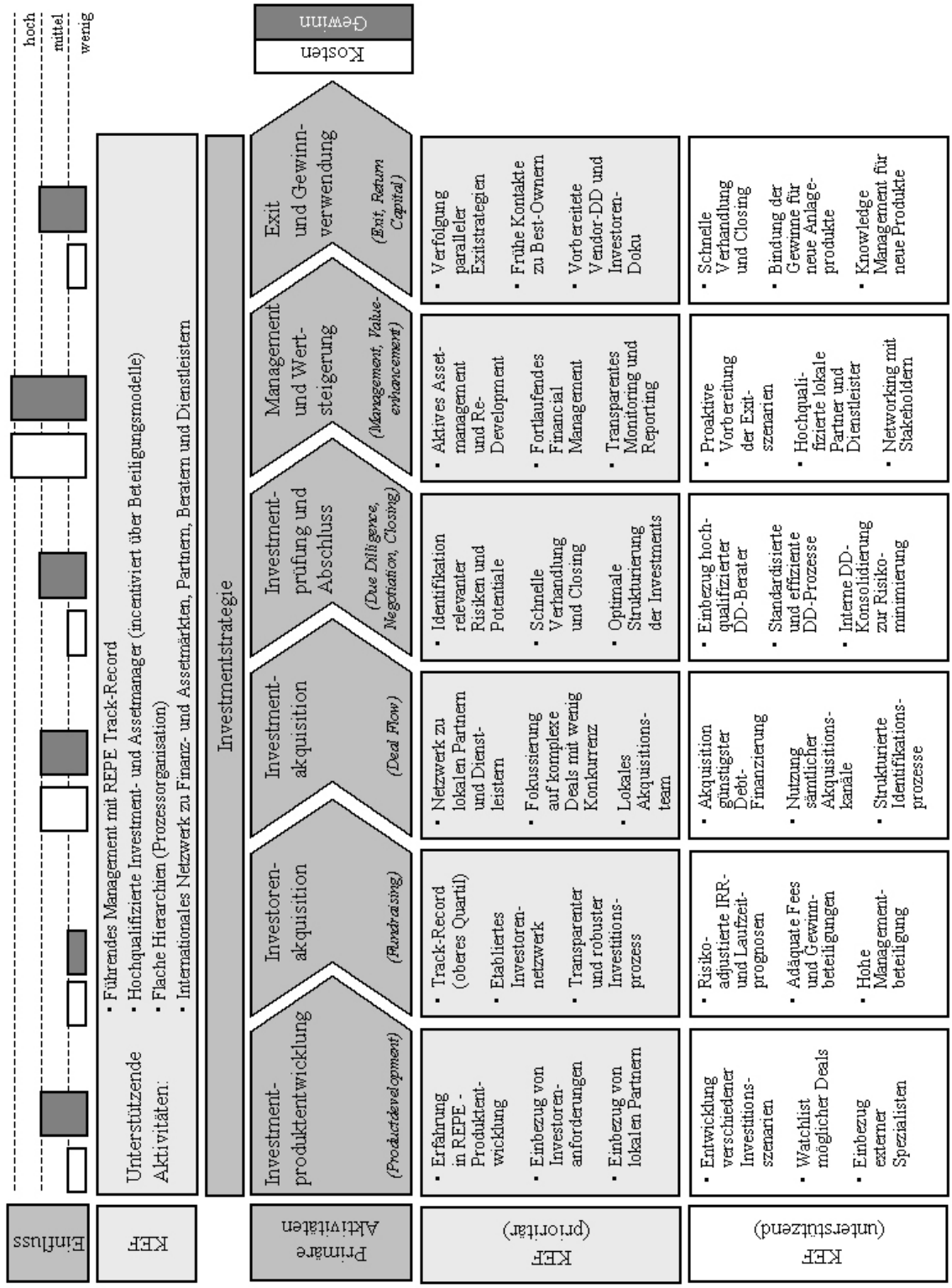
Tätigkeiten entlang der Wertschöpfungskette



Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds



Kritische Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds



Gesprächspartner Interviews

Nr.	Expertengespräche (General Partner) mit Interviewleitfaden	Form	Datum	Dauer Min.	Position	Institution / Unternehmen	Angaben aus Interviews und IPD-Datenbankauszug 04/2006						
							Land	Stadt	Fonds in Europa	Fonds Domizil	Target Equity Mio. EUR/USD	Leverage	Fokusmärkte Europa
1	Bruce Bossom	Tel.	26.06.06	75	Partner, Managing Director	Orion Capital Managers	UK	London	2	NL	500	75%	FRA, ITA, DE, UK, SP
2	Johan Eliason	Tel.	28.06.06	75	Associate	Niam AB	SWE	Stockholm	1	UK	320	80%	RUS, NOR, FIN, SWE, DÄN
3	Paul Nieland	Tel.	29.06.06	40	Director	Primeros Property Fund GP Ltd.	UKR	Kiew	1	JER	100	65-70%	UKR
4	Andrew Wood	Tel.	29.06.06	35	Chief Executive Offficer	Macquarie Global Property Advisors	UK	London	1	UK	1'300	75%	NOR, TÜR, CH
5	Florian Schäfer	Tel.	29.06.06	30	Associate	Blackstone Real Estate Advisors	UK	London	5	US	2'000-5'200	70-85%	Gesamteuropa
6	Willem de Geus	Tel.	30.06.06	60	Director	Morgan Stanley Real Estate	UK	London	4	US	4'200	75%	Global (DE, RUS, TÜR, ITA, FRA)
7	Max Natalini	Tel.	30.06.06	60	Senior Associate	Apollo Real Estate Advisors	UK	London	2	US	350-600	75-85%	UK, FR, ITA, RUS, UKR, Skand.
8	Dan Meyer	vor Ort	02.07.06	60	Partner, Managing Director	RE-Invest	CH	Genf	1	Kaym. Isl.	100	80%	DE
9	Robert Hodges	Tel.	04.07.06	45	Partner, Managing Director	Carlyle Group	UK	London	3	US	550-950	75%	Gesamteuropa
10	Dr. Ulrich Weber	Tel.	05.07.06	40	Partner, Managing Director	Apellas Property Managememt GmbH	DE	Berlin	LP	US	150	80%	DE
11	Claus Thomas	Tel.	10.07.06	75	Regional Director	Lasalle Investment Management	D	München	1	k.A.	340	75%	FRA

Nr.	Expertengespräche ohne Interviewleitfaden	Form	Datum	Dauer Min.	Position	Institution / Unternehmen	Land	Stadt
12	Prof. Dr. Nico Rottke	vor Ort	15.06.06	120	Juniorprofessor Real Estate Investment Banking	European Business School (EBS)	DE	Oestrich-Winkel
13	Max Beekmann	Tel.	27.06.06	15	Associate	TMW-Pramerica	DE	München
14	Thomas Jebsen	Tel.	06.07.06	40	Director	Hypovereinsbank	DE	München
15	Oliver Hofmann	Tel.	07.07.06	40	Director	UBS Real Estate & Financial Advisory	CH	Zürich

Lokaler Partner (LP)

Dänemark (DÄN), Deutschland (DE), Finnland (FIN), Frankreich (FRA), Italien (ITA), Norwegen (NOR), Russland (RUS)
Schweden (SWE), Schweiz (CH), Spanien (SP), Türkei (TÜR), Ukraine (UKR), United Kingdom (UK), USA (US)

Anschreiben an die Gesprächspartner

Anschreiben per E-Mail in deutscher Sprache (englischsprachige Gesprächspartner wurden mit dem identischen Anschreiben in englischer Sprache angeschrieben)

Betreff: Telefoninterview über Real Estate Opportunity Fonds

Sehr geehrte(r) Frau … / Herr …,

ich bin Student am CUREM (Center for Urban Real Estate Management, Zürich). Derzeit arbeite ich an meiner Masterthesis (MScRE) über Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt. Der Titel der Arbeit lautet:

„Branchenstruktur und kritische Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt“

Mein Tutor ist:	Dr. Stephan Kloess, CUREM Zürich, www.curem.ch
Mein Koreferent ist:	Jan Eckert, Sal. Oppenheim Zürich, www.oppenheim.ch

Zwecks empirischer Unterstützung meiner Untersuchungen im Rahmen der Masterthesis führe ich Telefoninterviews mit Fondsmanagern und Fachexperten von Investmentbanken, Private Equity Häusern, Investmenfirmen, Consultants etc. Ich würde mich freuen, wenn ich dieses Thema ebenfalls mit Ihnen als Fachexperte diskutieren könnte. Das Interview dauert ca. 45 bis 60 Minuten. Die Resultate werden anonym dargestellt und Ihre Aussagen vertraulich behandelt. Nach Abschluss der Arbeit wird Ihnen eine Zusammenfassung der Erkenntnisse zugestellt. Über eine positive Antwort würde ich mich sehr freuen. Ein Besprechungstermin innerhalb der nächsten Woche oder später wäre aus meiner Sicht optimal.

Falls Sie Interesse und Zeit haben, würde ich Sie bitten, mir Ihr Feedback per E-Mail oder Telefon zukommen zu lassen, damit ich Ihren gewünschten Termin, Zeit und Telefonnummer für das Interview aufnehmen kann. Ich freue mich sehr auf ein interessantes Interview.

Mit freundlichen Grüssen
Lars Fillmann

Lars Fillmann
Karl Bürkli Strasse 4
CH-8004 Zürich
Tel mobile +41 (0)78 762 12 44
E-Mail private: fillmann@hotmail.com

Interviewleitfaden

Leitfaden in deutscher Sprache (englischsprachige Gesprächspartner wurde der identische Leitfaden in englischer Sprache zur Verfügung gestellt)

Interviewleitfaden zur empirischen Unterstützung der Masterthesis

Masterthesis zum MScRE (CUREM)
Lars Fillmann, Karl Bürkli Strasse 4, CH 8004 Zürich
E-Mail: fillmann@hotmail.com, Mobile +41 78 762 12 44

„Branchenstruktur und kritische Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt“

Allgemeines
Für das Gespräch sind zwischen 45 und 60 Minuten angesetzt. Die Analyse der Ergebnisse erfolgt anonym. Die von Ihnen zur Verfügung gestellten Informationen werden selbstverständlich vertraulich behandelt. Als Dank für Ihren Einsatz erhalten Sie nach Fertigstellung der Arbeit eine Zusammenfassung der Erkenntnisse.

Ausgangslage und Zielsetzung der Masterthesis
Vornehmlich institutionelle Investoren aus den USA und UK haben in den letzten Jahren stark zunehmend in Real Estate Opportunity Fonds in den europäischen Markt investiert. Das Marktumfeld ist aktuell durch verstärkten Wettbewerb um passende Real Estate Investments, sinkende Total-Return-Renditen und steigende Zinsen für Fremdfinanzierung gekennzeichnet. Die Masterthesis verfolgt das Ziel die Frage zu beantworten, wie Real Estate Opportunity Fonds in einem reifenden und zunehmend umkämpften europäischen Marktumfeld mittelfristig ihre Markt- und Wettbewerbsposition halten und ausbauen können.

Inhaltlicher Aufbau der Expertengespräche	**Zeitbedarf**
1. Allgemeine Unternehmensinformation	10 Minuten
2. Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds	20 Minuten
3. Kritische Erfolgsfaktoren entlang der Wertschöpfungskette	20 Minuten

Im ersten Teil stehen allgemeine Informationen zu Ihrer Person und zu Ihrem Unternehmen im Vordergrund. Im zweiten Teil wird im Sinne einer Top-down-Betrachtung die aktuelle und mittelfristige Branchenstruktur (Porters 5-forces) von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt diskutiert. Im dritten Teil folgt eine Bottom-up-Betrachtung der kritischen Erfolgsfaktoren eines Real Estate Opportunity Fonds entlang der Wertschöpfungskette (Porters Wertekette) auf Basis der analysierten Branchenstruktur aus dem zweiten Teil.

1 Allgemeines zur Person und zum Unternehmen

a. Welche Position haben Sie innerhalb ihres Unternehmens?

- Partner, Managing Director, Vice President, Director , Principal, Associate

b. Wie viele Real Estate Opportunity Fonds führt ihr Unternehmen?

- Anzahl

c. Wie viel Equity und GAV umfassen die Fonds?

- Grösse in EUR MRD (Equity und GAV)

d. Wie investieren Sie in den europäischen Markt?

- Regional (Wirtschaftsräume, Länder , Regionen, Städte)
- Sektoral (Büro, Industrie, Handel, Wohnen, Hotel, Infrastruktur, Sondernutzung)
- Funktional (Bestände, Re-Developments, Land, Unternehmen, NPLs)
- Strukturell (Einzelobjekte, Portfoliokäufe, Big Tickets, Delistings)

2 Branchenstruktur von Real Estate Opportunity Fonds

2.1 Kunden

Hypothese: *Anforderungen von Investoren an Renditeerfüllung, Transparenz und Optimierung der Beteiligungs- und Fee-Strukturen und Reportingstandards wachsen, was zu einer leicht steigenden Verhandlungsmacht auf Kundenseite führt.*

a. Warum investieren vornehmlich Investoren aus den USA und UK in Real Estate Opportunity Fonds? Werden andere Investoren folgen und wenn ja welche?

- Europäer, Australien, Asien, ...
- Pensionskassen, Versicherungen, HNWIs, ...

b. Welche IRR-Renditeanforderungen bestehen derzeit und wie ist die Entwicklung?

- <20% / 20% / >20%
- steigend / gleichbleibend / fallend

c. Wie entwickelt sich die Risikobereitschaft von Investoren und Fondsmanagern?

- steigend / gleich / fallend

d. Wie entwickeln sich die durchschnittlichen Laufzeiten der Fonds?

- 3 / 6 / 9 Jahre
- kürzer / gleichbleibend / länger

e. Wie entwickeln sich die Fondsgrössen?

- klein / mittel / gross
- <250 / 500 / >1'000 Mrd. Euro

f. Wie ist die Entwicklung bei der Höhe der Fees und Gewinnbeteiligung?

- steigend / gleichbleibend / weniger

g. Wie entwickeln sich die Anforderungen bezüglich der Ausschüttungspolitik und des Reportings?

- steigend / gleichbleibend / weniger

2.2 Wettbewerber

Hypothese: *Im Markt für General Partner werden vermehrt neue Marktteilnehmer eintreten, was zu einer leicht steigenden Gefahr durch zunehmenden Wettbewerb führt.*

a. Wie entwickelt sich allgemein der Wettbewerb unter den GP-Initiatoren?

- steigend / gleich / weniger

b. Welche neuen Player treten in den Markt ein und wer wird sich durchsetzen?

- Ehemalige Fondsmanager, ehemalige lokale Partner
- Investmentbanken, Private Equity Häuser, Real Estate Investmentfirmen, Real Estate Consultingfirmen

2.3 Lieferanten

Hypothese: *Der Markt für opportunistische Investitionen ist steigendem Wettbewerb ausgesetzt, was zu einer stärkeren Verhandlungsmacht auf Seiten der Anbieter von geeigneten Beteiligungsobjekten führt.*

a. Wie entwickelt sich der Wettbewerb um europäische Opportunity Real Estate Investments?

- weniger / gleich / mehr

b. Welche europäischen Investmentmärkte sind mittelfristig interessant?

- Regional (Wirtschaftsräume, Länder, Regionen, Städte)
- Sektoral (Büro, Industrie, Handel, Wohnen, Hotel, Infrastruktur, Sondernutzung)
- Funktional (Bestände, Re-Developments, Land, Unternehmen, NPLs)
- Strukturell (Einzelobjekte, Portfoliokäufe, Big Tickets, Delistings)

c. Wie entwickeln sich die Kosten für die Fremdkapitalfinanzierung?

- steigend / gleich / weniger
- Strukturierungsmethoden

2.4 Komplementäre

Hypothese: *Hochverzinslichen Alternativanlagen mit vergleichbaren Produktattributen in Bezug auf Investmentstrategie, Rendite-Risiko-Profil und Laufzeit können Real Estate Opportunity Fonds vermehrt ersetzen.*

a. Welche alternativen Anlageprodukte könnten aufgrund ähnlicher Produktattribute Real Estate Opportunity Fonds komplementieren?

- Ausserhalb der Anlageklasse Real Estate: Hedgefunds, Private Equity, …
- Innerhalb der Anlageklasse Real Estate: Value-added Funds, REITs, …

3 Kritische Erfolgsfaktoren entlang der Wertschöpfungskette

3.1 Kritische Erfolgsfaktoren für primäre Aktivitäten

a. Sind die dargestellten kritischen Erfolgsfaktoren aus Ihrer Erfahrung als richtig zu beurteilen? (Einteilung nach „untergeordnet wichtig“ und „übergeordnet wichtig“)

Investmentproduktentwicklung

8. Langjährige Erfahrung in REPE Produktentwicklung
9. Interne Produktentwicklung
10. Einbezug von Investorenanforderungen
11. Entwicklung von verschiedenen Investitionsszenarios
12. Einbezug von lokalen Partnern
13. Einbezug externer Spezialisten für Spezialthemen
14. Vorhandene Watchlist geplanter Investitionen

Investorenakquisition

8. Vorhandener Track-Record (3. Quartil)
9. Etabliertes Investorennetzwerk
10. Reputation und positives Image
11. Hohe Managementbeteiligung
12. Risikoadjustierte IRR- und Laufzeitprognosen
13. Adäquate Management Fees und Gewinnbeteiligungen
14. *Nachvollziehbarer und robuster Investitionsprozess*

Investmentakquisition

8. *Netzwerk zu lokalen Partnern und Dienstleistern*
9. *Fokussierung auf grosse Deals mit Wertpotentialen*
10. *Fokussierung auf komplexe Investitionen mit wenig Konkurrenz*
11. *Akquisition günstigster Debt-Finanzierung*
12. *Lokal involviertes Akquisitionsteam*
13. *Nutzung aller Akquisitionskanäle*
14. *Strukturierter Identifikationsprozess*

Investmentprüfung und -abschluss

Identifikation der relevanten Risiken und Potentiale

8. *Schnelle Verhandlung und Closing*
9. *Einbezug hochqualifizierter externer DD-Berater*
10. *Standardisierte DD-Prozesse*
11. *Enge Zusammenarbeit mit externen DD-Beratern*
12. *Interne DD-Konsolidierung zur Risikominimierung*
13. *Optimale Strukturierung des Investitionen*

Management und Wertsteigerung

8. *Aktives Assetmanagement und Re-Development*
9. *Hochqualifizierte lokale Partner und Dienstleister*
10. *Fortlaufendes Financial Management*
11. *Ausschluss von double-promotes durch Integration lokaler Partner*
12. *Monitoring und Reporting der Wertentwicklung*
13. *Proaktive Vorbereitung Exit*
14. *Networking mit Stakeholdern*

Exit und Gewinnverwendung

8. *Aufbau und Verfolgung paralleler Exitstrategien*
9. *Aktiver Einbezug lokaler Partner*
10. *Frühe Kontakte zu Best-Ownern*
11. *Vorbereitete Vendor DD und Investoren-Dokumentation*
12. *Schnelle Verhandlung und Closing*
13. *Bindung der Gewinne für neue Anlageprodukte*
14. *Knowledge Management für neue Produkte*

3.2 Kritische Erfolgsfaktoren für unterstützende Aktivitäten

a. Sind die dargestellten kritischen Erfolgsfaktoren aus Ihrer Erfahrung als richtig zu beurteilen?

Unterstützende Aktivitäten

6. Management mit Track-Record im Bereich Real Estate Private Equity Fonds
7. Flache Hierarchien unter Einsatz von Prozessorganisationen
8. Hochqualifizierte Investment- und Assetmanager, über Gewinn incentiviert
9. Innovative Produktentwicklung, transparente und adäquate Reportingstandards
10. *Internationales Netzwerk zu Finanz- und Assetmärkten, Partnern und Dienstleistern*

3.3. Einfluss der Wertschöpfungsstufe auf Kosten und Gewinn

a. Welchen Einfluss besitzt die jeweilige Wertschöpfungsstufe auf Kosten und Gewinn?

Beeinflussung von Kosten und Gewinn (Fondsebene)

Einfluss der Wertschöpfungsstufe auf:	*Kosten*	*Gewinn*
7. Investmentproduktentwicklung	*wenig*	*mittel*
8. Investorenakquisition	*wenig*	*wenig*
9. Investmentakquisition	*wenig*	*mittel*
10. Investmentprüfung und Abschluss	*mittel*	*mittel*
11. Management und Wertsteigerung	*hoch*	*hoch*
12. Exit und Gewinnverwendung	*wenig*	*mittel*

Interviewprotokolle

Zu sämtlichen Interviews wurden schriftliche Protokolle angefertigt. Aufgrund der Vertraulichkeitsvereinbarung mit den Fachexperten werden die Protokolle an dieser Stelle nicht dargestellt. Im Verlauf der Masterthesis wird an verschiedenen Orten auf Erkenntnisse der Expertengespräche verwiesen. Dies erfolgt aus den vorgängig genannten Gründen in rein anonymisierter Form. In den Fällen, wo es sich um allgemeingültige Aussagen handelt, wurde die Fachperson namentlich genannt.

Zwecks Beurteilung der Masterthesis stehen dem Koreferenten und dem Betreuer die Protokolle zur Einsicht zur Verfügung.

8 Literaturverzeichnis

Allendorf, G. (2006): Indirekte Immobilienanlagen, DB Real Estate Spezial Invest GmbH, Vorlesungsunterlagen für MSc Real Estate (CUREM), Zürich, 2006

Aström, A.; Alvares, A. (2004) : Fee Structures in Pan-European Real Estate Investment Vehicles, Aberdeen Property Investors Nordic [Hrsg.], Stockholm, 2004

Atisreal [Hrsg.] (2006a): Atis Real International Research, Investment Market – Q1 2006, Europe Quarterly, 2006

Atisreal [Hrsg.] (2006b): Investment Market Report Germany 2006, Atisreal Consult GmbH, 2006.

Atteslander, P. (2003): Methoden der empirischen Sozialforschung, 10. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Berlin; New York, 2003

Bader, H. (1996): Private Equity als Anlagekategorie, Schriftreihe Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 233, Bern et al., 1996

Baum, A. (2005a): UK and European indirect property, Research paper for IPD Charities Conference 2005, London, 2005.

Baum, A. (2005b): Real Estate in Mixed-Asset Portfolios, Oxford Property Consultants, Vorlesungsunterlagen für MSc Real Estate (CUREM), Zürich, 2005

Bestmann, U. (2000): Finanz- und Börsenlexikon, über 3500 Begriffe für Studium und Praxis, 4., völlig überarb. und erw. Aufl., München, 2000

Bone-Winkel S.; Schulte K.-W.; Focke C. (2005): Begriff und Besonderheiten der Immobilien als Wirtschaftsgut, in: Schulte K.-W. [Hrsg.], Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Band 1, 3. Auflage, München, 2005

Bronda, A. (2006): European Property Markets, Aberdeen Property Investors, Vorlesungsunterlagen für MSc Real Estate (CUREM), Zürich, 2006

Cook, P. (1998): Private Equity investing, in: Jaffer, S. [Hrsg.]: Alternative Investment Strategies, London, 1998

DB Real Estate Research [Hrsg.] (2005a): Global Real Estate Insights, London, 2005

DB Real Estate Research [Hrsg.] (2005b): Value Added property funds, Managing market risk to maximize returns, London, 2005

Ernst & Young [Hrsg.] (2005): Market Outlook, Trends in the Real Estate Private Equity Industry, Real Estate, Hospitality and Construction Group, New York, 2005

Ernst & Young [Hrsg.] (2006): Luxembourg Real Estate Funds, A comprehensive Survey by Ernst & Young, Hospitality and Construction Group, New York, 2006

Euro Property [Hrsg.] (2005): European Property Fund Management, INREV Survey, London, 2005

EVCA [Hrsg.] (2004): Why and How to Invest in Private Equity, An EVCA Investor Relations Comittee Paper, Zaventem, 2004

EPRA [Hrsg.] (2006): Abfrage auf Website von European Public Real Estate Association, EPRA, Abfrage der Marktkapitalisierung, Adresse: http://www.epra.com, Abfrage am 29.07.2006

Froese A.; Paul. M. (2003), Neue Instrumente der Projektfinanzierung, in: Real Estate Investment Banking, Gondring, H.; Zoller E.; Dinauer J. [Hrsg.], 1. Auflage, Wiesbaden 2003

Gabler [Hrsg.] (2000): Gabler Wirtschaftslexikon, E-J, 15. Aufl., Wiesbaden, 2000

Gondring, H.; Zoller, E.; Dinauer, J. (2003): Real Estate Investment Banking, Neue Finanzierungsformen bei Immobilieninvestitionen, 1. Auflage 2003, Wiesbaden, 2003

Goodchild, R. (2006): Investments Worldwide, Lasalle Investment Management, Vorlesungsunterlagen für MSc Real Estate (CUREM), Zürich, 2006

Graf, S.; Gruber A.; Grünbichler, A. (2001): Private equity und hedge funds: alternative Anlagekategorien im Überblick, Andreas Grünbichler [Hrsg.], [et al.], unter Mitarb. von Christiane Böhmer [et al.], 1. Aufl., Frankfurt am Main, 2001

Hahn, T.C.; Geltner D.; Lietz N. (2005): Real Estate Opportunity Funds, Past Fund Performance as an Indicator of Subsequent Fund Peformance, in: The Journal of Portfoliomanagement [Hrsg.], 2005

Hepp, S. (2004): Einmal in die Ferne schweifen, in: Handelszeitung [Hrsg.], Nr. 24, S.64, 2004

Holzmann, C.; Rottke N. (2005): Opportunity Funds, in: Praxishandbuch Immobilieninvestition, Schulte K.-W.; Bone-Winkel S.; Thomas M.; Holzmann C. [Hrsg.], Handbuch Immobilien-Investition, 2. Auflage, Köln 2005

Holzmann, C.; Rottke N. (2006): Opportunity Funds, in: Praxishandbuch Immobilienzyklen, Martin Wernecke [Hrsg.] ; Nico B. Rottke [Hrsg.], unter Mitarbeit von Christoph Holzmann, Köln, 2006

Hudson-Wilson, S.; Gordon, J. N.; Fabozzi, F.J.; Anson, M.J.P.; Giliberto, S.M. (2005): Why Real Estate?, in: The Journal of Portfoliomanagement, 2005

INREV [Hrsg.] (2006a): INREV Vehicle Database Analysis, February 2006, Amsterdam, 2006

INREV [Hrsg.] (2006b): INREV Investment Intention Survey, in: The European market for non listed real estate funds and INREV,Vortrag in Zürich, 27.06.2006, Amsterdam, 2006

Jones Lang LaSalle [Hrsg.] (2006): European Capital Markets Bulletin, Full Year 2005, European Research, London, 2005

Jones Lang LaSalle [Hrsg.] (2005): Investment Strategy Annual, Lasalle Investment Management, 2005

Koster G. (2005): Taking a Closer Look at the Real Estate Privte Equity Industry, in Real Estate Newsline, Fall 2005, Ernst & Young [Hrsg.], Hospitality and Construction Group, New York, 2005

Kloess S. (1999): Konzeption eines aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren: kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsorientierten Dienstleistung, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 294, Bern , 1999

Kraft V. (2001): Private-Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen, Erfolgsfaktoren in der Managementpraxis, Frankfurt a.M, New York, 2001

Kutsch N; Mc Allister P.; Newell G. (2005): Private Property Vehicles: The Value of Interests in Limited Partnership, Research Paper for ERES Conference, Dublin, 2005

Lietz, N.G.; Chan D.; Mouchakka, P.; Bailey, E. (2006): The Lake Wobegon of Opportunity Funds, Pension Consulting Alliance, Portland, March 2006

Linneman, P.; Ross, S. (2002): Real Estate Private Equity Funds, in: Wharton Real Estate Review, Jg. 6, Nr. 1, Spring 2002

Luski, D. (2001): How To Create Value, Institute for Fiduciary Education, Research Paper, Januar 2001

Maier K.M. (2004): Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen: ein Leitfaden für Theorie und Praxis, Frankfurt am Main, 2004

Matz, C. (2002): Wettbewerbsentwicklung im deutschen Private-Equity-Markt: Strategieoptionen für Beteiligungskapital-Gesellschaften, Wiesbaden, 2002

Meyer, D. (2006): Abfrage auf Website von RE-Invest, Genf, Vision and Philosophy, Adresse: http://www.re-invest.ch, Abruf am 29.07.2006

Meyers Grosses Taschenlexikon (1987): Meyers Grosses Taschenlexikon in 24 Bänden, 2. neu bearbeitete Auflage, Band 6, Mannheim, Wien, Zürich, 1987

Müller-Stewens G.; Lechner C. (2005): Strategische Management, Wie strategische Initiativen zum Wandel führen, 3. Auflage, Stuttgart, 2005

Murer, A. (2003): Fondsklassifizierung und Erfolgsfaktoren für Real Estate Private Equity Fonds, i.A. von Mercer Management Consulting München, Universität Hohenheim, 2003

Neuhaus C. (2006): Indirekte Immobilienanlagen, Allokation innerhalb der Asset Class in: Immobilien – Grund & Lage, Sal. Oppenheim, Corporate Finance (Schweiz) AG [Hrsg.], 3. Ausgabe, Zürich, 2006

NAREIT [Hrsg.] (2006): Abfrage auf Website von National Association of Real Estate Investment Trust, NAREIT, Abfrage der Marktkapitalisierung, Adresse: http://www.nareit.com, Abfrage am 29.07.2006

Oxford Property Consultants [Hrsg.] (2006): The Indirect Property Market in Europe, The OPC Biannual Report, No.5, January 2006, London, 2006

Oxford Property Consultants; Deloitte & Touch [Hrsg.] (2003): European Private Property Vehicles Taking Stock, Report, Reading, 2003

o.V. (2006a): Abfrage auf Website von Wikipedia zu EU, EWR und EFTA, Adresse: http://de.wikipedia.org, Abfrage am 13.07.2006

o.V. (2006b): Abfrage auf Website von Global Real Estate Institute, Firmenbeschreibung von Patron Captital Limited, Adresse: http://www.globalrealestate.org, Abfrage am 29.07.2006

Pickard, J. (2006): FT Report Property, Funds swell as Investors seek new ground Real Estate opportunity funds break records as the largest of their kind, in Financial Times [Hrsg.], 14. März 2006, New York, 2006

Private Equity Intelligence [Hrsg.] (2006): Private Equity Spotlight, January 2006, Volume 2, Issue 1, London, 2006

Real Estate Alert [Hrsg.] (2006): Bull Market for High Yield Funds Roars On, Real Estate Alert, The Weekly Update on institutional marketplace, March 22, New York, 2006

Reiss, D.A.; Levinson, D.; Presant, S. (2002): Opportunistic Investing and Real Estate Private Equity Funds, in: Wharton Real Estate Review, Jg. 6, Nr. 1, 2002

Rottke, N.; Holzmann, C. (2003): Discount Deals und (Re)Development, Wertschöpfungsstrategien von Opportunity Funds, in: Immobilien Manager 12/2003, S. 20-22, 2003

Rottke N. (2004): Investitionen mit Real Estate Private Equity, Diss., in: Schulte. K-W.; Bone-Winkel, S. [Hrsg.], Schriften zur Immobilienökonomie, Schulte K-W. [Hrsg.], Köln, 2004

Russel Investment Group [Hrsg.] (2005): The 2005-2006 Russel Survey on Alternative Investing, Executive summary of key findings, Tacoma, 2005

Scheerer, N. (2006): Immobilienfinanzierungen und Strukturierte Finanzierungen, UBS Wealth Management, Vorlesungsunterlagen für MSc Real Estate (CUREM), Zürich, 2006

Schefczyk, M. (2000): Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2. Aufl., Stuttgart, 2000

Schulte K.-W.; Holzmann C. (2005): Immobilieninvestitionen im Kontext der Immobilienökonomie, in: Schulte K.-W.; Bone-Winkel S.; Thomas M. [Hrsg.], Handbuch Immobilien-Investition, 2. Auflage, Köln 2005

Thomas, C. (2006a): Management indirekter Immobilienanlagen als Dienstleistung, Lasalle Investment Management, Vorlesungsunterlagen für MSc Real Estate (CUREM), Zürich, 2006

Thomas, C. (2006b): Investmentperspektiven bis 2008: Verbriefung wichtiges Thema, in: Schweizer Immobilienbrief [Hrsg.], Ausgabe 1, März 2006

Wendling, P. (1990): Lexikon der Finanzbegriffe, Rastatt, 1990

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis „Branchenstruktur und kritische Erfolgsfaktoren von Real Estate Opportunity Fonds im europäischen Markt“ 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.

Zürich, den 31.07.2006