

Masterthesis

Zur Erlangung
Des Master of Science in Real Estate (CUREM)

*„Konzeption eines renditeorientierten Liquiditätsmanagements
für private Immobiliendirektinvestoren“*

Name: Matthias Eugster
Adresse: Schleifetobelweg 3, CH-8810 Horgen
Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess
René Saner
Abgabedatum: 16. August 2008

Vorwort & Danksagung

An dieser Stelle möchte ich Herrn Dr. Stephan Kloess meinen ganz besonderen Dank für seine wertvolle Unterstützung mit der aktuellen Fragestellung und die aktive Betreuung im Verlauf der Arbeit bedanken. Die Unterstützung in strukturellen, wissenschaftlichen und inhaltlichen Fragen war äusserst wertvoll, die Verfügbarkeit wurde nicht minder geschätzt.

Herrn René Saner möchte ich ausserordentlichen Dank für die Diskussion von investmentorientierten und rechnerischen Fragestellungen aussprechen. Die Zusammenarbeit war immer vom Streben nach praxisorientierten und realistischen Lösungsergebnissen geprägt und im Resultat ergiebig.

Ebenfalls ein grosses Dankeschön an sämtliche Experten, die sich mit wertvoller Praxiserfahrung als Gesprächspartner zur Verfügung stellten und den Inhalt der Arbeit qualitativ stark stützen.

Ein letztes und nicht minder herzliches Dankeschön für die Unterstützung und Geduld während der ganzen Studienzeit, spreche ich den Mitarbeitern meiner Firma so wie meiner Familie, allen voran Eva Maria Krähenmann aus.

Die Bearbeitung des Themas, mit engem Bezug zur Praxis, war eine interessante und motivierende Aufgabe. Ich hoffe, mit dieser Arbeit einen Beitrag für eine wertorientierte Betrachtung in der Behandlung der Liquiditätsströme und –bestände von privaten Immobiliendirektinvestoren leisten zu können.

Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis.....	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
1.1 Aktueller Bezug und Motivation.....	1
1.2 Problemstellung und Zielsetzung.....	2
1.3 Stand der Literatur	3
1.4 Aufbau der Masterthesis	5
1.5 Methodik	5
2 Grundlagen der Untersuchung	7
2.1 Einschränkungen der Arbeit.....	7
2.2 Theoretische Handlungsansätze	7
2.2.1 Asset allocation	8
2.2.2 Portfoliotheorie	9
2.2.3 Liquiditätsmanagement	10
2.2.4 Liquiditätspooling	12
2.3 Definition Investitionsverhalten.....	13
2.3.1 Beschreibung privater Immobiliendirektinvestor	13
2.3.2 Aktuelles Investitionsverhalten.....	14
2.4 Immobilien im Vergleich zu alternativen Anlagen.....	18
2.5 Hypothesen.....	22
3 Aufbau des Modells.....	23
3.1 Ausgangslage und Zweckmässigkeit des Modells	23
3.1.1 Definition der Investmentstile.....	23
3.1.2 Erläuterungen zu den Investitionsvolumen.....	25
3.1.3 Beschreibung des Modells	25
3.2 Annahmen zum Modell.....	29
4 Anwendung des Modells.....	34
4.1 Berechnungen anhand der Annahmen	34
4.1.1 Berechnungen Core.....	34
4.1.2 Berechnungen Value Add & Growth.....	36
4.1.3 Berechnungen Opportunistic.....	38
4.2 Ergebnispräsentation	40
4.3 Kritik und Auswertung der Hypothesen	41
5 Bezug der Modellergebnisse und Hypothesen und ihre Implikation auf Wiederanlagedeterminanten.....	44

6	Universum der Handlungsmöglichkeiten	48
6.1	Equitybezogene Handlungsmöglichkeiten.....	48
6.2	Debtbezogene Handlungsmöglichkeiten.....	52
6.3	Lösungsempfehlungen	53
6.3.1	Lösungsempfehlung Konzeption	53
6.3.2	Fallspezifische Lösungsempfehlung Wiederanlage.....	57
7	Fazit und Ausblick	61

Verzeichnis des Anhangs

Anhang I	Analyseraster
Anhang II	Der Investmentanalyse-Teilprozess
Anhang III	Determinanten des individuellen IOS
Anhang IV	Konzeptschritt 1 – Liquiditätskontrolle und Planung
Anhang V	Expertengespräche

Literaturverzeichnis

Ehrenwörtliche Erklärung

Abbildung 1	Finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien.....	10
Abbildung 2	Diagramm Zahlungsströme (eigene Darstellung).....	16
Abbildung 3	Determinanten des individuellen IOS.....	17
Abbildung 4	Strategien für die Verwaltung von nicht abgerufenem Kapital ...	20
Abbildung 5	Graphik Investorenstile.....	24
Abbildung 6	Wachstum Eigenkapitalbasis und Jahresrendite.....	28
Abbildung 7	IPD Returns nach Immobiliennutzungen, Schweiz	32
Abbildung 8	Index Performance 1993-2007	49
Abbildung 9	1. Konzeptschritt – Liquiditätsplanung und Kontrolle	54
Abbildung 10	Teilprozessschritt – Liquiditätspooling / Liquiditätskonto.....	55
Abbildung 11	2. Konzeptschritt – Umgang mit Liquiditätsüberschuss.....	56
Abbildung 12	Der Investmentanalyse-Teilprozess.....	Anhang II

Tabelle 1	Übersicht Modellausgangslage.....	26
Tabelle 2	Berechnungsgrundlagen Core.....	34
Tabelle 3	Berechnungen Core	35
Tabelle 4	Berechnungsgrundlagen Value Add & Growth.....	36
Tabelle 5	Berechnungen Value Add & Growth A-C.....	36
Tabelle 6	Berechnungen Value Add & Growth D.....	37
Tabelle 7	Berechnungsgrundlagen Opportunistic	38
Tabelle 8	Berechnungen Opportunistic A-C	38
Tabelle 9	Berechnungen Opportunistic D	39
Tabelle 10	Ergebnispräsentation.....	40
Tabelle 11	Investmentanforderungen Core	46
Tabelle 12	Investmentanforderungen Value Add & Growth	47
Tabelle 13	Investmentanforderungen Opportunistic	47
Tabelle 14	Ergebnispräsentation bei verändertem ROE.....	52

AG	Aktiengesellschaft
CHF	Schweizer Franken
EBT	Earning Before Taxes
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
HF	Hedge Fund
HFRI	Hedge Fund Research Index
IOS	Investment Opportunity Set
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank
IRR	Internal Rate of Return
Mgmt.	Management
Mio.	Millionen
p.a.	per annum
ROE	Return on Equity
ROEBT	Return on Equity before Taxes
RWB	Rendite Wert Beteiligungen AG
vgl.	vergleiche

1 Einleitung

Der private Investor mit Fokus Immobiliendirektinvestitionen verfügt über relativ konstante Cash Flows aus dem Immobilienbestand, so wie allenfalls unregelmässig anfallenden Erträgen aus Verkäufen, beziehungsweise Entwicklungsgewinnen. Den Erträgen stehen antizipierbare Kosten gegenüber. Genannte Faktoren führen zu Liquiditätsüberschüssen. Diese wachsen im Idealfall auf Monatsbasis an und sollten in möglichst kurzer Frist reinvestiert werden um von einer vollständigen Kapitalverzinsung, respektive dem Zinseszinsseffekt profitieren zu können.

1.1 Aktueller Bezug und Motivation

Der Umgang mit Liquidität ist für institutionelle wie private Investoren und Investitionsvehikel wichtig, wird aber in der Immobilienbranche kaum thematisiert. Nur in Extremsituationen wie beispielsweise in Zeiten von Anlagenotstand, bzw. ungewöhnlich hoher Cashpositionen oder gegenteilig bei Gefahr von Insolvenz wird Liquidität, zumindest in der Presse thematisiert. Prioritär zielen Investment-, Asset- oder Portfoliomanager auf bestmögliche Rentabilisierung der grössten Positionen hin und die Liquidität in Immobilienportfolios nimmt die Rolle eines Mittel zum Zweck und Indikation zur Zahlungsfähigkeit oder im interessantesten Fall Indikator zur Akquisitionsfähigkeit ein. Bei Immobilienfonds und Immobilien Private Equity-Vehikeln wird das Thema Liquidität, nicht zuletzt aufgrund der Vorkommnisse der vergangenen 2 Jahre, erst seit kurzem analysiert und nach effizienten Lösungsansätzen gesucht. Im institutionellen Bereich wird der Umgang mit Liquidität vorwiegend durch regulatorische Rahmenbedingungen und Anlagerichtlinien beschränkt. Im Private Equity Bereich sind es ebenfalls Anlage- sowie Produktrichtlinien, die den Umgang mit Liquidität in Form von Einschränkungen definieren. Allgemein müssen sich Fondsprodukte nicht primär mit Liquiditätsmanagement auseinandersetzen, da Sie dank sogenannten „Just in Time“ Konzepten Kapital je nach Bedarf abrufen oder ausschütten können und somit die Aufgabe Liquiditätsmanagement quasi dem Endinvestor weiterreichen¹. Im Gegensatz dazu hat der private Immobiliendirektinvestor eine höhere Flexibilität bezüglich der Verfügungsmöglichkeiten seiner liquiden Mittel, beziehungsweise verfügt sogar über den Vorteil von unbeschränkten Handlungsmöglichkeiten im Bezug auf die Verwendung liquider Mittel. Aufgrund der kaum vorhandenen Lösungsansätze im institutionellen wie privaten Bereich sowie

¹ Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, Vorwort.

aufgrund differenzierter Handlungsmöglichkeiten kann er allerdings nicht auf bestehende Konzepte und Lösungsansätze zurückgreifen.

Die Hauptmotivation der Arbeit erfolgt aufgrund der eigenen, über 6 jährigen Tätigkeit in der Bewertung, Bewirtschaftung und gesamtheitlichem Asset- und Investment Management für vorwiegend private Immobiliendirektinvestoren.

Die Recherche in Form dieser Masterthesis zur Analyse der Wertschöpfung von Liquiditätsmanagement hat nicht zuletzt in folgendem Zitat von Meyer / Gschrei (2006) seine Motivation gefunden: „Ein erfolgreiches Liquiditätsmanagement leistet einen erheblichen, in der öffentlichen Wahrnehmung bisher völlig unterschätzten, Beitrag zur Rendite des Gesamtinvestments“².

In sämtlichen Investitionsvehikeln ist die Liquiditätsfrage nicht befriedigend gelöst. Diese Masterthesis zielt darauf ab, Opportunitäten zu identifizieren, evaluieren und konzeptionell darzustellen.

1.2 Problemstellung und Zielsetzung

Im Rahmen einer Masterthesis soll folgende Kernfrage untersucht werden: „Wie kann ein effektives Liquiditätsmanagement zur Renditesteigerung von privaten Immobilienportfolios beitragen?“.

Zur Beantwortung der Kernfrage werden in der Arbeit untersucht, welche Instrumente angewendet werden können. Weiter sollten Rahmenbedingungen, ab denen es sich theoretisch lohnen kann Liquiditätsmanagement zu betreiben, untersucht werden. Schliesslich soll definiert werden, wie ein Konzept aussehen kann, um renditeorientiertes Liquiditätsmanagement zu betreiben.

Die Arbeit zielt darauf ab, mit Hilfe eines Konzeptes dem privaten Investor, im Sinne einer Annäherung an ein gesamtheitliches Asset Management, ein Instrument zur Verbesserung der Wertschöpfung zu erarbeiten. Das Konzept hat jedoch nicht den Anspruch, in jeder Marktverfassung zu funktionieren.

Es sollen Aussagen über die Möglichkeiten eines aktiven renditeorientierten Liquiditätsmanagements getroffen werden. Darüber hinaus soll aufgezeigt werden,

² Meyer, Thomas / Gschrei, Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG

welchen Einfluss die Anlagealternativen auf die gesamtheitliche Anlagerendite haben können.

Eine Konzeption zur Umsetzung von renditeorientiertem Liquiditätsmanagement soll relevante Einflussfaktoren auf das Ergebnis, Opportunitäten und Risiken berücksichtigen.

Aus eigener Erfahrung erwartet der Autor, dass die Erwartungen an den Effekt von renditeorientiertem Liquiditätsmanagement prozentual nicht zu hoch sein dürfen und das renditeorientierte Liquiditätsmanagement nur in der langfristigen Anwendung und vor allem in absoluten Zahlen ausgedrückt sichtbare Ergebnisse liefern kann. Zusätzlich ergeben sich positive Nebeneffekte zu Gunsten Diversifikation und Controlling.

1.3 Stand der Literatur

Geltner / Miller (2007) und Geltner / Miller (2005) gelten im angelsächsischen wie deutschsprachigen Raum als wichtige Quellen für definitorische und kalkulatorische Grundlagen im Real Estate Bereich und behandeln immobilienökonomische Themen von der Makroperspektive bis zur detaillierten Investitionsrechnung auf der Mikroebene. Trotz der sehr präzisen Argumentationen und Analysen wird das Thema Liquiditätsmanagement nicht behandelt und bei Bewertungsschemen generell die Annahme getroffen, die Cash Flows werden zu gleichem Zinssatz fortwährend angelegt³.

Ähnliche Argumentationen lassen sich im aktuellen Werk Ling / Wayne (2008), Real Estate Principles: A Value Approach, nachlesen. Auch dieses Werk thematisiert Liquiditätsmanagement nicht⁴.

Wellner (2003) ist eines der wenigen Werke in der deutschsprachigen Literatur, welches Immobilien-Portfolio-Management ganzheitlich behandelt und von der wissenschaftlichen, finanz- und betriebswirtschaftlichen Theorie, immobilienrelevante Ansätze herausgreift, mit der Absicht, die Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-System aufzuzeigen. Das Werk erwähnt die drei wichtigsten Kriterien bei

³ Geltner, David M. / Miller, Norman G. (2007), Commercial Real Estate – Analysis & Investments, Second Edition, Mason.

⁴ Ling, David C. / Archer, Wayne R. (2008), Real Estate Principles: A Value Approach, Second Edition, New York.

finanzwirtschaftlichen Entscheidungen, nämlich Rendite, Risiko und Liquidität, klammert aber zugleich die Thematisierung des Kriteriums Liquidität aus⁵.

Recherchiert man die finanzwirtschaftliche Literatur möchte man Annehmen, dass bei der Thematisierung von Asset Allocation die Liquidität eine nicht prioritäre aber doch erwähnenswerte Position einnimmt. Literatur die das Thema Asset Allocation gesamtheitlich beschreibt, beweist das Gegenteil, beispielsweise Bernstein (2000), *The Intelligent Asset Allocator*⁶.

Im Zusammenhang mit Investitionsvehikeln wie Dachfonds und Private Equity Fonds wurde das Problem der tiefen Performance aufgrund hoher Liquiditätspositionen erst in den letzten zwei bis drei Jahren erkannt. Trotzdem ein bisher wenig thematisiertes Thema das von Meyer / Gschrei (2006) lösungsorientiert beleuchtet wird und in dieser Arbeit Ansatzpunkte für den privaten Immobilieninvestor liefert⁷. Campbell / Viceira (2002), *Strategic Asset Allocation–Portfolio Choice for Long-Term Investors*⁸, Darst (2007), *Mastering the Art of Asset Allocation- comprehensive approaches to Managing Risk and Optimizing Returns*⁹. Neben der angelsächsischen Literatur, setzt die hiesige Literatur ähnliche Schwerpunkte, so zum Beispiel Gantenbein / Laternser / Spremann (2001), *Anlageberatung und Portfoliomanagement*, so wie weitere Werke derselben Autoren¹⁰ oder Kränzlein (2005), *Asset Allocation bei variablem Anlagehorizont*¹¹. Fokus dieser Publikationen liegt unter anderem in der Behandlung der Kapitalmarkttheorie, auf der Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen mit Ausklammerung der Liquiditätsthematik.

Aufgrund wenig vorhandener Literatur im Immobilienbereich, muss auf Literatur aus der Betriebswirtschaft zurückgegriffen werden. Aufgrund der hohen Finanzvolumen liegt das Thema Liquiditäts- oder Cash-Management vor allem im Interesse grosser Konzerne. So lassen sich beispielsweise aus Bischoff (1989) Managementansätze

⁵ Wellner, Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien Portfolios, Reihe Immobilienmanagement, Band 3, Prof. Dr. Wolfgang Pelzl, Institut für Immobilienmanagement der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Leipzig.

⁶ Bernstein, William J. (2000): *The Intelligent Asset Allocator*, New York.

⁷ Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): *Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze*, RWB RenditeWertBeteiligungen AG

⁸ Campbell, John Y. / Viceira Louis M., (2002): *Strategic Asset Allocation, Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford.

⁹ Darst, David M. (2007): *Mastering the art of asset allocation – comprehensive approaches to Managing Risk and Optimizing Returns*, New York.

¹⁰ Gantenbein Pascal / Laternser Stefan / Spremann Klaus (2001): *Anlageberatung und Portfoliomanagement*, 2. Aufl., Zürich.

¹¹ Kränzlein, Klaus (2000): *Asset Allocation bei variablem Anlagehorizont*, Diss., Universität St. Gallen, Bern.

ablesen. Das Werk thematisiert die Determinanten des Liquiditätsmanagement im internationalen Industrieunternehmen¹². Ebenso hilft Nitsch / Niebel (1997) mit dem Werk „Praxis des Cash Managements“ Ansätze für die Steuerung der Liquidität zu erarbeiten¹³.

1.4 Aufbau der Masterthesis

In ersten Teil werden Grundlagen erarbeitet, Annahmen getroffen und die Einschränkungen der Arbeit erwähnt. Im nachfolgenden Abschnitt wird der zu untersuchende private Investor hinsichtlich seiner Kernkompetenz, Umgang mit Liquidität und Hauptgeschäftstätigkeit mit Hilfe von Annahmen aus Expertengesprächen beschrieben und theoretische Handlungsansätze betrachtet.

Nachdem die Rahmenbedingungen festgelegt und Einflussfaktoren festgehalten wurden, sollen anhand der Ergebnisse Lösungsempfehlungen möglich sein. Es soll erörtert werden, welche Kosten in Form von nicht realisierten Opportunitäten hinsichtlich ausbleibender Kapitalisierung im Rahmen des Gesamtinvestments entstehen können.

Ziel soll sein, bestehende Möglichkeiten zur zwischenzeitlichen Anlage von Entstehung der Liquidität bis zur wahrscheinlichen Wiederverwendung in direkte Immobilienengagements festzuhalten.

Als Handlungsmöglichkeiten werden reguläre, für private Investoren zugängliche Anlagemöglichkeiten berücksichtigt. Die Konzeption soll die Optionen von Fremdkapitalrückzahlungen wie auch equityorientierte Anlage der Liquidität als Lösungsempfehlung berücksichtigen.

1.5 Methodik

Weil sehr wenig Literatur existiert, wird in dieser Arbeit nachfolgend explorativ vorgegangen. Die Analyse dieser Arbeit findet im Rahmen einer theoriebasierten Exploration statt und leitet aus vorhandenen wissenschaftlichen und alltäglichen Theorien neue Hypothesen ab. Die Anforderungen an die Alltagstheorien werden durch mündliche Expertengespräche, angewendete Ansätze von Marktteilnehmern und eigene Erfahrung erfüllt. Die wissenschaftlichen Theorien basieren auf einer erforderlichen Literaturrecherche.

¹² Bischoff, Erich (1989): Determinanten des Cash Managements im internationalen Industrieunternehmen unter Berücksichtigung der Einsatzmöglichkeiten von kurzfristigen Finanzplanungsmodellen, Diss., Georg-August-Universität Göttingen, Göttingen.

¹³ Nitsch, Rolf / Niebel Franz (1997): Praxis des Cash Managements, Wiesbaden.

Durch eine evaluierende Modellbildung wird die explorative Studie unterstützt, die Hypothesen getestet und zur Vermittlung von Lösungsansätzen und neuen Theorien, beziehungsweise einer Konzeption für renditeorientiertes Liquiditätsmanagement werden graphische Darstellungen verwendet. Graphische Darstellungen sind ein übliches Hilfsmittel um in der explorativen Forschung Theorien darzustellen¹⁴.

Zitat Bortz / Döring (2003): „Mit Exploration ist das mehr oder weniger systematische Sammeln von Informationen über einen Untersuchungsgegenstand gemeint, das die Formulierung von Hypothesen und Theorien vorbereitet. Die theoriebasierte Exploration leitet im Zuge einer systematischen Durchsicht und Analyse aus vorhandenen wissenschaftlichen und alltäglichen Theorien neue Hypothesen ab.“¹⁵

Die Umsetzung der Methodik resultiert in einer Literaturrecherche und Expertengesprächen so wie der Integration von theoretischen Grundlagen von recherchierenden Marktteilnehmern. Nach der Hypothesenbildung werden mittels eines Analyserasters¹⁶ verschiedene Investmentstile und Kapitalvolumina berücksichtigt. Die Investmentstile repräsentieren Investorengruppen mit jeweils gruppenintern, deckungsgleicher Merkmalskonfiguration. Die gewählten Investitionsvolumen und Investmentstile zielen darauf ab, eine für die Gesamtheit professioneller Privatinvestoren gültige Aussage über die Relevanz der Handlungsempfehlungen zu erhalten (Vgl. 2.1.1).

Die Einflussfaktoren und Voraussetzungen für die Berechnungsgrundlagen werden aufgrund der Definition der genannten Investoren qualitativ beschrieben. Ausgangslage und Annahmen, werden wie die Hypothesen anhand eigener Erfahrung und vor allem mit Hilfe von Expertengesprächen gestützt. Die neun Fälle werden im Bezug zu renditeorientiertem Liquiditätsmanagement quantitativ gemessen. Die Ergebnisse der quantitativen Messung sollen die Basis für eine Handlungsempfehlung pro Fall bilden. Die Überprüfungen der Hypothesen beziehen sich auf das Modell, da bisher keine empirische Überprüfung stattfinden konnte. Die Handlungsempfehlung wiederum bildet ein wichtiges Element in der Konzeption eines renditeorientierten Liquiditätsmanagements der einzelnen Fälle oder gibt Aufschluss darüber ob die Anwendung der Konzeption im einzelnen Fall Sinn macht.

¹⁴ Bortz Döring (2003): Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler 3. Aufl., S. 358.

¹⁵ Bortz Döring (2003): Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler 3. Aufl., S. 363.

¹⁶ Siehe Anhang I

2 Grundlagen der Untersuchung

2.1 Einschränkungen der Arbeit

Aufgrund des limitierten Umfangs der Arbeit wird auf steuerliche Aspekte nicht näher eingegangen. Allfällige Vergleiche von Assetklassen und deren Renditen werden in vorsteuerlicher Betrachtung vollzogen. Zudem gilt die Annahme, dass eine angemessene bis hohe Fremdfinanzierung steuerlich interessante Effekte zur Folge hat und gegenteilig eine Verminderung des Fremdkapitals bei Immobilieninvestitionen steuerliche negative Effekte generiert.

Auf Interviews mit privaten Immobiliendirektinvestoren wird aus nachstehenden Gründen verzichtet. Die Vermögenswerte von Privatpersonen werden in der Schweiz kaum öffentlich kommuniziert und sind schwer zugänglich. Aus mehrjähriger, eigener Erfahrung und Expertengesprächen wird festgestellt, dass die Mehrheit der privaten Immobilieninvestoren in der Schweiz Anonymität schätzt, sich spärlich kommuniziert und kaum Gefallen daran findet Informationen über ihre Vermögenswerte oder private Daten für potentielle Publikationen zur Verfügung zu stellen¹⁷. Selbst vertraulich gemanagte Benchmarkplattformen speziell auf die Bedürfnisse dieser Privatinvestoren und Immobilienbetreiber hin betrieben, kämpfen um Daten, welche immerhin zum Selbstzweck der Privatinvestoren inventarisiert würden (Beispiel Hotelbenchmark, Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit).

Die Ergebnisse der Arbeit werden qualitativ beschrieben und eine Konzeption wird vorgeschlagen. Aufgrund der qualitativen Beschreibung und der quantitativen Anforderungen können auf Asset Klassen und Investitionsvehikel hingewiesen werden, auf konkrete Produktempfehlungen wird aus wissenschaftlichen Gründen verzichtet.

2.2 Theoretische Handlungsansätze

Im Abschnitt theoretische Handlungsansätze werden in der Wissenschaft bekannte und in der Industrie angewandte Theorien, so wie vereinzelt Handlungsanweisen thematisiert. Wo Handlungsanweisungen und Theorien für das behandelte Thema in der immobilienwissenschaftlichen Literatur nicht vorhanden sind, wird anwendbares Wissen aus branchenfremder Literatur behandelt und auf ihre Relevanz geprüft.

¹⁷ Expertengespräche gemäss Liste Anhang V

2.2.1 Asset allocation

Asset allocation bedeutet, wie ein Investor sein Vermögen auf verschiedene Anlageklassen verteilt¹⁸, wobei die Entscheidung der Gewichtung zwischen den verschiedenen Anlageklassen seinem persönlichen Risikoprofil entsprechen sollte¹⁹.

Bei der optimalen Vorgehensweise wird ein „Top-Down“ Vorgehen gewählt, welches sich dadurch äussert, dass die Vorgehensweise vom „Allgemeinen zum Detail“ führt²⁰. Bei der Berücksichtigung der Anlageklassen, beziehungsweise der Anlagen und Anlageinstrumente, wird eine investorenpräferenzgerechte Gewichtung des Vermögens in die verschiedenen Anlageklassen getätigt.

Gegenteilig zum „Top-down-Approach“ wird beim „Bottom-up-Approach“ durch Kauf einzelner Anlagen ein Portfolio erstellt, welches sodann zu einer Asset allocation führt. Beim Bottom-up kann die Bevorzugung einzelner Anlagen zu einer Asset Allocation führen, die bezüglich Methodik und Diversifikation im Gegensatz zum Top-down-Approach schwerer steuerbar ist²¹.

Aufgrund der Verfügbarkeitsmuster von Immobilieninvestments (am Markt verfügbare Objekte), neigt der private Immobilieninvestor eher zum Bottom-up-Approach, was nicht ausschliesst, dass er gleichzeitig eine klare Immobilien- und Akquisitionsstrategie verfolgt, die dem Gedanken einem Top-down-Approach nahe kommen. Das Problem liegt in der Umsetzung, beziehungsweise der Verfügbarkeit von strategiegerechten Immobilienakquisitionen.

Generell gilt in der Literatur Uneinigkeit über die optimale Immobilienquote in einem Portfolio. Im Weiteren äussert sich die Literatur kaum über die empfehlenswerte Grösse der Liquiditätsposition innerhalb der Asset Allocation, da Liquidität in der Literatur kaum beschrieben wird (vgl. 1.3. Stand der Literatur)²². Durch Anlagerichtlinien von kotierten Investitionsvehikeln muss sich die Literatur dennoch mit der Position Liquidität auseinandersetzen. Die Bandbreite dieser Position ist allerdings derart hoch angesetzt, dass sich keinerlei Handlungsanweisungen für den Privatinvestor ableiten lassen. So beschreibt Rainer (2005), dass die Struktur von

¹⁸ OECD Classification and Glossary, 2005 Edition, S. 44.

¹⁹ Gantenbein Pascal / Laternser Stefan / Spremann Klaus (2001): Anlageberatung und Portfoliomanagement, 2. Aufl., Zürich, S. 34

²⁰ Gantenbein Pascal / Laternser Stefan / Spremann Klaus (2001): Anlageberatung und Portfoliomanagement, 2. Aufl. Zürich, S. 32, 33

²¹ Gantenbein Pascal / Laternser Stefan / Spremann Klaus (2001): Anlageberatung und Portfoliomanagement, 2. Aufl. Zürich, S. 32, 33, 34

²² Curren Vorlesungsskript Real Estate in Mixed-Asset Portfolio, Kanak Patel, 21. September 2007, S.104, S. 107.

offenen Fonds in Deutschland einen Liquiditätsgrad von bis zu 50% der Asset allocation erlaubt und dass diese Liquiditätsposition zur Akquisition von zukünftigen Kerninvestments dienen soll, Ausschüttungen gerecht werden muss und gleichzeitig zwischenzeitlich in kurzfristig liquidierbare Alternativenanlagen investiert werden kann um Rendite zu generieren²³. Er macht die Beobachtung, dass in benannten Vehikeln zwischen 25%-49% Liquidität gehalten wird um gewissen Verpflichtungen gerecht zu werden. Ein privater Investor kann auf diesen Grundlagen und mit anderen Voraussetzungen (keine Ausschüttungspflicht) keine effizienten Lehren ableiten, ausser zu evaluieren, ob die temporären Investments der Fondsanlagen derartige sind, zu welchen er Zugang hat und die aufgrund seiner Bedürfnisse zu berücksichtigen sind.

2.2.2 Portfoliotheorie

Innerhalb der Portfoliotheorie wird die Messung von Liquidität im Vergleich zur Messung von Rendite und Risiko als komplexes und problematisches Unterfangen beschrieben. Aus diesem Grund klammert der Grossteil der relevanten Fachliteratur die Thematisierung oder gar Messung von Liquidität aus²⁴. Anders wird das Thema von Spezialisten für Publikumsfonds der Anlageklasse Private Equity, RWB Private Capital Fonds betrachtet, welche mit ihrer Publikation in 2006 quasi zu den „First Movers“ gezählt werden dürfen. Sie beschreiben die Aufgabe des Liquiditätsmanagement als „wahrhaft komplex“ und erkennen aus diesem Grund die Notwendigkeit Liquiditätsmanagement innerhalb eines Dachfonds zu managen und nicht an den Endinvestor zu delegieren. RWB sieht die Konkurrenzfähigkeit nur in einem gesamtheitlich gemanagten Produkt, dass Liquiditätsmanagement auf Produktebene betreibt und somit für institutionelle wie private Investoren eine Anlagealternative darstellen kann²⁵. Sollte der Ansatz von RWB am Markt positiv aufgenommen werden, könnte man interpretieren, dass ein kompetitiver Portfoliomanager, beziehungsweise Fondsmanager über die Kompetenz zur Thesaurierung haben sollte und demnach über die Fähigkeit zur Einbindung eines effektiven Liquiditätsmanagement in sein Portfoliomanagement verfügt.

²³ Reiner, Frank (2005): International Asset Allocation and Real Estate Investments, Diss., Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, S. 49, 50

²⁴ Wellner, Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien Portfolios, Reihe Immobilienmanagement, Band 3, Prof. Dr. Wolfgang Pelzl, Institut für Immobilienmanagement der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Leipzig, S. 7

²⁵ Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, Vorwort.

Interessant ist, dass sich der Markt für Lösungsansätze interessiert, die Wissenschaft das Thema Liquidität im Rahmen der Portfoliomanagements aber oft ausgrenzt. Als Beispiel: Wellner (2003), S 7. „Die Portfolio-Theorie ist eine reine zweidimensionale Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen, weshalb in dieser Arbeit die Liquidität nicht weiter von Bedeutung sein wird und ein fester Prozentsatz für eine Mindestliquidität pauschal angenommen werden kann. Es gilt als ausschliesslich, die beiden Einflussgrössen Rendite und Risiko zu analysieren, zu messen und zu steuern.“

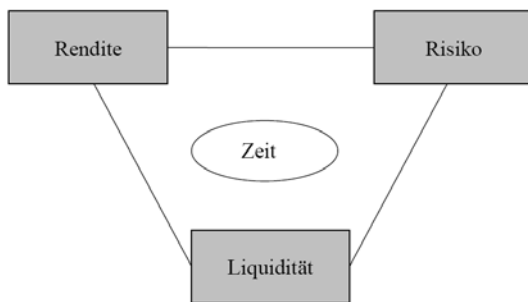


Abbildung 1: Finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien²⁶

Einerseits bildet die Liquidität im Anlageentscheidungsprozess eine tragende Rolle und ist eines der drei Standbeine der grundlegenden finanzwirtschaftlichen Entscheidungskriterien, andererseits wird sie in der Literatur stark vernachlässigt. Einzig in der Risikoanalyse findet sie vor allem unter dem Worst Case Blickpunkt Illiquidität ihren Platz²⁷.

Generell beschreibt die Moderne Portfolio Theorie (MPT), dass Diversifikation die grösste Effektivität erlangt, wenn gehaltene Assets als Teil eines diversifizierten Portfolios, keine oder möglichst kleine Korrelation mit den anderen gehaltenen Assets aufweist²⁸.

2.2.3 Liquiditätsmanagement

Definition

Liquiditätsmanagement und Cash-Management werden in der Literatur uneinheitlich definiert. Die Mehrheit der Literatur thematisiert Liquiditätsmanagement, beziehungsweise das Vorhandensein einer Mindestliquidität nur im Zusammenhang mit dem Schuldendeckungsgrad, Liquidität 1 und 2 oder weiteren liquiditätsbezogenen

²⁶ Wellner, Kristin (2008): Theorie des Immobilien Investment Managements, Vorlesung Currem 18.02.2008, S. 9.

²⁷ Vgl. Wellner, Kristin nach Giliberto / Goldberg, Real Estate in a Capital Market Context, 1994, S.127

²⁸ Boyd, James W. (1998): Leverage and real estate investment in mixed-asset portfolios, Journal of Real Estate Portfolio Management, American Real Estate Society provided by ProQuest Information and Learning Company, S. 1.

Kennzahlen²⁹. Positive Aspekte eines allenfalls effektiv geführten Liquiditätsmanagements werden nicht thematisiert, im Gegenteil, jegliche positive Aspekte werden im Thema Rentabilität oder im Falle der Unternehmenstheorie unter Produktivität abgehandelt. Eine der wenigen Ausnahmen bildet die Literatur, welche sich mit dem in den USA bekannt gewordenen Treasury Management für Grosskonzerne auseinandersetzt. Das Treasury Management oder Liquiditätsmanagement fokussiert darauf, Synergieeffekte für die Gesamtunternehmung durch Pooling der Liquidität in einem eigenständigen Profit Center (meist auf Holding Ebene) zu generieren³⁰.

Eine marktorientierte und realistische Definition scheint nach Meyer / Gschrei (2006): „Strategische Liquidität betrachtet den Liquiditätsbedarf auf langfristiger Basis und berücksichtigt die Möglichkeit verschiedener unerwarteter und potenziell schädlicher Geschäftsbedingungen. Sie ist bedeutsam aufgrund ihres potenziellen Effekts auf die letztendliche Rentabilität des Dachfonds“.

Anforderungen

Um Liquiditätsmanagement innerhalb eines Investitionsvehikels erfolgreich ausführen zu können bedingt es nach Meyer / Gschrei (2006) die Berücksichtigung der Zusammenhänge zwischen der allgemeinen Investitionsstrategie, der Steuerung des nicht abgerufenen Kapitals, den verfügbaren Ressourcen und Timing-Aspekten, so wie Fähigkeiten zur qualitativen und quantitativen Modellierung und Finanzsteuerung, einem hohen Mass an Urteilsvermögen und Management-Disziplin. Die Disziplin hierbei deutet vor allem auf die Umsetzung von kleinen Schritten hin, die summarisch über eine langfristige Investitionsperiode einen markanten Effekt erzielen können³¹.

Einigung über den Begriff Liquiditätsmanagement in dieser Arbeit

Nach Nitsch / Niebel (1997) können im Treasury eines Konzerns vier Bereiche abgedeckt werden: 1. Forderungsmanagement, 2. Währungsmanagement, 3. Kapitalmanagement und 4. das Liquiditätsmanagement³². In dieser Masterthesis wird das Forderungsmanagement nicht behandelt, da es in der administrativen Bewirtschaftungskompetenz der Liegenschaftenverwaltung liegt und verschiedene Faktoren wie Mietgesetz und standardisierte Verwaltungsprogramme und Abläufe das Forderungsmanagement weitgehend definiert haben. Der zweite Punkt fällt weg, da die

²⁹ Weber, Kurt Helmut (1998): Rentabilität, Produktivität und Liquidität: Grössen zur Beurteilung und Steuerung von Unternehmen, 2., vollst. überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden, S.15.

³⁰ Nitsch, Rolf / Niebel Franz (1997): Praxis des Cash Managements, Wiesbaden, S.17

³¹ Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, S.20.

³² Nitsch, Rolf / Niebel Franz (1997): Praxis des Cash Managements, Wiesbaden, S. 19.

Untersuchung währungsneutral gerechnet wird. Die Punkte Kapitalmanagement (equity- und debtbezogene Investitionsmöglichkeiten) und Liquiditätsmanagement (Liquiditätsplanung, Zahlungsstromsteuerung) im eigentlichen Sinne sind Kern der Untersuchung.

Mit Bewusstsein der Uneinigkeit in der Literatur über die Begriffe Cash Management und Liquiditätsmanagement, werden die Begriffe in dieser Arbeit gleichgesetzt und synonym verwendet.

2.2.4 Liquiditätspooling

Fazit Nitsch / Niebel (1997), S. 61.: „Unter Cash Pooling versteht man das Zusammenziehen von Geldüberschüssen und Kontokorrentinanspruchnahmen bei einer Clearing-Stelle. Sinn eines solchen Verfahrens ist die Ersetzung der dezentralen Kassenhaltung durch eine Liquiditätsvorhaltung, die zinsgünstiger und unbürokratischer gehalten werden kann als einzeln geführte Kassen“.

Nach Meyer / Gschrei (2006) muss die Steuerung der Liquidität dem täglichen Geldbedarf unter erwarteten oder wahrscheinlichen Geschäftsbedingungen prioritär Rechnung tragen. Die Verfügung über einen Liquiditätspool muss einer dementsprechenden Liquiditätsplanung Rechnung tragen, bevor Investmentaktivität verfolgt werden darf.

In der Literatur für Unternehmensführung und Liquiditätsmanagement so wie in diversen Pressemitteilungen wird der Term Cash Pooling oder Liquiditätspooling immer wieder im Kontext von finanzierungsbezogenen Unternehmungsstrategien mit Zielsetzung Erhöhung des Leverage erwähnt. In Konzernen wird somit Liquiditätspooling teilweise zwecks Quersubventionierung und Finanzierung von verschiedenen Rechtseinheiten innerhalb des Konzerns verwendet. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass in verschiedenen Konzernen der Missbrauch von Liquiditätspooling zu Controllingproblemen und sogar Illiquidität geführt hat. Diese Masterthesis schliesst genannte Vorgehensweise gänzlich aus und empfiehlt debtbezogene Handlungsmöglichkeiten nicht im Sinne von Verschiebungen zwischen eigenständigen Rechtseinheiten vorzunehmen (Liability-Minimierung). Der Begriff Liquiditätspooling wird in dieser Masterthesis nur im Zusammenhang eines Sammelkontos erwähnt, welches Liquiditätsüberschüsse aus verschiedenen Liegenschaftskontis sammelt, damit eine übersichtliche Situation bezüglich Liquiditätsbestands entsteht. Aus dem kreierte Liquiditätspool können folglich Investitionen getätigt werden. Der Liquiditätspool dient

einzig zur übersichtlichen Verwaltung der Liquiditätsbestände zwecks Controlling und einfacherer und zeitnaher Reinvestition.

2.3 Definition Investitionsverhalten

Die Zusammensetzung der Portfolios von Privatinvestoren, beziehungsweise die Präferenzen für verschiedene Assetklassen wird von Kottke (2005) gemäss einer Analyse aus 2003 wie folgt beschrieben: 18% Aktien, 73-80% in Anleihen, unter 0-1% Derivate und 1-6% übrige Anlagen (gesamtheitlich 45% in Fonds)³³. Interessant ist auch die Feststellung, dass 25% der Investoren in lediglich einen einzigen Asset investieren, 18% in zwei Assets, 9% in vier Assets, 7% auf fünf Assets und 28% in mehr als fünf Assets. Der durchschnittliche Investor hält nach Kottke (2004) 4,49 Assets³⁴. Die Untersuchung konzentriert sich auf Bankdaten in der Schweiz und Österreich.

Die Zahlen sagen aus, dass der Anleihenanteil sehr hoch ist, was sich als positives Zeichen für das Potential von relativ sicheren Immobilieninvestments, quasi als Alternative zu Anleihen interpretieren lässt. Hält ein privater Immobilieninvestor ein Grossteil seiner Assets in Buy & Hold Anlageobjekten und nur ca. 15-20% in anderen Anlagen verhält er sich bezüglich Asset Allocation nach Anlageklassen theoretisch nicht anders als der durchschnittliche Privatinvestor.

Nach Kottke (2005) gilt zusätzlich die sogenannte „Home bias“, dass heisst das Privatinvestoren 82-93.8% ihres Kapitals im Heimmarkt investieren³⁵. Es darf angenommen werden, dass der private Immobilieninvestor ein identisches Anlageverhalten verfolgt. Letzteres dürfte vor allem von der Verfügbarkeitsheuristik geprägt sein. Allgemein ist die „Home Bias“ durch die Verfügbarkeitsheuristik so wie einer Kontrollillusion geprägt.

2.3.1 Beschreibung privater Immobiliendirektinvestor

Der private Immobiliendirektinvestor verfügt über einen Immobilienbestand, den er als Investment bewirtschaftet und der mit grösster Wahrscheinlichkeit sein Kernvermögen und prioritäre Einkommensquelle darstellt. Der beschriebene Investor ist in der Schweiz

³³ Kottke, Nils (2005): Entscheidungs- und Anlageverhalten von Privatinvestoren, Diss., Universität Innsbruck, S, 159.

³⁴ Kottke, Nils (2005): Entscheidungs- und Anlageverhalten von Privatinvestoren, Diss., Universität Innsbruck, S, 164.

³⁵ Kottke, Nils (2005): Entscheidungs- und Anlageverhalten von Privatinvestoren, Diss., Universität Innsbruck, S, 194.

ansässig und entsprechend ist sein Immobilienbestand vorwiegend in der Schweiz, eventuell konzentriert auf wenige Kantone oder sogar Gemeinden.

Der zu untersuchende Investorentyp hat vorwiegend Best Owner Qualitäten im Bereich direkter Immobilienanlagen und kann durch seine Fachkompetenz eine Rendite über Benchmark erwirtschaften. Die professionelle Herkunft ist unterschiedlich, die Motivation zum Immobilieninvestment ebenfalls. Typische Beispiele können Generalunternehmer, Immobilientreuhänder und Unternehmer in baunahen Branchen, so wie Familien mit Fokus Immobilieninvestments sein.

Generell strebt der Investor primär die Weiterentwicklung und Vergrößerung seines Immobilienportfolios an und verwendet gewonnenes Kapital, um sein Immobilienportfolio zu vergrößern. Das Wachstum kann hierbei aufgrund strategischer oder rein opportunistischer Handlungsweise stattfinden. Allgemein wird angenommen, dass der Investor aufgrund seiner Erfahrungen eine Motivation für bestimmte Nutzungsarten, Lagen und Gebäudezustände hat.

2.3.2 Aktuelles Investitionsverhalten

Die Literatur beschreibt diverse typische Investitionsverhalten die bei der Asset allocation als Entscheidungsfaktor für oder gegen ein Investment wirken. Für den privaten Immobilieninvestor dürfte die „Relying on good experience“ Theorie (vgl. 1.8.1) in den meisten Fällen zutreffen. Sie beschreibt den Fokus eines Investors oder Portfoliomanagers auf eine Anlageklasse in welcher er am meisten Erfahrung mitbringt und mit der er in Vergangenheit gute Erfahrungen gemacht hat³⁶. In vielerlei Hinsicht kann das Sinn machen, da in dieser Anlageklasse Marktinformationen vorhanden sind und Kernkompetenzen des Investors die Investmententscheide stützen können. Dieses Anlageverhalten hat allerdings einen klaren Nachteil. Fast zwangsläufig führt es zu einer extrem einseitigen Asset allocation. Bei den meisten privaten Immobilieninvestoren ist diese Situation zu vermuten.

Kalckstein (1997) bestätigt, dass die betriebswirtschaftliche Theorie bisher die „Anwendung eines leistungsfähigen Instrumentariums zur investitionsbezogenen Entscheidungsfindung“ für private Immobilieninvestoren vernachlässigt hat, trotz der hohen Bedeutung. Es scheint daher unumgänglich, dass sich private Investoren den gängigen Instrumentarien bedienen, auch wenn sich das Investitionsverhalten Privater

³⁶ Rasmussen, Mikkel (2003): Quantitative Portfolio Optimisation, Asset Allocation and Risk Management, New York, S. 179

vom dem Institutioneller, welche mit anderen Strukturen und Anforderungen konfrontiert sind, teils stark unterscheiden dürfte.

Im Rahmen der Zielsetzung der Immobilieninvestoren lassen sich drei Hauptziele definieren 1. das Ertragsziel, 2. das Sicherheitsziel und 3. das Liquiditätsziel³⁷. Der Fokus der Masterthesis liegt auf Optimierung des Ertrags und Erhaltung der Sicherheit anhand effektiver Steuerung der Liquidität. Das Sicherheitsziel wird durch die Wahl von Alternativenanlagen mit investorentypgerechtem Risikoprofil neutralisiert. Alle drei Hauptziele, und zwei wichtige Nebeneffekte Controlling und Diversifikation, werden in der Arbeit berücksichtigt.

Quellen der Liquidität

Generell lassen sich nach Meyer / Gschrei (2006) zwei Hauptquellen der Liquidität definieren, 1. die Finanzierung und 2. die Liquiditätslinien. Beim Privatinvestor, und hinsichtlich des untersuchten Themas, gilt die Finanzierung (und Anschlussfinanzierung) als Liquiditätsquelle, wiederkehrend und antizipierbar anfallend aber vor allem die Liquidität in Form von Überschussrendite, die aus Erträgen minus Finanzverpflichtungen entsteht. Die erste Ertragsquelle entsteht durch monatliche Mieterträge abzüglich Verwaltungskosten, Betriebskosten, Instandhaltungskosten, Mietausfallwagnis, Abschreibungen (je nach Investitionsvehikel) und Steuern (hier Vorsteuerbetrachtung)³⁸. Die zweite Ertragsquelle, die zusätzliche Gewinne oder Verluste einbringt, ist die Entwicklungstätigkeit (vgl. Abb. 2). Dieses verfügbare Kapital kann mit der in der Literatur behandelten, verfügbaren Liquidität in Private Equity Fonds verglichen werden, welches für Investitionen bereit steht. Nach Meyer / Gschrei (2006) stellt die Steuerung dieses Kapitals (bzw. Liquidität) eine Entscheidende Komponente des Gesamtertrages dar. Weiterführend analysiert dieselbe Literatur, dass mit dieser Liquidität einerseits sämtliche Zahlungsaufforderungen erfüllt werden müssen und andererseits die Liquidität zum Gesamtertrag des Investitionsprogramms beitragen soll. Genau dieselben Anforderungen an die Liquidität bestehen beim privaten Immobiliendirektinvestor. Nachfolgend werden die genannten Zahlungsströme in einem Cash Flow Diagramm dargestellt.

³⁷ Maier, Kurt M. (2004): Risiko-Management im Immobilien- und Finanzwesen, Fritz Knapp, Frankfurt am Main, S. 44.

³⁸ Platz, Jürgen (1991): Immobilienmanagement, Prüfkriterien zu Lage, Substanz, Rendite, 2., erweiterte Aufl., Wiesbaden, S. 70

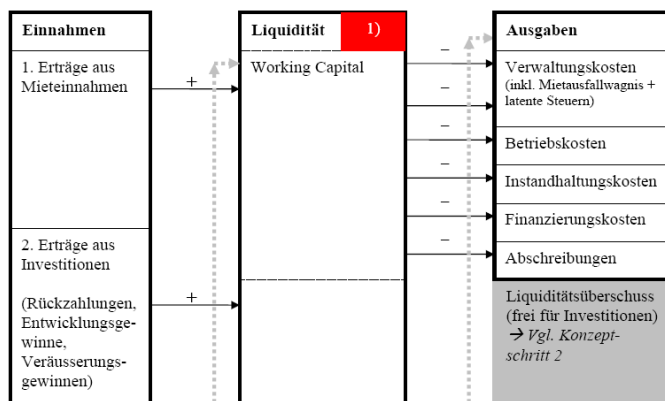


Abbildung 2: Diagramm Zahlungsströme (eigene Darstellung)

Die Höhe des nötigen Working Capitals zu eruiieren, gilt als Imperativ für ein Liquiditätskonzept. Versäumnis das Working Capital auf einem minimalen Niveau zu halten, kann in die Illiquidität führen und das Gesamtkapital gefährden.

Das Working Capital muss folgenden Zahlungsverpflichtungen ständig Rechnung tragen können: Verwaltungskosten, Betriebskosten, Instandhaltungskosten, Mietausfallwagnis, Abschreibungen (je nach Investitionsvehikel) und Steuern (hier Vorsteuerbetrachtung)³⁹. Das Mietausfallwagnis ist keine konkret anfallende Kostenposition sondern ein latentes Risiko und im Working Capital zu berücksichtigen. Zusätzlich kommen dem Fremdfinanzierungsgrad entsprechende Zinskosten sowie Amortisationsbeiträge dazu.

Umgang des privaten Immobiliendirektinvestors mit Liquidität

Nachdem in dieser Arbeit das Verständnis über die Bildung beziehungsweise Herkunft der Liquidität erlangt wurde, stellt sich die Frage, wie damit umgegangen werden kann. Dem privaten Investor steht die Gesamtheit des Investmentuniversums zur Verfügung.

Anhand von Expertengesprächen so wie eigener Erfahrung in der Immobilienbewirtschaftung, Asset- und Investmentmanagement zeigen sich typischerweise bestimmte Verhalten bei privaten Immobilieninvestoren. Der „kleine“ Investor konsumiert sein Zinsüberschuss aus Mieteinkommen vorwiegend, ist sich der absoluten Einkünfte aus seiner Liegenschaft aber sehr bewusst. Beim Investor mit Vermögen über CHF 10 Mio. ist der Liegenschaftenbesitz in den meisten Fällen bereits auf mehrere Objekte ausgedehnt und die Liegenschaftenkonti dezentral verwaltet. Zweitere Eigentümerschaft greift unsystematisch und opportunitätsbezogen auf die Liegenschaftenkonti zu. Die Gefahr von zu hohen Bezügen und gleichzeitig das

³⁹ Platz, Jürgen (1991): Immobilienmanagement, Prüfkriterien zu Lage, Substanz, Rendite, 2., erweiterte Aufl., Wiesbaden, S. 70

mittelfristige Horten von kaum verzinsten Liquidität, sind beides latente Probleme vieler privater Portfolios, die durch ein effektives Liquiditätsmanagement zu verhindern sind⁴⁰.

Aus den Expertengesprächen geht die Vermutung hervor, dass speziell in Zeiten in denen im Immobilienbereich kompetitives oder unsicheres Umfeld herrscht, renditeorientiertes Liquiditätsmanagement ein nicht zu vernachlässigendes Mittel wird um die Portfoliorendite zu beeinflussen (z.B. während Yield Compression stattfindet, illiquiden Märkten, während Anlagenotstand mangels attraktiven Akquisitionstargets herrscht)⁴¹. Während solchen Zeiten müssen Wiederanlagealternativen zur Verfügung stehen.

Seit ein paar Jahren haben sich die Platzierungsmöglichkeiten bei Banken und in Geldmärkten entsprechend entwickelt. Umso beweglicher lässt sich renditeorientiertes Liquiditätsmanagement heute umsetzen⁴². Um Entscheidungskriterien für eine investorenpräferenzgerechte Wiederanlage zu beleuchten, wird nachfolgend das Investment Opportunity Set, ein qualitatives, einfaches und übersichtliches Modell vorgestellt.

“Das Investment Opportunity Set ist das Universum aller Anlagen, die für eine Person überhaupt in Frage kommen”⁴³. Die vier Determinanten, des individuellen Investment Opportunity Sets beschreibt Gantenbein / Laternser / Spremann (2001) als 1. Höhe des Vermögens, 2. Erfahrung und Wissen des Anlegers, 3. Risikobereitschaft und -tragfähigkeit und 4. Präferenzen.

<p>1. Höhe des Vermögens (Diversifikation, Losgrösse)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Klein: Liquidität, Anlagefonds, Funds-of-Funds, Zertifikate, ... - Gross: Einzeltitel, nicht kotierte, Immobilien, Derivate 		<p>2. Erfahrung und Wissen des Anlegers</p> <ul style="list-style-type: none"> - Unerfahren: Fonds, Konti, Obligationen - Erfahren: Aktien, Hybride, ABS, Derivative, High-Yielders, Hedge-Funds
IOS		
<p>4. Präferenzen</p> <ul style="list-style-type: none"> - International vs. Heimmarkt: Emerging Markets, Fremdwährungen, Anleihen, Fonds, Zertifikate - Sonstige Präferenzen: Kunst, Edelmetalle, Wohneigentum, Derivate, spezielle Fonds - Liquiditätsbedarf: Depositen, Geldmarkt, Kapitalversicherungen 		<p>3. Risikobereitschaft und -tragfähigkeit</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sicherheitsorientiert: 3a Konto, Kapitalversicherung, Oblis, ABS, Kapitalschutzprodukte, Funds-of-Funds - Risikofreudig: Private Equity, High-yield Bonds, Derivate, Emerging Markets

Abbildung 3:
Determinanten des individuellen IOS nach Gantenbein / Laternser / Spremann (2001)

⁴⁰ Expertengespräche gemäss Liste Anhang V

⁴¹ Expertengespräche gemäss Liste Anhang V

⁴² Nitsch, Rolf / Niebel Franz (1997): Praxis des Cash Managements, Wiesbaden, S. 22.

⁴³ Gantenbein Pascal / Laternser Stefan / Spremann Klaus (2001): Anlageberatung und Portfoliomangement, 2. Aufl., Zürich, S.22.

Das IOS kann für spätere Empfehlung in dieser Arbeit ein hilfreicher Kriterienkatalog darstellen.

2.4 Immobilien im Vergleich zu alternativen Anlagen

Nach Wellner (2003) charakterisieren sich Immobilieninvestments durch nachstehende Vor- und Nachteile und unterscheiden sich generell hinsichtlich materiellen, finanziellen und zeitlichen Gesichtspunkten von alternativen Anlagen. Diese sind im Vergleich zu alternativen Anlagen in der Lösungsfindung zu berücksichtigen.

Nachteile gegenüber alternativen Anlageformen nach Wellner (2006):

- Materielle Aspekte: Immobilität, Heterogenität, Nutzungsgebundenheit, begrenzte Substituierbarkeit, Komplexität
- Finanzielle Aspekte: Eingeschränkte Fungibilität und Liquidierbarkeit, hohe Erwerbs- und Transaktionsvolumen, Kapitalbindung über langen Zeitraum, beschränkte Teilbarkeit, hohe Such- und Transaktionskosten, hoher Erhaltungs- und Verwaltungsaufwand, Unsicherheit
- Zeitliche Aspekte: Dauer des Entwicklungsprozesses, hohe Nutzungsdauer, geringe Anpassungselastizität

Vorteile gegenüber alternativen Anlageformen nach Wellner (2006):

- Inflationsschutz, Werthaltigkeit und möglicher Wertzuwachs, mögliche Steuervorteile und Subventionsleistungen, Risikoausgleich (im Mixed-Asset Portfolio), zusätzliche Altersvorsorge (bei Eigennutzung), Möglichkeit der Befriedigung von Bedürfnissen.

Alternative Anlagen

Alternative Anlagen sollten gemäss Darst (2007) nur von Investoren berücksichtigt werden welche 1. kapitalbezogen dafür qualifiziert sind, 2. auf Investitionserfahrung zählen können, 3. bewusst mit a) Zeitrahmen, b) Steuerstatus und c) Risikoprofil vertraut sind. Zu alternativen Anlagen werden gemäss Darst (2007) folgende Anlagen gezählt: Immobilien inklusive Real Estate Investment Trusts (REIT), Private Equity und Venture Capital, Managed Futures, Hedge Funds und Funds of Funds, Real Assets (Commodities, etc.) und inflations-indexierte Securities⁴⁴. Aufgrund der Komplexität einzelner Anlagen sollte ein privater Immobilieninvestor zwischen den einzelnen Anlagen unterscheiden und sie bezüglich Diversifikation und Risikoprofil nicht mit Immobilienanlagen gleichsetzen. Gemäss Darst (2007) helfen alternative Anlagen das Risiko-Rendite-Profil des Gesamtportfolios zu verbessern und verhelfen zu einem

⁴⁴ Darst, David M. (2007): Mastering the art of asset allocation – comprehensive approaches to Managing Risk and Optimizing Returns, New York, S. 10.

signifikanten Vorteil zu Gunsten der Investmentperformance, da diese Art von Anlagen von Marktineffizienzen profitieren können. Nachteile oder Gefahren können die minimale Regulierung, Illiquidität einzelner Instrumente (Immobilien), Steuerineffizienzen, unvorhersehbare Renditemuster und unterschätzte oder zu tief ausgewiesene Volatilität und Korrelationszahlen darstellen⁴⁵.

Berücksichtigung von Anlagealternativen

Um das Anlageuniversum, welches vom Immobilieninvestor berücksichtigt werden kann einzugrenzen, werden nachfolgend die Motive des Immobilieninvestors erörtert.

Nach Maier (2004) sind die Motive beim privaten Immobilienerwerb die folgenden:

1. Selbstnutzung einer Immobilie, 2. Streben nach Gewinn, Vermögensmehrung, 3. Ausnutzung von Steuervorteilen, 3. Bildung von Rücklagen und Reserven für Notlagen, 4. zur privaten Altersvorsorge, 5. Risikostreuung, 6. Schutz vor Inflation⁴⁶.

Genannte Gründe treffen auf den Kleininvestor zu, bei privaten Grossinvestoren (CHF 10 Mio. und mehr) sind Motive 2, 3, 5 und 6 vorherrschend. Bei der Analyse von alternativen Anlagen sind folglich entsprechende Motive zu berücksichtigen.

Nach Kalckstein (1997) sind aufgrund Verhaltensbeobachtungen folgende Anlagemotive prägend für die Wahl privater Investoren in Immobilienanlagen: Anlagesicherheit, Ausnützung des Leverage-Effekt, Steuervorteile, Diversifikationsmöglichkeiten, nicht finanzielle Überlegungen, Aufwertungsgewinne, Geldentwertungsschutz, Verfügbarkeit laufender Erträge⁴⁷. Die Motive sind weitgehend deckend mit Maier (2004) und Wellner (2003).

Eine kontemporäre Verhaltensbeobachtung zeigt, dass die Problematik der Verfügbarkeit von passenden Immobilien eine Vielzahl von Langzeitinvestoren dazu treibt, in Immobilienprojekte zu investieren, um auf diese Weise an attraktive Objekte zu kommen⁴⁸. Die Folge davon ist eine Veränderung des Risikoprofils, was nicht Ziel des Investors sein kann. Vielmehr sollten Anlagealternativen mit einem investorrelevanten Risikoprofil berücksichtigt werden, die zu einem späteren Zeitpunkt im Immobilienzyklus, sobald entsprechende Akquisitionsobjekte zur Verfügung stehen, zwecks Immobilienakquisition aufgelöst werden.

⁴⁵ Darst, David M. (2007): *Mastering the art of asset allocation – comprehensive approaches to Managing Risk and Optimizing Returns*, New York, S. 10, 11.

⁴⁶ Maier, Kurt M. (2004): *Risiko-Management im Immobilien- und Finanzwesen*, Frankfurt a. M., S. 45.

⁴⁷ v. Kalckstein, Albrecht (1997): *Immobilien als Teil der Portfolioentscheidung privater Anleger*, Konstanz, S. 46.

⁴⁸ Bosak, Alexander / Mayer, Bernhard / Vögel, Hubert (2007): *Real Estate Asset Management*, Wien, S. 51.

Im Gegensatz zum typischen Verhalten der Immobilieninvestoren, sich zwingend in der Anlageklasse Immobilien zu reinvestieren, sollte im Entscheidungsprozess vor jeder Reinvestition der Erträge erneut eine Investmentanalyse stattfinden (vgl. . Der Investor soll sich durch übermässige Investmentallokation in andere Anlageklassen nicht von seinem Kerngeschäft entfernen, dennoch soll er je nach Marktumfeld die Möglichkeit zur kurz- oder sogar mittelfristigen Zwischenanlage nutzen. Nach Kalckstein (1997) wird ein Modell der Investmentanalyse für private Immobilieninvestoren dargestellt (Vgl. Anhang II, Abbildung 12: Der Investmentanalyse-Teilprozess (Darstellung Kalckstein 1997 in teilweiser Anlehnung an Gerloff, 1994, 89)⁴⁹. Der Ansatz von Kalckstein im Investmentprozess generell verschiedene Assetklassen zu beurteilen, ist wertorientiert ausgerichtet, beschränkt sich leider, nicht zuletzt auf die Empfehlung von Private Bankern, auf die Anlagealternative in festverzinsliche Wertpapiere, bzw. Geldmarktfonds. In Anlehnung an Kalckstein (1997) sollte das Modell mit kontemporären Anlagealternativen ergänzt werden um ein zeitgemässes Konzept zu kreieren. Fortschrittlicher empfiehlt Meier / Gschrei (2006) die Berücksichtigung von börsennotiertem Anteilskapital, Hedge Funds und börsennotierten Private Equity Anlagen, dies allerdings im Kontext einer Empfehlung für Dachfonds.

Sugerierte Vorgehensweisen und Investitionsmöglichkeiten

Nach Meyer / Gschrei (2006) kann eine Strategie für die Verwaltung von nicht verwendetem Kapital nach zwei Grundkriterien verwaltet werden 1. Fokus auf Schutz des Kapitals 2. Fokus auf Kapitalertrag. Bei Schutz des Kapitals liegt der Schwerpunkt auf das Halten von liquiden Mitteln. Beim Kapitalertrag bietet sich die strategische Entscheidungsmöglichkeit zwischen Maximierung des Ertrags oder Minimierung der Korrelation mit traditionellen Anlageklassen (z.B. Hedge Funds). Da genannte Alternativanlagen nicht zu den Kernkompetenzen des Investors gehören, wird Beizug von Fachwissen empfohlen.⁵⁰ (Vgl. Abbildung 4). Beizug von Fachwissen kann die Delegation an einen Manager beinhalten. In der Praxis heisst das in Funds of Funds, Funds of Hedge Funds oder Private Equity Dachfonds zu investieren. Alternativ dazu können Indexprodukte berücksichtigt werden.

⁴⁹ v. Kalckstein, Albrecht (1997): Immobilien als Teil der Portfolioentscheidung privater Anleger, Konstanz, S. 98.

⁵⁰ Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, S. 96, Abb. 11: Strategien für die Verwaltung von nicht abgerufenem Kapital.

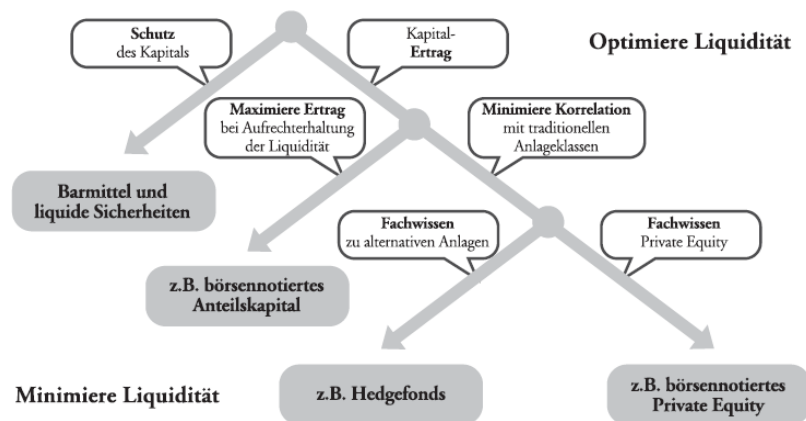


Abbildung 4: Strategien für die Verwaltung von nicht abgerufenem Kapital

Meyer / Gschrei (2006) verweisen auf Borello & Bader (2004)⁵¹, welche Hedge Funds aufgrund ihrer Korrelationsmerkmale und asymmetrischen Performance-Muster als „reizvolle Alternative“ für nicht investiertes Kapital darstellen. Ein wichtiges Argumentationsargument ist dabei das Performance-Muster, welches nur begrenzt an fallenden Marktbewegungen jedoch maximal an steigenden Marktbewegungen teil nimmt (z.B. Long-Short Strategie). Hinsichtlich der Liquiditätsverfügbarkeit bieten eine Vielzahl von Hedge Funds eine gute Liquidität⁵². Derartige Produkte können innert einmonatiger Kündigungsfrist liquidiert werden. Bei sofortigem Kapitalbedarf kann mit einem auf dem Investitionsprodukt gewährten Lombardkredit die 30-tägige Kündigungsfrist problemlos und zu tiefen Kosten überbrückt werden.

Neben den erwähnten alternativen Anlagen bieten sich natürlich auch die traditionellen Anlagen, die heute von der Bank bei vorhandener Liquidität auf dem Konto aktiv angeboten werden. Gemäss Expertengesprächen greift eine Vielzahl der Immobilieninvestoren bei hohen Liquiditätspositionen und unklarer Haltedauer auf, die von Banken empfohlenen, Geldmarktfonds zurück. Zu diesem Zweck wird in dieser Arbeit das aktuelle Angebot an Geldmarktfonds in Schweizer Franken beigezogen. Aus 50 Geldmarktfonds hat der Worst Performer Year-to-date eine Rendite von -7.2% im laufenden Jahr, der Best Performer +2.1%. Das Mittelfeld liegt zwischen +0.8 und 1.5% Year-to-date. Der Best Performer hat im 3 Jahresdurchschnitt 4.3% p.a. erreicht (Clariden Leu CH Cat Bond Fund CHF Inc.), der Second Best (UBS Geldmarkt CHF) +1.7% jährlich, nota bene bei weitem über dem Geldmarkt Index. Das Ziel dieser Fonds ist, gemäss Factsheet, breit in währungsbezogenen Anlagen investiert zu sein, eine stabile Rendite leicht über dem Geldmarktsatz zu generieren und nur gering mit den

⁵¹ Borello, I. / Bader, H. (2004): Hedge Funds: A threat to Private Equity?, Unigestion, o.O.

⁵² Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, S. 102.

Finanzmarktbewegungen zu korrelieren⁵³. Anhand der Ausgangssituation, dass ein Immobilieninvestor um seinen Leverage zu finanzieren durchschnittlich um die 4% Fremdkapitalzinsen bezahlt, erscheint die Anlage Geldmarkt als unsinnig.

2.5 Hypothesen

Hypothese 1:

Ein effektives Liquiditätsmanagement kann die Eigenkapitalrendite verbessern.

Hypothese 2:

Ein Liquiditätsmanagementkonzept ist kostenneutral implementierbar.

Hypothese 3:

Ein Liquiditätsmanagementkonzept steht im Einklang mit sämtlichen Finanzierungsformen und -strategien.

Hypothese 4:

Die Vorteilhaftigkeit eines effektiven Liquiditätsmanagementkonzeptes ist nicht für alle Kombinationen aus Investorentypen und Anlagesummen gegeben.

Hypothese 5:

Ein Liquiditätsmanagementkonzept hat einen positiven Effekt auf die Eigenkapitalrendite, ohne dabei das Risikoprofil des Gesamtportfolios bedeutend zu verändern.

Hypothese 6:

Durch die uneingeschränkte Handlungsfähigkeit des Privatinvestors in Bezug auf Asset allocation kann der private Immobilieninvestor durch ein Liquiditätsmanagementkonzept eine Überrendite realisieren.

⁵³ Swissquote (2008): „Top Funds – Geldmarktfunds“, http://www.swissquote.ch/index/index_funds_d.html, Abrufdatum 15.07.2008

3 Aufbau des Modells

3.1 Ausgangslage und Zweckmässigkeit des Modells

Um ein breites Spektrum privater Immobilieninvestoren bei der Untersuchung zu berücksichtigen, werden verschiedene Investmentstile und Kapitalvolumina berücksichtigt (vgl. 3.1.1, 3.1.2). Die Investitionsvolumen kombiniert mit verschiedenen Leveragegrössen bilden ein Eigenkapitalspektrum von CHF 2 Mio. bis CHF 50 Mio. ab. Die Aussagen von neun Fällen sollen Investoren jeglicher Investitionsvolumen ab ca. CHF 2 Mio. Aufschluss über die Relevanz der später in dieser Arbeit thematisierten Handlungsempfehlungen geben. Die Aussagekraft ist unter anderem dadurch gegeben, dass die Berechnungen indikativen Charakter aufweisen und zwei einfach zu verstehende Berechnungsoptionen darstellen, die für den Privatinvestor leicht auf seine Verhältnisse abstrahiert werden können. Es werden lediglich zwei Berechnungsoptionen erläutert und die Zwischenfälle aus Komplexitätsgründen nicht dargestellt.

Die Feststellung der Typisierung von Investmentstilen, bzw. Investmentvolumen beruht auf vorhandener Theorie so wie (vgl. 1.5) Erfahrung und Expertenwissen.

3.1.1 Definition der Investmentstile

Im Modell werden die drei gängigen Investmentstile Core, Value Add & Growth und Opportunistic berücksichtigt. Jeder Stil repräsentiert ein Cluster von Immobilieninvestoren und gibt Aufschluss über seine Strategieziele, die Erwartungen an die durchschnittliche Jahresrendite und die Bandbreite des Fremdfinanzierungsgrad. Alle drei Stile gehen von einem aktiven Managementstil aus, was auf professionelle private Immobilieninvestoren schliessen lässt. Die Definitionen entsprechen den Definitionen des INREV, European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles.

Core

Core Investments zielen darauf ab stabile Einkommen zu generieren, welche das Hauptelement des Total Returns darstellen sollen. Typische Anlagen sind bestehende Immobilien mit stabilen Cash Flows an zentralen Lagen.

Der Leverage (Fremdkapitalanteil) kann von 0% bis 50% des Gesamtinvestments (Gross Asset Value) variieren. Die Renditeerwartungen variieren je nach Fremdkapitalisierungsgrad wobei ein Return on Equity um 5-7% vor Steuern erwartet wird.

Value Add & Growth

Value Add & Growth Investitionen erzielen ihre Rendite durch eine Mischung von Mieteinnahmen und Kapitalgewinnen. Eine Vielzahl von Investitionsmöglichkeiten prägen diesen Stil. Es wird in Bestandesimmobilien, Umbau- und Entwicklungsprojekte mit diversen Lageklassen investiert. Der Mehrwert wird durch Realisierung von unterbewerteten Immobilien mit Potenzial generiert.

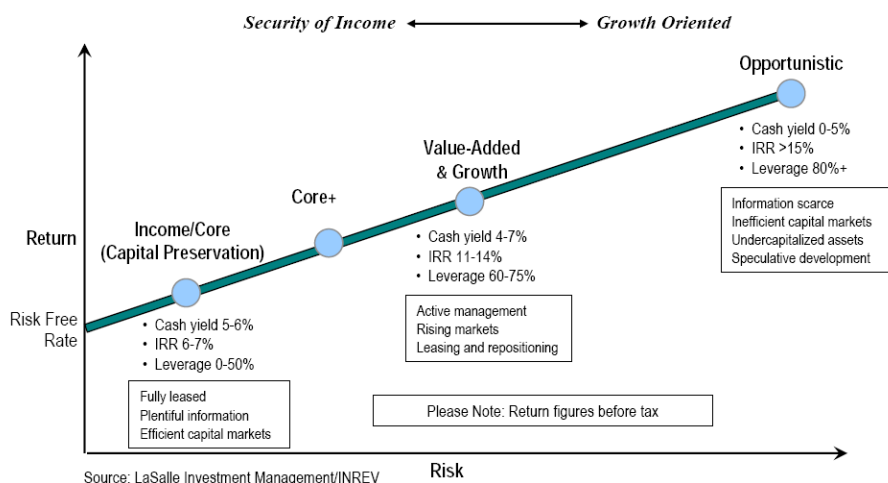
Der Leverage kann bis zu 75% vom Anlagevolumen betragen, wobei die Bandbreite des Leverage je nach tatsächlicher Strategieumsetzung gemäss INREV in einer Bandbreite von 60%-75% verlaufen kann. Zielrenditen sind typischerweise 10-14% vor Steuern auf das Eigenkapital.

Opportunistic

Opportunistic Investitionen generieren ihre Rendite hauptsächlich durch Kapitalgewinne und arbeiten mit dem höchsten Risiko-Rendite-Profil. Immobilieninvestoren mit genannter Strategie sind typischerweise Projektentwickler und Investoren mit Fokus auf Objekte in Spezialsituationen (Distressed) mit Nutzungspotential.

Entsprechend hoch sind die Renditeziele von mindestens 15% vor Steuern auf das Eigenkapital wobei eine Vielzahl von kotierten Investitionsvehikeln mit Stil Opportunistic auf Zielrenditen von 20% und höher hinarbeiten.

Nachfolgende Abbildung 5 visualisiert die drei Investorenstile in einer Interpretation von LaSalle Investment Management in Anlehnung an INREV:



Quelle: Currem Vorlesungsskript Indirekte Anlagen, Claus Thomas, 29. Februar 2008, S. 15, nach LaSalle Investment Management in Anlehnung an INREV.

3.1.2 Erläuterungen zu den Investitionsvolumen

Die Festlegung von drei Investitionsvolumen zielt darauf ab, in einem übersichtlichen Rahmen von neun Fällen ein möglichst grosses Feld von privaten Immobilieninvestoren abzudecken und gleichzeitig für die Mehrheit von privaten, schweizer Immobilieninvestoren eine Indikation zu erhalten, ob sich für sie ein renditeorientiertes Liquiditätsmanagement lohnt. Der Konzeptionsvorschlag ist unabhängig vom Investitionsvolumen und kann aufgrund qualitativer Gründe für Investoren jedes Investitionsvolumens Mehrwert schaffen.

Die drei Investitionsvolumen die als Berechnungsbasis dienen sind CHF 10 Mio., 50 Mio. und 100 Mio. Die Untergrenze ist so gesetzt, dass das Volumen von CHF 10 Mio dem Investor eine Berechtigung für professionelles Immobilienmanagement gibt. Mit einer konservativen Strategie und einer historischen Bruttorendite, die im schlechtesten Fall 4.5% beträgt, hat er genügend Einkommen um seine Existenz und die Bewirtschaftung des Bestands zu finanzieren. Die Lösungsergebnisse und Empfehlungen dieser Arbeit geben auch Investoren mit abweichenden Investitionsvolumen zwischen z.B. CHF 5-15 Mio. Aufschluss. Das Investitionsvolumen von CHF 100 Mio. repräsentiert die Obergrenze der Untersuchung. Eine kleine Anzahl von privaten Immobilieninvestoren in der Schweiz, die grössere Volumen in Immobilien investiert haben, gewinnen anhand der Resultate und Empfehlungen der Testgrösse CHF 100 Mio. Aufschluss über den Effekt von renditeorientiertem Liquiditätsmanagement. Bei Investitionsvolumen von CHF 100 Mio. oder einem Vielfachen davon genügen die Aussagen dieser Arbeit. Das Testvolumen von CHF 50 Mio. ist als ungefährender Mittelwert gewählt worden.

3.1.3 Beschreibung des Modells

Beschreibung Struktur

Pro Fall werden Ausgangslage (Erwartungen an Risiko und Rendite, Typisierung) und Berechnungsgrundlagen abgebildet.

Pro Investmentstil wird die Renditeerwartung an das Investment ausgewiesen. Die Renditewertartung soll Aufschluss über das Risikoprofil geben und kann Hinweise auf die Renditeerwartung von Anlagealternativen geben. Pro Investmentstil und Investitionsvolumen werden gemäss den Determinanten des Investment Opportunity Set (IOS) qualitative Kriterien und mögliche Anlagealternativen identifiziert, welche in die Empfehlungen einfließen können.

Tabelle 1: Übersicht Modellausgangslage

Investitionsvolumen in (CHF)	10 Mio.	50 Mio.	100 Mio.
Anlagestil			
Core			
Quantitativ			
ROE Erwartung	5%-7%	5%-7%	5%-7%
Fremdkapitalanteil	50%	50%	50%
Qualitativ			
Investmentanforderungen und Typisierung	<ul style="list-style-type: none"> - Einkommensorientiert - Bestehende Immobilien mit stabilem Cash Flow - <i>Anhand der Modellergebnisse sind die Investmentanforderungen an die Wiederanlage zu bestimmen</i> 		
Resultat			
Wiederanlageeffekt	<i>Ergebnis der Berechnungen</i>		
Value add & Growth			
Quantitativ			
ROE Erwartungen	10%-14%	10%-14%	10%-14%
Fremdkapitalanteil	65%	65%	65%
Qualitativ			
Investmentanforderungen	<ul style="list-style-type: none"> -Einkommens- und Wachstumsorientiert -Unterbewertete Anlagen mit Potential - <i>Anhand der Modellergebnisse sind die Investmentanforderungen an die Wiederanlage zu bestimmen</i> 		
Resultat			
Wiederanlageeffekt	<i>Ergebnis der Berechnungen</i>		
Opportunistic			
Quantitativ			
Renditeerwartungen	>15%	>15%	>15%
Fremdkapitalanteil	80%	80%	80%
Qualitativ			
Investmentanforderungen	<ul style="list-style-type: none"> -Wachstumsorientiert -Spezialsituationen mit Aufwertungspotential, Distressed, Mezzanine - <i>Anhand der Modellergebnisse sind die Investmentanforderungen an die Wiederanlage zu bestimmen</i> 		
Resultat			
Wiederanlageeffekt	<i>Ergebnis der Berechnungen</i>		

Beschreibung Kalkulationen

Es werden grundsätzlich zwei Effekte untersucht. Die Zielsetzung ist immer anhand der Eigenkapitalrendite Aussagen über das Potential der Wiederanlage von Liquiditätsüberschüssen machen zu können.

Der erste Effekt soll Aufschluss darüber geben, wie gross der Einfluss auf die Eigenkapitalrendite ist, wenn die jährlichen Liquiditätsüberschüsse nicht angelegt werden. Hierzu wird der Liquiditätsüberschuss aus dem Modellportfolio in einer indikativen Kalkulation und aufgrund von Annahmen hergeleitet. Nachfolgend wird der Zinseffekt auf das Eigenkapital bei Wiederanlage des Liquiditätsüberschuss in Prozent und Absolut errechnet. Der Effekt soll den potentiellen Mehrwert auf die Eigenkapitalrendite aufzeigen, den ein Investor bei sofortiger Wiederanlage der Liquiditätsüberschüsse erzielen kann.

In einem ersten Schritt A, wird der jährliche Liquiditätsüberschuss berechnet. Vom Reinertrag werden die Kosten für das Fremdkapital abgezogen um die Einnahmen vor Steuern, beziehungsweise die frei verfügbare Liquidität zu erhalten, welche als Rechengrundlage dient.

$$[\text{Reinertrag} - i(\text{FK})] = \text{EBT in CHF}$$

In einem zweiten Schritt B, wird der jährliche Zinseffekt absolut berechnet. Dass heisst die jährlich frei verfügbare Liquidität aus Schritt A wird mit dem gemäss Investorenprofil erwarteten Return on Equity kapitalisiert. Auf diese Weise wird berechnet, wie hoch der jährlich absolute Betrag ist, denn ein Investor mit definiertem Risiko-Rendite Profil erzielen kann, wenn er den jährlich verfügbaren Liquiditätsüberschuss mit dem vorgegebenen Risiko-Rendite-Profil reinvestiert. Der Zinseffekt wird in dieser Arbeit als Wiederanlagezins $i(wa)$ bezeichnet, wobei (wa) für Wiederanlage steht.

$$i(wa)_{\text{absolut}} = [\text{Reinertrag} - i(\text{FK})] \times \text{ROEBT}$$

Nach Berechnung des absoluten Zinsbetrags, der aus Wiederanlage des jährlichen Liquiditätsüberschuss entstehen kann, wird in Berechnung C ermittelt, welcher prozentuale Effekt die Wiederanlage des Liquiditätsüberschuss auf die Eigenkapitalrendite bewirkt. Hierzu wird der absolute Betrag aus vorangegangener Kalkulation durch das Eigenkapital dividiert. Das Eigenkapital errechnet sich aus ursprünglich investiertem Eigenkapital EK und dem Liquiditätsüberschuss EBT.

$$i(wa)_{\text{prozentual}} = \frac{i(wa)_{\text{absolut}}}{\text{EK} + \text{EBT}}$$

Der zweite Effekt misst zwei Extremwerte und vergleicht Sie miteinander. Das heisst, der erste Extremwert stellt die Eigenkapitalrendite bei vollständiger Vernachlässigung der Wiederanlage der Liquiditätsüberschüsse dar. Der zweite Extremwert stellt die Eigenkapitalrendite bei jährlicher Reinvestition der Liquiditätsüberschüsse (EBT T1, T2, Tn) dar. Diese Rechnung wird über Anlagezeiträume von 1, 3, 5 und 10 Jahren projiziert. Der Unterschied zwischen den zwei Extremwerten (Eigenkapitalrenditen) stellt das Potenzial in Form eines Mehr- oder Minderwert dar, welches durch Kombination von Liquiditätsmanagement und Wiederanlage der Liquiditätsüberschüsse erreicht werden kann.

Nachfolgende Darstellung zeigt die jährliche Eigenkapitalbasis, die jedes Jahr um den Liquiditätsüberschuss EBT so wie ab T2 um ROEBT wächst. Die Darstellung beschränkt sich auf die Laufzeit von 5 Jahren.

	T0	T1	T2	T3	T4	T5
EK	EK T0	EK T0	EK T0	EK T0	EK T0	EK T0
EBT		EBT T0	EBT T0	EBT T0	EBT T0	EBT T0
			EBT T1	EBT T1	EBT T1	EBT T1
				EBT T2	EBT T2	EBT T2
					EBT T3	EBT T3
ROEBT			ROEBT T0	ROEBT T0	ROEBT T0	ROEBT T0
				ROEBT T1	ROEBT T1	ROEBT T1
					ROEBT T2	ROEBT T2

Abbildung 6: Wachstum Eigenkapitalbasis und Jahresrendite

Der Unterschied der beiden Extremwerte entsteht durch die jährlich wachsenden ROEBT, wobei deren Summe der Mehrwert darstellt. Der erste Extremwert berechnet die Eigenkapitalrendite wenn keine Wiederanlage erfolgt. So wie den annualisierten ROE, beziehungsweise den ROE pro Jahr n.

$$\text{ROE} = \frac{[\text{EK} + (\text{n} \times \text{EBT})]}{\text{EK}} - 1$$

$$\text{ROE annualisiert} = [(\text{ROE} + 1)^{(1/\text{n})}] - 1$$

Die absolute Rendite die aus der Wiederanlage der jährlich anfallenden Liquiditätsüberschüsse resultiert wird auf n Jahre hochgerechnet. Um den

Kapitalüberschuss, beziehungsweise die absolute Rendite zu erhalten werden die jährlichen EBT Beträge wieder subtrahiert.

$$\text{ROE aus EBT bei Wiederanlage} = \left[\text{EBT} * (1 + \text{ROEBT})^{\frac{(n-1) - 1}{\text{ROEBT}}} \right] - \left[\text{EBT} * (n-1) \right]$$

3.2 Annahmen zum Modell

Nachfolgend werden die Annahmen die das Berechnungsmodell voraussetzt kurz erläutert.

Anlagemotive

Es wird angenommen, dass Immobilien nicht zur Selbstnutzung des Investors dienen.

Transaktionskosten

Gemäss Sharpe (1987) kann eine Veränderung des Assetmix mit ca. 1% angenommen werden und aufgrund einer durchschnittlichen Anlagedauer von 5 Jahren, dürfen die jährlichen Kosten für die Veränderung des Assetmix mit 0.2% angenommen werden⁵⁴. Hinsichtlich der Ausgangslage, dass ein Konzept für renditeorientiertes Liquiditätsmanagement während kürzeren Anlagezeiträumen (z.B. 1 bis 2 Jahren funktionieren muss und dem Fakt, dass die Transaktionskosten aufgrund einer kompetitiven Marktsituation seit 1987 stark verändert wurden, werden jährliche Transaktionskosten von 0.25% angenommen (0.5% Transaktionskosten pro 2 Jahre). Um die Kalkulation nicht zu komplizieren, werden in der Modellberechnung die Transaktionskosten nicht explizit erwähnt und es gilt die Annahme, dass die Renditeerwartung von ROEBT die Renditewertartung nach Transaktionskosten darstellt.

Währung

Die Analyse findet währungsneutral statt. Beträge sind standortbedingt in Schweizer Franken ausgewiesen. Die Analyse bezieht sich auf private Investoren, welche vorwiegend Immobilien in der Schweiz halten. Strategien zur Währungsabsicherung und deren Kosten sind in der Theorie so wie im Modell nicht enthalten.

Annahmen zu den Kalkulationen

Bei den nachfolgend erläuterten Werten handelt es sich um Richtgrössen, die auf Erfahrungswerten in der Schweizer Immobilienwirtschaft basieren. Wo Quellen in der

⁵⁴ Sharpe, William F. (1987): Asset Allocation Tools, 2. Aufl., Redwood City, S.65.

Schweiz nicht verfügbar sind oder wo internationale Benchmarks aussagekräftiger sind, werden die entsprechenden verwendet.

Finanzierung

Die vier wichtigsten Elemente, beziehungsweise Einflussfaktoren einer Immobilienfinanzierung sind Zinsen, Tilgung, Belastung (Leverage) und Steuern⁵⁵. Die Fremdkapitalzinsen sind gemäss Bankenpraxis in der Schweiz definiert. Mit der Berücksichtigung, dass die Portfolios von privaten Immobilieninvestoren in diverse Immobiliennutzungen an verschiedenen Lageklassen investiert sind werden bezüglich Risikoring und Zinssätze Durchschnittswerte angenommen, die sich an den Finanzierungsgrundsätzen der Schweizer Banken, beziehungsweise dem Curem Vorlesungshandout klassische Immobilienfinanzierung von Markus Fischer, Credit Officer und Mitglied des Real Estate Competence Centers UBS AG⁵⁶ und dem Curem Vorlesungshandout Neue Immobilienfinanzierung von Oliver Hofmann, Leiter Real Estate M&A, UBS AG orientieren⁵⁷. Als bankenneutrale Literatur wird Waldmeier (2003), Hypotheken, ein Ratgeber für private Investoren, herausgegeben vom unabhängigen VZ Vermögenszentrum Zürich beigezogen.

Je nach Quelle, wird die Bandbreite der möglichen Fremdkapitalquote differenziert definiert. Gemäss Definition in Punkt 2.1.1. Investorenstile, wird eine fixe Fremdkapitalquote innerhalb der Bandbreite der INREV Definition der Investorenstile festgelegt. Gemäss Waldmeier (2003), muss bis 65% Fremdkapitalisierung nicht amortisiert werden und keine Zusatzsicherheiten hinterlegt werden, wie auch keine erhöhten Zinssätze bezahlt werden⁵⁸. In der Modellberechnung wird die Gesamtbelehnung durch zwei Tranchen, eine Erstrangige (Senior Loan) und eine Zweitrangige (Junior Loan) definiert.

Die Konditionen für einen Senior Loan gelten bis zu einer Belehnung von 65% des Immobilienwertes. Der durchschnittliche Zinssatz für variable Hypotheken über die vergangenen 10 Jahre (1997-2007) betrug 3.68%⁵⁹. Mit Berücksichtigung, dass die vergangenen Jahre eine Tiefzinsperiode beinhalten, wird in der Modellrechnung ein Zinssatz von aufgerundet 4% verwendet um die Aussagekräftigkeit der Berechnung längerfristig zu untermauern.

⁵⁵ Schulte, Karl-Werner / Leopoldsberger, Gerrit / Schaubach, Peter / Vaassen, Nicole / Walker, Andreas (2000) in Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Bd. I. – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarbeitete Aufl., München / Wien, S. 452

⁵⁶ Curem Vorlesungsskript Klassische Immobilienfinanzierung, Markus Fischer, 19. Oktober 2007

⁵⁷ Curem Vorlesungsskript Neue Immobilienfinanzierung, Oliver Hofmann, 19. Oktober 2007

⁵⁸ Waldmeier, Nicola (2003): Hypotheken, VZ Vermögenszentrum, Zürich, S. 22

⁵⁹ Curem Vorlesungsskript Klassische Immobilienfinanzierung, Markus Fischer, 19. Oktober 2007, S. 39

Eine Belehnung die 65% Fremdkapital übersteigt, wird durch einen Junior Loan finanziert. In der Modellrechnung wird mit einem Kapitaldienst von 7% gerechnet. Die 7% errechnen sich durch den Basiszinsatz von 4% plus zusätzlichen, jährlichen 2% Amortisation und einem Risikoaufschlag von 1% im Fremdkapitalzinssatz⁶⁰. Der Zinszuschlag kann je nach Eigentümer und Objektrating stark variieren, die Amortisation p.a liegt zwischen 1-3% der hypothekarischen Belastung (Junior Loan).

Die Eigenkapitalquote ergibt sich aus der Differenz zwischen dem fallspezifischen Investitionsvolumen und der investorentypspezifischen Fremdkapitalquote.

Reinertrag

Die Betitelung des Reinertrags kann Betriebsergebnis (BE), Earning Before Interest and Taxes (EBIT), Net Operating Margin (NOP) oder Cash Flow 1 lauten. In dieser Arbeit wird der Begriff Reinertrag verwendet. Der Reinertrag ergibt sich aus der Summe der Erträge und wird auch Rohertrag oder Nettokaltmiete genannt. Wird der Ertrag als 100 Werte betrachtet, kommen die Betriebskosten, Unterhalt und Reparaturen in Abzug um den Reinertrag zu erhalten. Aufgrund der Vorgaben der Wirtschaftlichkeitsberechnungen von Markus Fischer⁶¹, so wie Pedrazzini / Micheli (2002)⁶², sind die Betriebskosten mit rund 9% des Ertrags einzusetzen. Die Betriebskosten beinhalten unter anderem Verwaltung, Versicherung, Grundsteuer und Instandsetzungs- und Erneuerungsaufwand. In derselben Literatur wird der Unterhalt mit rund 17% des Mietertags eingesetzt, was gleichzeitig rund 1% des Immobilienwertes entspricht. Die Aufwendungen für Betrieb und Unterhalt werden somit mit rund 25% des Ertrags in Abzug gebracht um den Reinertrag zu erhalten.

Nachfolgend werden die Annahmen für die prozentualen Reinbeträge, die in der Modellrechnung verwendet werden, nach Investorenstil erläutert.

Core Investor: Reinertrag = 4.5% des Investitionsvolumens

Beim Core Investmentstil ergeben sich die Einkünfte ausschliesslich aus Mieteinkommen. Die 4.5% stellen 75% der erwarteten Bruttorendite von 6% dar. Als repräsentative Zahl für die Schweiz wird aus dem Swiss Property Benchmark 2003 die 10-jährige Durchschnittsrendite 5.92 % betrachtet, welche in dieser Arbeit, der

⁶⁰ Curem Vorlesungsskript Neue Immobilienfinanzierung, Oliver Hofmann, 19. Oktober 2007, S.11 und Berechnungen.

Curem Vorlesungsskript Klassische Immobilienfinanzierung, Markus Fischer, 19. Oktober 2007, S. 55. Waldmeier, Nicola (2003): Hypotheken, VZ Vermögenszentrum, Zürich, S. 22

⁶¹ Curem Vorlesungsskript Klassische Immobilienfinanzierung, Markus Fischer, 19. Oktober 2007, S. 78.

⁶² Pedrazzini, Lorenzo / Micheli, François (2002), Der Preis von Immobilien, Dynamische Investitionsrechnung für die Immobilienbewertung, Methodik und Fallbeispiele, Zürich, S. 36.

Einfachheit halber auf 6% gerundet wird. Der Swiss Property Benchmark errechnet sich aus Objekt- und Finanzdaten von grossen Schweizer Anlagestiftungen, Pensionskassen, Versicherungen und Immobilienfonds und berücksichtigt damit einen Marktwert von zirka CHF 35 Mrd. Der Nutzungsmix ist diversifiziert in 11% Büro- und Gewerbe, 43% Mischnutzungen und 46% Mehrfamilienhäuser. Anlagestiftungen, Versicherung und Pensionskassen investieren fast ausschliesslich in Core Investments und der Nutzungsmix ist fast hälftig aus Mehrfamilienhäusern, was die Annahme für den privaten Immobilieninvestor plausibilisiert⁶³.

Das IPD bestätigt die Annahmen durch folgende Grafik die den Total Return vor Steuern und Finanzierung basierend auf dem gebundenen Kapital von Bestandesimmobilien zeigt. Die Grafik zeigt die historische Sektorperformance in der Schweiz.

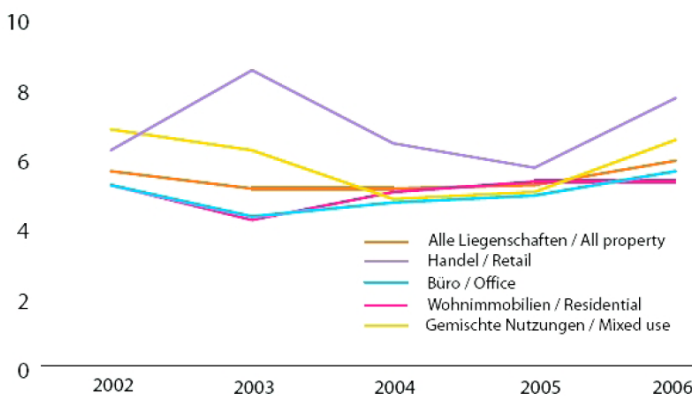


Abbildung 7: IPD Returns nach Immobiliennutzungen, Schweiz

Curem Vorlesungskript Four Quadrants, Jan Eckert, 17.09.2007, S. 15, nach Quelle IPD

Value Add & Growth: Reinertrag = 6.25% des Investitionsvolumens

Beim Value Add & Growth Investmentstil besteht ein Mix aus Einkommen aus Mieterträgen und Kapitalgewinnen. Gemäss Definition von INREV und Experten, versuchen Value Add & Growth Investoren einen Ertragsmehrwert von ca 1-4% über dem Benchmark zu erreichen. In dieser Arbeit wurde der Benchmark, als Core Repräsentant als 6% festgelegt. Der Mix aus einkommensorientierten Investments und kapitalorientierten Investments kann bei diesem Investorenstil beliebig gewählt werden. In dieser Arbeit wird ein ausgeglichener Mix von 50/50 angenommen. Der Reinertrag definiert sich demnach durch 50% einkommensorientierte Investments gemäss Core Definition und einem Reinertrag aus Kapitalgewinn. Aufgrund des 50% Anteils von stabilen, einkommensorientierten Investments, so wie aus den Expertengesprächen und

⁶³ Iazi (2008): Die Entwicklung des Immobilienmarktes, Swiss Property Benchmark 2003: <http://www.iazi.ch/web/Default.aspx?TabId=119&AspxAutoDetectCookieSupport=1> Abrufdatum: 02.07.2008

Aussagen von Finanz- und Investmentspezialisten⁶⁴, welche für Value add Investitionen einen diesbezüglichen Ertrag von 7.5-9% erwarten, wird ein Mehrwert gegenüber dem Core Benchmark von 3.5% angenommen.

50% aus einkommensorientierten Investment = Reinertrag von 4.5%

+ 50% aus kapitalgewinnorientierten Investments von 8.0%

= Reinertrag von 6.25% des Rohertrags

Opportunistic: Reinertrag = 8% des Investitionsvolumens

Im Vergleich zu eingehend erwähnten Core und Value Add & Growth Investmentstilen alloziert der Opportunistic Investor nur in die kapitalorientierten Investments die gemäss der Erläuterung unter Value Add & Growth einen Reinbetrag von 8% ergeben sollen. Gemäss INREV zielen Opportunistic Investor einen Mehrwert von mindestens 3% gegenüber dem genannten Benchmark an. In dieser Arbeit wird mit 3.5% Mehrwert gerechnet um die Vergleichbarkeit zwischen den drei Investmentstilen möglichst transparent darzustellen.

Return on Equity aus Earning before Taxes (ROEBT)

Der Return on Equity aus Earnings before Taxes gilt in dieser steuerlich neutral betrachteten Kalkulation als frei verfügbarer Betrag für die Wiederanlage. Das Modell stellt den Effekt der Wiederanlage pro Investmentstil dar. Aus diesem Grund muss für die Wiederanlage die gleiche Renditeanforderung wie an den ROE bestehen. Die Erwartungen an die Eigenkapitalrendite muss zwischen der ursprünglichen Immobilieninvestition und der Wiederanlage kongruent sein. Das schliesst gleichzeitig die Frage nicht aus, ob eine Wiederanlage mit demselben Rendite-Risiko-Profil für den einzelnen Investorenstil sinnvoll und empfehlenswert ist. In den Handlungsempfehlungen wird diese Frage thematisiert.

Working Capital

In den Berechnungen fliesst kein Abzug für das Working Capital ein, da angenommen wird, das Working Capital sei zum Zeitpunkt der Umsetzung des renditeorientierten Liquiditätskonzepts etabliert. Ein korrekt ermittelter Stock and Working Capital muss im Jahresverlauf nicht stark angepasst werden und es müssen keine zusätzlichen Mittel vom Jahresertrag abgezogen werden. Aus diesem Grund wird die Grösse des Working Capitals als fixe Grösse betrachtet und muss in der Berechnung nicht mit einfließen.

⁶⁴ www.hsh-nordbank.de, www.hofmann-finanz.de, Spezialist für Immobilien-, Investmentfonds und Beteiligungen so wie Finanzierungen in den Bereichen Private Equity und Mezzanine.

4 Anwendung des Modells

Nachfolgend werden in 4.1 die Berechnungen anhand der in Punkt 3 erläuterten Modellannahmen durchgeführt und die Ergebnisse in 4.2 übersichtlich pro Fall präsentiert und analysiert. Unter 4.3 werden die Ergebnisse die in 4.2 gewonnen werden für die Hypothesenauswertung verwendet und kritisiert.

4.1 Berechnungen anhand der Annahmen

Die Berechnungen erfolgen in einem separaten Unterkapitel pro Investmentstil. Als Basiskalkulation wird jeweils das Investitionsvolumen CHF 10 Mio. mit Annahmen und Kalkulationsweg dargestellt. Nachfolgend der Kalkulation für CHF 10 Mio., werden die Resultate für die drei zu testenden Investitionsvolumen CHF 10, 50 und 100 Mio. dargestellt. Unter 4.2 werden sämtliche Resultate gegenübergestellt und thematisiert.

4.1.1 Berechnungen Core

Berechnungsgrundlagen	Kurzzeichen	Daten Absolut	Daten in %
Gesamtkapital (Total Assets)	K0	10'000'000	100.00%
Eigenkapital (Equity)	EK	5'000'000	50.00%
Fremdkapital (Debt)	FK	5'000'000	50.00%
Kapitalkosten p.a.*1	i(FK)	200'000	4.00%
Reinertrag *2	Ztotal	450'000	4.50%

*2 Reinertrag = Nettomiete-operative Kosten (vor Finanzierungskosten und Steuern)

*1 Berechnung Fremdkapitalkosten			
Zinssatz Senior Loan		200'000	4.00%
Betrag Senior Loan absolut		5'000'000	50%
Kapitaldienst Junior Loan		0	7.00%
Betrag Junior Loan absolut		0	0.00%

Zwischenresultate	Kurzzeichen	Daten Absolut	Daten in %
Earnings Before Tax / Before Tax Cash Flow	EBT	250'000	-
Return on EBT *3	ROEBT	12'500	5.00%
Wiederanlagerendite	i(wa)	12'500	-

3* ROEBT sollte den ROE Erwartungen entsprechen, bzw. Risiko-Rendite Profil des Investmentstils (nach Transaktionskosten)

Tabelle 2: Berechnungsgrundlagen Core

A Earnings Before Tax (verfügbare Liquidität p.a.)

	Reinertrag	+	Kapitaldienst	=	EBT
=	[Reinertrag	-	i(FK)]	=	250'000 CHF

B Zinseszinsseffekt absolut p.a.

	Reinertrag	-	Kapitaldienst	X	Return on EBT	=	Wiederanlage- rendite absolut
=	[Reinertrag	-	i(FK)]	X	ROEBT	=	i(wa) CHF
=	450'000	-	200'000	X	5.00%	=	12'500 CHF

C Zinseszinsseffekt in Prozent (ab Jahr 2)

$$= \frac{i(wa)}{EK + EBT} = \frac{12'500}{5'250'000} = 0.24\%$$

D Messung EK Rendite-effekt bei effektiver Wiederanlage des FCF vs. Halten von Liquidität

Anlageperiode in Jahren		1	3	5	10
Option Liquidität halten	EK	5'000'000	5'000'000	5'000'000	5'000'000
	EBT p.a.	250'000	250'000	250'000	250'000
	EBT x n	250'000	750'000	1'250'000	2'500'000
	Total EK (EK+EBT) bei Halten von Liquidität	5'250'000	5'750'000	6'250'000	7'500'000
	Total ROE	5.00%	15.00%	25.00%	50.00%
	Annualisierter ROE bei Halten von Liquidität	5.00%	4.77%	4.56%	4.14%
<i>Werden die FCF nicht angelegt, fällt der Investor unter die Zielrendite.</i>					
Option Liquidität reinvestieren	EK T0	5'000'000	5'000'000	5'000'000	5'000'000
	EK aus EBT	250'000	750'000	1'250'000	2'500'000
	EK Rendite aus EBT	0	12'500	77'531	506'641
	Total EK	5'250'000	5'762'500	6'327'531	8'006'641
	Total ROE	5.00%	15.25%	26.55%	60.13%
	Ann. ROE	5.00%	4.84%	4.82%	4.82%
Differenz	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	0.25%	1.55%	10.13%
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	12'500	77'531	506'641

Differenz bei CORE Investoren nach Investitionsvolumen absolut

Periode		1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	0.25%	1.55%	10.13%
10 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	12'500	77'531	506'641
50 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	62'500	387'656	2'533'205
100 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	125'000	775'313	5'066'411

Tabelle 3: Berechnungen Core

4.1.2 Berechnungen Value Add & Growth

Berechnungsgrundlagen	Kurzzeichen	Daten Absolut	Daten in %
Gesamtkapital (Total Assets)	K0	10'000'000	100.00%
Eigenkapital (Equity)	EK	3'500'000	35.00%
Fremdkapital (Debt)	FK	6'500'000	65.00%
Kapitalkosten p.a.*1	i(FK)	260'000	4.00%
Reinertrag *2	Ztotal	625'000	6.25%

*2 Reinertrag = Nettomiete-operative Kosten (vor Finanzierungskosten und Steuern)

*1 Berechnung Fremdkapitalkosten

Zinssatz Senior Loan		260'000	4.00%
Betrag Senior Loan absolut		6'500'000	65%
Kapitaldienst Junior Loan		0	7.00%
Betrag Junior Loan absolut		0	0.00%

Zwischenresultate	Kurzzeichen	Daten Absolut	Daten in %
Earnings Before Tax / Before Tax Cash Flow	EBT	365'000	-
Return on EBT *3	ROEBT	38'070	10.43%
Wiederanlagerendite	i(wa)	38'070	-

3* Return on EBT sollte den ROE Erwartungen entsprechen, bzw. Risiko-Rendite Profil des Investmentstils (nach Transaktionskosten)

Tabelle 4: Berechnungsgrundlagen Value Add & Growth

A Earnings Before Tax (verfügbare Liquidität p.a.)							
	Reinertrag	+	Kapitaldienst	=			EBT
=	[Reinertrag	-	i(FK)]	=			365'000 CHF
B Zinseszinsseffekt absolut p.a.							
	Reinertrag	-	Kapitaldienst	X	Return on EBT	=	Wiederanlage- rendite absolut
=	[Reinertrag	-	i(FK)]	X	ROEBT	=	i(wa) CHF
=	625'000	-	260'000	X	10.43%	=	38'070 CHF
C Zinseszinsseffekt in Prozent (ab Jahr 2)							
=	$\frac{i(wa)}{EK + EBT}$		=	$\frac{38'070}{3'865'000}$		=	0.98%

Tabelle 5: Berechnungen Value Add & Growth A-C

D Messung EK Rendite-effekt bei effektiver Wiederanlage des FCF vs. Halten von Liquidität					
Anlageperiode in Jahren		1	3	5	10
Option Liquidität halten	EK	3'500'000	3'500'000	3'500'000	3'500'000
	EBT p.a.	365'000	365'000	365'000	365'000
	EBT x n	365'000	1'095'000	1'825'000	3'650'000
	Total EK (EK+EBT) bei Halten von Liquidität	3'865'000	4'595'000	5'325'000	7'150'000
	Total ROE	10.43%	31.29%	52.14%	104.29%
Option Liquidität reinvestieren	Annualisierter ROE bei Halten von Liquidität	10.43%	9.50%	8.76%	7.40%
	<i>Werden die FCF nicht angelegt, fällt der Investor unter die Zielrendite.</i>				
Option Liquidität reinvestieren	EK T0	3'500'000	3'500'000	3'500'000	3'500'000
	EK aus EBT	365'000	1'095'000	1'825'000	3'650'000
	EK Rendite aus EBT	0	38'070	244'714	1'762'056
	Total EK	3'865'000	4'633'070	5'569'714	8'912'056
	Total ROE	10.43%	32.37%	59.13%	154.63%
Differenz	Ann. ROE	10.43%	9.80%	9.74%	9.80%
	Periode	1	3	5	10
Differenz	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	1.09%	6.99%	50.34%
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	38'070	244'714	1'762'056

Differenz bei Value add & Growth Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
Periode		1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	1.09%	6.99%	50.34%
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	38'070	244'714	1'762'056
10 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	38'070	244'714	1'762'056
50 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	190'348	1'223'569	8'810'282
100 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	380'695	2'447'137	17'620'563

Tabelle 6: Berechnungen Value Add & Growth D

4.1.3 Berechnungen Opportunistic

Berechnungsgrundlagen	Kurzzeichen	Daten Absolut	Daten in %
Gesamtkapital (Total Assets)	K0	10'000'000	100.00%
Eigenkapital (Equity)	EK	2'000'000	20.00%
Fremdkapital (Debt)	FK	8'000'000	80.00%
Kapitalkosten p.a.*1	i(FK)	365'000	4.56%
Reinertrag *2	Ztotal	800'000	8.00%

*2 Reinertrag = Nettomiete-operative Kosten (vor Finanzierungskosten und Steuern)

*1 Berechnung Fremdkapitalkosten

Zinssatz Senior Loan		260'000	4.00%
Betrag Senior Loan absolut		6'500'000	65%
Kapitaldienst Junior Loan		105'000	7.00%
Betrag Junior Loan absolut		1'500'000	15.00%

Zwischenresultate	Kurzzeichen	Daten Absolut	Daten in %
Earnings Before Tax / Before Tax Cash Flow	EBT	435'000	-
Return on EBT *3	ROEBT	94'613	21.75%
Wiederanlagerendite	i(wa)	94'613	-

3* Return on EBT sollte den ROE Erwartungen entsprechen, bzw. Risiko-Rendite Profil des Investmentstils (nach Transaktionskosten)

Tabelle 7: Berechnungsgrundlagen Opportunistic

A Earnings Before Tax (verfügbare Liquidität p.a.)							
	Reinertrag	+	Kapitaldienst	=			EBT
=	[Reinertrag	-	i(FK)]	=			435'000 CHF
B Zinseszinsseffekt absolut p.a.							
	Reinertrag	-	Kapitaldienst	X	Return on EBT	=	Wiederanlage- rendite absolut
=	[Reinertrag	-	i(FK)]	X	ROEBT	=	i(wa) CHF
=	800'000	-	365'000	X	21.75%	=	94'613 CHF
C Zinseszinsseffekt in Prozent (ab Jahr 2)							
=	$\frac{i(wa)}{EK + EBT}$		=	$\frac{94'613}{2'435'000}$		=	3.89%

Tabelle 8: Berechnungen Opportunistic A-C

D Messung EK Rendite-effekt bei effektiver Wiederanlage des FCF vs. Halten von Liquidität					
Anlageperiode in Jahren		1	3	5	10
Option Liquidität halten	EK	2'000'000	2'000'000	2'000'000	2'000'000
	EBT p.a.	435'000	435'000	435'000	435'000
	EBT x n	435'000	1'305'000	2'175'000	4'350'000
	Total EK (EK+EBT) bei Halten von Liquidität	2'435'000	3'305'000	4'175'000	6'350'000
	Total ROE	21.75%	65.25%	108.75%	217.50%
Option Liquidität reinvestieren	Annualisierter ROE bei Halten von Liquidität	21.75%	18.23%	15.86%	12.25%
	<i>Werden die FCF nicht angelegt, fällt der Investor unter die Zielrendite.</i>				
	EK T0	2'000'000	2'000'000	2'000'000	2'000'000
	EK aus EBT	435'000	1'305'000	2'175'000	4'350'000
	EK Rendite aus EBT	0	94'613	654'464	5'840'760
Total EK	2'435'000	3'399'613	4'829'464	12'190'760	
Total ROE	21.75%	69.98%	141.47%	509.54%	
Ann. ROE	21.75%	19.34%	19.28%	19.81%	
Differenz	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	4.73%	32.72%	292.04%
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	94'613	654'464	5'840'760

Differenz bei Opportunistic Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
Periode		1	3	5	10
10 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	4.73%	32.72%	292.04%
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	94'613	654'464	5'840'760
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	473'063	3'272'318	29'203'802
50 Mio.	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	946'125	6'544'636	58'407'604
	Effekt Wiederanlage rendite absolut	0	946'125	6'544'636	58'407'604

Tabelle 9: Berechnungen Opportunistic D

4.2 Ergebnispräsentation

CORE					
Differenz bei CORE Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage				
	rendite in %	0.00%	0.25%	1.55%	10.13%
10	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	12'500	77'531	506'641
50	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	62'500	387'656	2'533'205
100	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	125'000	775'313	5'066'411

Value Add & Growth					
Differenz bei Value Add & Growth Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage				
	rendite in %	0.00%	1.09%	6.99%	50.34%
10	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	38'070	244'714	1'762'056
50	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	190'348	1'223'569	8'810'282
100	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	380'695	2'447'137	17'620'563

Opportunistic					
Differenz bei Opportunistic Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage				
	rendite in %	0.00%	4.73%	32.72%	292.04%
10	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	94'613	654'464	5'840'760
50	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	473'063	3'272'318	29'203'802
100	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	946'125	6'544'636	58'407'604

Tabelle 10: Ergebnispräsentation

4.3 Kritik und Auswertung der Hypothesen

Wie in der Einleitung erwähnt, beziehen sich die Aussagen zu den Hypothesen auf das Modell dieser Arbeit, da bisher keine empirische Überprüfung stattgefunden hat.

Hypothese 1:

Ein effektives Liquiditätsmanagement kann die Eigenkapitalrendite verbessern.

Auswertung und Kritik zu Hypothese 1:

Ein effektives Liquiditätsmanagement, welches die theoretisch zur Verfügung stehenden Liquiditätsüberschüsse identifiziert, poolt und zur Wiederanlage frei gibt, kann durch Wiederanlage die Eigenkapitalrendite verbessern. Der Test von Hypothese 1 ist in sämtlichen neun Fällen positiv. Der Test zeigt, dass durch effektives Liquiditätsmanagement die Wiederanlageproblematik positiv beeinflusst wird und gleichzeitig keine Einschränkungen geschaffen werden.

Als Kritik zur präsentierten Aussage muss klargestellt werden, dass falls keine Wiederanlage der Liquiditätsüberschüsse stattfindet, sich der vom Investor erwartete ROE unter die Zielvorgabe verringert und dadurch der Effekt zwischen den beiden ROE Berechnungen markanter wird. Des Weiteren zeigt der Test, dass effektives Liquiditätsmanagement vor allem mittel- und langfristig wertvolle Veränderungen der Eigenkapitalrendite bringt. Gleichzeitig darf aber angenommen werden, dass die Mehrheit der Investoren zumindest im projizierten Zeitraum von 5 bis 10 Jahren auch ohne effektives Liquiditätsmanagement eine Wiederanlage ihrer Liquiditätsüberschüsse vornehmen.

Hypothese 2:

Ein Liquiditätsmanagementkonzept ist kostenneutral implementierbar.

Auswertung und Kritik zu Hypothese 2:

Die Implementierung verlangt zumindest Bewusstsein über die Zahlungsströme, im Idealfall eine Ertrags-, Kosten- und folglich Liquiditätsplanung auf zumindest Jahresbasis. Die Definition der Zahlungsströme ist eine Fleissarbeit, welche zum Grossteil aus buchhalterischen Daten und Budgetdaten ermittelt werden kann. Sind die Instrumente einmal erstellt worden, sollte die Pflege und Aktualisierung der Instrumente wenige Stunden pro Monat in Anspruch nehmen. Die minimalste Renditesteigerung im Fall Core Investor und 10 Millionen Investitionsvolumen zeigen eine absolute Renditesteigerung von CHF 12'000 ab Ende Jahr 2. Da die Implementierung ohne

Einkauf von Instrumenten, Daten und externem Personal möglich ist, wird der gewonnene Betrag aus der Rendite als ausreichend betrachtet um ein Liquiditätskonzept kostenneutral zu implementieren und die Hypothese angenommen.

Als Kritik ist zu erwähnen, dass der zusätzliche Return beim Fall Core Investor mit Investitionsvolumen von CHF 10 Mio. in der Anfangsphase durch Adjustierung der Instrumente und intensiviertem Zeitaufwand verloren gehen könnte und der Aufwand den Return im schwächsten Fall immerhin egalisiert.

Hypothese 3:

Ein Liquiditätsmanagementkonzept steht im Einklang mit sämtlichen Finanzierungsformen und -strategien.

Auswertung und Kritik zu Hypothese 3:

Ein Liquiditätsmanagement-Konzept unterstützt primär die Kontrolle und Steuerung der Liquiditätsströme. Eine Folgerung daraus ist, dass Liquiditätsüberschüsse periodisch identifiziert werden und zur Wiederverwendung bereitgestellt werden. Ein Liquiditätsmanagement-Konzept steht somit nicht nur im Einklang mit sämtlichen Finanzierungsformen und –strategien, sondern unterstützt diese durch effektiveres Controlling. Ein derartiges Konzept untermauert Finanzierungsformen und –strategien und die Hypothese ist klar angenommen.

Kritisch betrachtet muss allerdings der Prozessschritt Wiederanlage betrachtet werden. Die Wiederanlage darf nur in einer Form gewählt werden, in der sie die Kernstrategie nicht gefährdet. So ist zum Beispiel bei einem Value Add & Growth so wie Opportunistic Investmentstil eine Wiederanlage mit denselben ROE Erwartungen als kritisch zu beurteilen (siehe auch Handlungsempfehlungen).

Hypothese 4:

Die Vorteilhaftigkeit eines effektiven Liquiditätsmanagementkonzeptes ist nicht für alle Kombinationen aus Investorentypen und Anlagesummen gegeben.

Auswertung und Kritik zu Hypothese 4:

Aus den Modellergebnissen geht hervor, dass theoretisch bei allen Kombinationen aus Investorentypen und Anlagesummen eine renditeorientierte Vorteilhaftigkeit aus der Anwendung eines Liquiditätsmanagement-Konzeptes hervorgeht. Rein der Wiederanlageeffekt aus den periodisch identifizierten Liquiditätsüberschüssen beweist dies. Die praktische Umsetzung wirft allerdings Fragen bezüglich des Betrachtungszeitraumes auf. So kann die Anwendung in unterjähriger und zweijähriger

Frist für Core Investoren mit tiefem Investitionsvolumen zum Nullsummenspiel werden und die Vorteilhaftigkeit in Frage gestellt werden. Das Ausmass an Vorteilhaftigkeit variiert, aufgrund der absoluten Beträge, je nach Investitionsvolumen markant.

Hypothese 5:

Ein Liquiditätsmanagementkonzept hat einen positiven Effekt auf die Eigenkapitalrendite, ohne dabei das Risikoprofil des Gesamtportfolios bedeutend zu verändern.

Auswertung und Kritik zu Hypothese 5:

1. hat das Liquiditätsmanagementkonzept einen positiven Effekt auf die Eigenkapitalrendite und 2. wird durch die Wiederanlage, sofern Sie in einer entsprechenden Anlagealternative mit investorenstilgerechtem Risiko angelegt wird, das Risikoprofil nicht verändert. Bedingung ist, dass die Wiederanlage der EBT nicht markant vom Risikoprofil der Kerninvestments abweichen. Findet allerdings keine Wiederanlage der EBT statt, wird das Risikoprofil des Gesamtinvestments durch steigende Liquiditätspositionen vermindert, beziehungsweise die ROE sinken bei gleich bleibendem Risikoprofil der Kerninvestments.

Die Kritik ist hierbei, dass die Modellergebnisse den Effekt ohne Wiederanlage der EBT mit dem Effekt bei Wiederanlage der EBT aufzeigen. Werden die Gesamtportfoliorisiken mit und ohne Wiederanlage von EBT verglichen, so ist bei halten der EBT in Liquidität gegenüber der Wiederanlage der EBT zu gleichen ROE Erwartungen wie beim Kerninvestment, das Risiko klar höher.

Hypothese 6:

Durch die uneingeschränkte Handlungsfähigkeit des Privatinvestors in Bezug auf Asset allocation kann der private Immobilieninvestor durch ein Liquiditätsmanagement-Konzept eine Überrendite realisieren.

Auswertung und Kritik zu Hypothese 6:

Es bestehen für private Immobilieninvestoren attraktive Investitionsalternativen zur Zwischenanlage im Gegensatz zu den herkömmlich genutzten Optionen von 1. Abzahlung von Fremdkapital oder 2. von institutionellen Anlagevehikeln bevorzugten Geldmarktfonds. Dem privaten Investor stehen je nach Investitionsvolumen eine Vielzahl von Wiederanlagemöglichkeiten zur Verfügung, da er weder regulatorische Anforderungen erfüllen muss, noch Drittverpflichtungen nachzukommen hat. Je nach Risikopräferenz kann er die Wiederanlage nach seinen persönlichen Renditeerwartungen wählen und durch die uneingeschränkte Handlungsfähigkeit in der

Wahl der Asset Allocation eine Überrendite dank identifizierten Liquiditätsüberschüssen generieren.

5 Bezug der Modellergebnisse und Hypothesen und Ihre Implikation auf Wiederanlagedeterminanten

Als Erstes sind die Risiken der Modellergebnisse, beziehungsweise der Liquiditätssteuerung zu nennen. Die Modellergebnisse gehen davon aus, dass erstens die Liquiditätssteuerung kontrolliert verläuft und die Zahlungsströme fristgerecht erfolgen. Das Modell der Zahlungsströme hat quasi als Pufferzone eine budgetgerechte Grösse des Working Capitals vorausgesetzt. Nichtsdestotrotz können grössere Ausfälle erfolgen, die EBT im Falle von Projektentwicklungen (Value Add & Growth, Opportunistic) stark schwanken lassen können. Im schlechtesten Fall können Ausfälle von ganzen Einzelobjekten im Portfolio erfolgen. Sonderfälle werden im Modell nicht betrachtet und es wird die Sichtweise in Form einer langfristig vertretbaren Durchschnittssituation berechnet.

Die Zielkonflikte der Liquiditätssteuerung, beziehungsweise vor allem der Wiederanlage bestehen vor allem zwischen den Renditeerwartungen der Investorenstile und andererseits der gegenüberstehenden Risikofähigkeit der einzelnen Investorenstile. Um die theoretische Wiederanlagerendite pro Fall zu errechnen wird eine ROE Erwartung an die Wiederanlage gestellt, die dem Investorenstil entspricht. Dies macht aus Investorensicht absolut Sinn, denn wären Kapital und Marktopportunitäten gleichzeitig vorhanden, würde der Investor sein Immobilienportfolio nach seinem Investmentstil ausbauen. Ist entweder Kapital oder Marktopportunität nicht gegeben, soll die Wiederanlage zu gleichem Risiko erfolgen. Hauptkritik in diesem Fall ist, dass vor allem die Extremfälle Core und Opportunistic Investor im Falle der Wiederanlage eine Diversifikationsstrategie fahren könnten. Das heisst, der Core Investor kann es sich leisten, bei der Wiederanlage höhere Risiken einzugehen, schliesslich ist er mit 50% Fremdkapital und stabilen Einkommen sicher positioniert und kann Ausfälle in der Wiederanlage finanziell verkraften. Gegensätzlich dazu kann der Opportunistic Investor mit seinem riskanter positionierten Immobilienportfolio seine Kerninvestments gefährden, wenn sich Ausfälle der Wiederanlagen und Sondersituationen wie Eigenkapitalnachsusspflicht bei den Kerninvestments kumulieren. Der Opportunistic Investor ist daher immer im Konflikt zwischen theoretisch hoher Risikobereitschaft aber tiefer Risikofähigkeit. Nachfolgendes Modell mit den Investmentdeterminanten beinhaltet genannte Thematik bei der Definition der qualitativen Determinanten des Investment Opportunity Sets.

Unter Punkt 3.1.3 wurde die Struktur und gewisse Anforderungen der Investoren an Investments graphisch dargestellt. Aufgrund der unter Punkt 4 gewonnenen Ergebnissen, so wie der qualitativen Literaturanalyse lässt sich die Grafik erweitern. Die Erweiterung konzentriert sich darauf die Anforderungen an die Wiederanlagen einzugrenzen und folglich die potentiellen Wiederanlagen gemäss IOS aufzulisten. Nachfolgend zu diesem Prozess wird in Punkt 5 der Detaillierungsgrad durch die Betrachtung on equitybezogenen Handlungsmöglichkeiten vertieft und zusätzlich durch debtbezogene Handlungsmöglichkeiten eine deinvestitionsorientierte Option miteinbezogen, welche in der IOS Theorie nicht enthalten ist. Nachdem quasi das gesamte Spektrum der Wiederanlageoptionen abgehandelt wird, kann in Punkt 5.3.2 die Lösungsempfehlung präsentiert werden.

Nachfolgend vorerst die Modellergebnisse und Ihre Implikation auf die qualitativen Anforderungen der Investoren. Pro Investmentstil und Investitionsvolumen werden gemäss den Determinanten des IOS qualitative Kriterien und Anforderungen an mögliche Anlagen identifiziert, welche in die Handlungsempfehlungen einfließen können. Die qualitative Beschreibung konzentriert sich auf die Option der Wiederanlage, wobei die im IOS zur Verfügung stehenden Anlagen nicht zwingend kumulativ die Determinanten respektieren müssen um für die IOS Auswahl zu qualifizieren.

Investitionsvolumen in (CHF)		10 Mio.	50 Mio.	100 Mio.
Anlagestil CORE				
Quantitativ				
ROE Erwartung		5%-7%	5%-7%	5%-7%
Fremdkapitalanteil		50%	50%	50%
Modellergebnis				
Wiederanlageeffekt	EBT p.a.	250'000	1'250'000	2'500'000
p.a.				
(minimal, absolut)	ROE p.a.	12'500	96'500	125'000
Qualitativ				
Investmentanforderungen und Typisierung (Kerninvestments)		- Einkommensorientiert - Bestehende Immobilien mit stabilem Cash Flow		
Anlagedeterminanten nach IOS				
<i>Höhe des Vermögens (EK in CHF):</i>		5 Mio.	25 Mio.	50 Mio.
<i>Erfahrung + Wissen des Anlegers in anderen Asset Klassen:</i>		- unerfahren	- unerfahren	- unerfahren
<i>Präferenzen:</i>		- Geographisch: eher Heimmarkt	- Geographisch: eher Heimmarkt	- Geographisch: eher Heimmarkt
		- Liquiditätsbedarf: hoch	- Liquiditätsbedarf:	- Liquiditätsbedarf: klein

	(evtl.. privater Eigenbedarf)	klein	
<i>Risikobereitschaft- und Tragfähigkeit</i>	- Bereitschaft klein - Tragfähigkeit mittel	- Bereitschaft klein - Tragfähigkeit gross	- Bereitschaft klein - Tragfähigkeit gross
Anforderungen an Anlagen (Aktionsradius zwischen maximaler Sicherheit = Liquidität Halten und maximaler Ertrag= ROE Erwartung gemäss Investorenstil)	- tiefe Volatilität und kurze Ein- und Ausstiegsmöglichkeit aufgrund Eigenbedarf von Liquidität - small ticket - Investmentkompetenz von Manager beziehen	- tiefe Volatilität aufgrund Risikoaversion - Ein- und Ausstieg nur mittelfristig bei Immobilienakquisition nötig. - Investmentkompetenz von Manager beziehen	- tiefe Volatilität aufgrund Risikoaversion und kurzfristiger Immobilienakquisitions-option - Ein- und Ausstieg muss kurzfristig für Immobilienakquisitionen möglich sein. - Investmentkompetenz von Manager beziehen
Relevante Anlagen (Anlageuniversum gemäss Determinanten nach IOS)	- Liquidität (widerspricht Modellergebnissen) - Obligationen, Geldmarkt - Funds of Funds	- Obligationen / Geldmarkt / Kapitalschutzprodukte - Funds of Funds - Funds of Hedge Funds - Immobilien	- Obligationen / Festgeld / Geldmarkt / Kapitalschutzprodukte - Funds of Funds - Funds of Hedge Funds - Immobilien

Tabelle 11: Investmentanforderungen Core

Investitionsvolumen in (CHF)		10 Mio.	50 Mio.	100 Mio.
Anlagestil Value Add & Growth				
Quantitativ				
ROE Erwartung		10%-14%	10%-14%	10%-14%
Fremdkapitalanteil		65%	65%	65%
Modellergebnis				
Wiederanlageeffekt	EBT p.a.	365'000	1'825'000	3'650'000
p.a. (minimal, absolut)	ROE p.a.	38'070	190'348	380'695
Qualitativ				
Investmentanforderungen und Typisierung		-Einkommens- und Wachstumsorientiert -Unterbewertete Anlagen mit Potential		
Anlagedeterminanten nach IOS				
<i>Höhe des Vermögens (EK in CHF):</i>		3.5 Mio.	17.5 Mio.	35 Mio.
<i>Erfahrung + Wissen des Anlegers in anderen Asset Klassen:</i>		- unerfahren	- unerfahren	- unerfahren
<i>Präferenzen:</i>		- Geographisch: eher Heimmarkt	- Geographisch: Heimmarkt & Intl.	- Geographisch: Heimmarkt & Intl.
		- Liquiditätsbedarf: hoch (evtl.. privater Eigenbedarf)	- Liquiditätsbedarf: unregelmässig, mittel	- Liquiditätsbedarf: unregelmässig, mittel
<i>Risikobereitschaft- und Tragfähigkeit</i>		- Bereitschaft mittel - Tragfähigkeit mittel	- Bereitschaft mittel - Tragfähigkeit mittel	- Bereitschaft mittel - Tragfähigkeit mittel
Anforderungen an Anlagen (Aktionsradius zwischen maximaler		- tiefe Volatilität und kurze Ein- und	- mittlere Volatilität - Ein- und Ausstieg	- mittlere bis hohe Volatilität verkraftbar, in

Sicherheit = Liquidität Halten und maximaler Ertrag= ROE Erwartung gemäss Investorenprofil)	Ausstiegsmöglichkeit aufgrund Eigenbedarf von Liquidität - small ticket - Investmentkompetenz von Manager beziehen	kurz- bis mittelfristig bei Immobilien und Projektakquisition nötig. - Investmentkompetenz von Manager beziehen	Zyklus von tiefen Immobilienpreisen tiefe Volatilität bevorzugt - Ein- und Ausstieg muss kurzfristig- bis mittelfristig für Immobilienakquisitionen möglich sein. - Investmentkompetenz von Manager beziehen
Relevante Anlagen (Anlageuniversum gemäss Determinanten nach IOS)	- Liquidität (widerspricht Modellergebnissen) - Obligationen, Geldmarkt - Funds of Funds	- High Yield Bonds - Einzeltitel - Funds of Funds - Funds of Hedge Funds - Immobilien	- High Yield Bonds - Einzeltitel - Funds of Funds - Funds of Hedge Funds - Immobilien

Tabelle 12: Investmentanforderungen Value Add & Growth

Investitionsvolumen in (CHF)		10 Mio.	50 Mio.	100 Mio.
Anlagestil Opportunistic				
Quantitativ				
ROE Erwartung		>15%	>15%	>15%
Fremdkapitalanteil		80%	80%	80%
Modellergebnis				
Wiederanlageeffekt	EBT p.a.	435'000	2'175'000	4'350'000
p.a. (minimal, absolut)	ROE p.a.	94'613	473'063	946'125
Qualitativ				
Investmentanforderungen und Typisierung		-Wachstumsorientiert -Spezialsituationen mit Aufwertungspotential, Distressed, Mezzanine		
Anlagedeterminanten nach IOS				
<i>Höhe des Vermögens (EK in CHF):</i>		2 Mio.	10 Mio.	20 Mio.
<i>Erfahrung + Wissen des Anlegers in anderen Asset Klassen:</i>		- eher unerfahren	- eher unerfahren	- eher unerfahren
<i>Präferenzen:</i>		- Geographisch: eher Heimmarkt	- Geographisch: eher Heimmarkt & Intl.	- Geographisch: eher Heimmarkt und Intl.
		- Liquiditätsbedarf: unregelmässig	- Liquiditätsbedarf: unregelmässig	- Liquiditätsbedarf: unregelmässig
<i>Risikobereitschaft- und Tragfähigkeit</i>		- Bereitschaft hoch - Tragfähigkeit tief	- Bereitschaft hoch - Tragfähigkeit tief	- Bereitschaft hoch - Tragfähigkeit tief
Anforderungen an Anlagen (Aktionsradius zwischen maximaler Sicherheit = Liquidität Halten und maximaler Ertrag= ROE Erwartung gemäss Investorenprofil)		- tiefe Volatilität und kurze Ein- und Ausstiegsmöglichkeit aufgrund Eigenbedarf von Liquidität - small ticket - Investmentkompetenz von Manager beziehen	- tiefe bis mittlere Volatilität - Ein- und Ausstieg kurz- bis mittelfristig bei Immobilien und Projektakquisition so wie Eigenkapital-nachschusspflicht nötig. - Investmentkompetenz	- tiefe bis mittlere Volatilität. - Ein- und Ausstieg kurz- bis mittelfristig bei Immobilien und Projektakquisition so wie Eigenkapital-nachschusspflicht nötig. - Investmentkompetenz

Relevante Anlagen (Anlageuniversum gemäss Determinanten nach IOS)	- Liquidität (widerspricht Modellergebnissen)	von Manager beziehen - High Yield Bonds	von Manager beziehen - High Yield Bonds
	- Obligationen, Geldmarkt	- Einzeltitel	- Einzeltitel
	- Funds of Funds	- Funds of Funds	- Funds of Funds
		- Funds of Hedge Funds	- Funds of Hedge Funds
	- Immobilien	- Immobilien	- Immobilien

Tabelle 13: Investmentanforderungen Opportunistic

Nachfolgend die Hauptaussagen der Matrix in Punktform:

- Investoren mit CHF 10 Mio. Anlagesumme, sind aufgrund Eigenbedarf der Liquidität, so wie relativ kleinen Beträgen, die für die Wiederanlage zur Verfügung stehen beschränkt bezüglich Anlageselektion (Small Ticket).
- Investoren mit CHF 50 und 100 Mio. haben dank Umgehung der Small Ticket Problematik weitgehend ähnliche Anlageoptionen. Der CHF 100 Mio. Investor hat durch höhere jährliche Freibeträge zusätzlichen Akquisitionsspielraum bei erneutem Kauf von direkten Immobilieninvestitionen sowie bezüglich Diversifikation.
- Die Core Investoren haben aufgrund ihrer Risikofähigkeit theoretisch den grössten Handlungsspielraum, die Opportunistic Investoren Vice Versa. Aufgrund des Widerspruchs zwischen der ROE Erwartungen und der Risikofähigkeit ist dieser Punkt nicht abschliessend behandelbar.
- Die Option Liquidität halten, entfällt aufgrund der Modellergebnisse für die Gesamtheit der Investoren.
- Aufgrund der Kernkompetenz aller Investoren im Immobilienbereich wird davon ausgegangen, dass keine oder nur beschränkte Kompetenzen in anderen Anlageklassen bestehen. Eine Ausnahme wäre nur im Fall eines Family Office zu berücksichtigen. Aufgrund der Aussagen von Vermögensverwaltern, dass die Mindestgrösse für ein Family Office erst ab Vermögen von Euro 100 Mio. rechnen lässt⁶⁵, wird diese Option nicht berücksichtigt.

6 Universum der Handlungsmöglichkeiten

Kapitel 6 befasst sich mit den equitybezogenen und debtbezogenen Handlungsansätzen bevor eine Lösungsempfehlung pro Fall vorgeschlagen wird.

6.1 Equitybezogene Handlungsmöglichkeiten

Eine rudimentäre Betrachtung der equitybezogenen Handlungsmöglichkeiten nach IOS wurde bereits zur qualitativen Auswertung präsentiert. Nachfolgend wird detaillierter

⁶⁵ Ruis, Alexander (2008): Wissenschaftlicher Rat fürs Familienvermögen, Artikel Family Offices, Die Mindestgrösse beträgt Euro 100 Mio, Swiss Private Banking Guide 2008, Zürich, S. 37.

auf einzelne Anlageoptionen eingegangen. Es wird nicht näher auf die equitybezogene Handlungsmöglichkeit in Form von Wiederanlage in direkte Immobilienengagements eingegangen. Der Grund liegt in der Natur des Immobilieninvestors, dessen Beschrieb eingangs dieser Arbeit, und der Annahme, dass er sich grundsätzlich bei Kapitalverfügbarkeit und Objektverfügbarkeit in Immobilien reinvestiert. Die Reinvestition erfolgt strategisch um sich durch fortwährende Wiederanlage nicht von seinem Kerngeschäft zu entfernen und durch seine Investitionskompetenz im Immobilienbereich tätig zu bleiben, im Idealfall mit Performance über Benchmark.

Grundsätzlich besteht neben den debtbezogenen Handlungsmöglichkeiten und dem unrentablen Halten von Liquidität auch nach der qualitativen und quantitativen Analyse immer noch eine Vielzahl von Investitionsmöglichkeiten. Einerseits werden in der Präsentation der Handlungsfähigkeit diese Determinanten berücksichtigt, andererseits die historische Performance von relevanten Indizes zur Hilfe gezogen. Die Determinanten definieren die zu berücksichtigen Anlagen, die Indizes stellen dar ob die Performance der Anlagen die Erwartungen der Investoren überhaupt erfüllen können.

Nachfolgend die langfristige Betrachtung massgebender Indizes:

Index Performance 1993-2007			
Risk Table	Annualized	Maximum	Standard
Annualized	ROR	Drawdown	Deviation
HFRI Fund of Funds Composite Index	9.00%	-13.08%	5.70%
Lehman Aggregate Bond Index	6.47%	-5.15%	3.70%
MSCI Europe - Gross	13.12%	-45.56%	14.43%
MSCI The World Index - Gross	10.19%	-46.31%	13.08%
Nasdaq Composite Index	9.53%	-75.04%	24.57%
S&P 500 TR	10.49%	-44.73%	13.58%
Swiss Market Index	9.73%	-50.41%	16.39%

Abbildung 8: eigene Darstellung, Datenbezug von www.pertrac.com⁶⁶

Die Indizes werden anhand drei wichtiger Kennzahlen betrachtet. Die annualisierte Rendite als Grundvoraussetzung des Investmententscheids. Den Maximum Drawdown als den Betrag, den ein Investor maximal verlieren konnte, wenn er im schlechtesten Moment investiert hat und im folglich schlechtesten devestiert hatte. Schlussendlich die Standard Deviation als Mass der durchschnittlichen Abweichung der jährlichen Rendite vom Durchschnittswert.

⁶⁶ Pertrac (2008): Pertrac Financial Solutions, Analytic and Workflow Solutions, "Indexes"
http://www.pertrac.com/per0020/web/me.get?WEB.websections.show&PER0020_869#PerTrac%20Indexes , Abrufdatum: 15.07.2008

Aufgrund der drei Kennzahlen, scheinen der Bond Index, so wie der Hedge Funds of Funds Index als Anlagen mit kleinster Volatilität, kleinstem Maximalverlust und Rendite die klar über dem durchschnittlichen Zinssatz für Fremdkapital liegen. Diese drei Kriterien erscheinen aufgrund der identifizierten Anforderungen die unter Punkt 5 identifiziert worden sind als wichtig, dass sie geringe Volatilität, Möglichkeit zu kurz- bis mittelfristigem Anlagehorizont und Delegation des Wissens an einen Manager (Funds of Funds) oder gar in einen Index delegieren. Zusätzlich bietet die Diversifikation gegenüber Immobilieninvestments ein weiteres Kriterium, das für diese Anlagekategorien spricht. Bei Indizes kein Problem, jedoch bei Funds of Hedge Funds stellt die Ticketgrösse dar. Für Investoren mit einem Anlagevolumen von CHF 10 Millionen, dürften viele Funds of Funds oder Funds of Hege Funds zu hohe Mindestinvestments fordern. Aufgrund ungenügender Diversifikation, entsprechender Volatilitätsrisiken so wie ungenügender Erfahrung in den einzelnen Assetklassen ist für den privaten Investor von Single Fonds abzuraten. Die Delegation an einen Fund Manager in Form einer Investition in einen Fund of Fund oder Index erscheint sinnvoll.

Werden die weiteren Indizes (z.B. Aktien) betrachtet, fallen im Positiven höhere Durchschnittsperformance und im negativen höhere Volatilität auf. Die hohe Volatilität deutet darauf hin, dass kurz- und mittelfristig orientierte Anleger bei diesen Indizes Risiken eingehen, die aufgrund der relativ stabilen Bond oder HFRI Performance mit tieferer Volatilität nicht gerechtfertigt sind. Als Nebeneffekt, darf die in Kapitel 2 erwähnte „Home Bias“ nicht nur bezüglich Diversifikation sondern auch hinsichtlich Volatilität und Performance bei Equities als nicht empfehlenswert identifiziert werden. Nichtsdestotrotz, kann die Home Bias bei direkten Immobilieninvestitionen, aufgrund des Wertschöpfungspotentials durch Marktinformationen, als weiterhin interessant und sinnvoll betrachtet werden.

Wie in Punkt 2.4 erwähnt, machen Anlagen in Geldmarktfonds und Terminpapieren aufgrund der tiefen Verzinsung im Vergleich zu höheren FK-Zinsen keinen Sinn.

Aus vorangehenden Feststellungen würde sich die Modellrechnung entsprechend verändern. Natürlich können die Finanzprodukte ebenfalls mit einem Leverage versehen werden und ein Mehrfaches der ausgewiesenen Performance generieren. Auf diese Option wird in dieser Arbeit aus Gründen der Risikobetrachtung und Umfang der Arbeit nicht eingegangen.

In der Modellrechnung wurde jeweils ein ROEBT mit der ROE Erwartung gemäss Investorenstil berechnet. Mit Bezug zu equitybezogenen Handlungsempfehlungen werden nachstehend die Ergebnisse der Modellrechnung aufgezeigt, wenn bei konstant

bleibenden Annahmen lediglich der ROEBT marktbezogen angepasst wird. Die Rechnungsannahmen wurden wie folgt verändert.

Core Investor: Statt mit ROEBT 5% wird mit dem Lehman Aggregate Bond Index (1993-2007) von 6.47% gerechnet.

Value Add & Growth Investor: Statt mit ROEBT 10.43% wird mit dem HFRI Funds of Funds Composite Index (1993-2007) von 9% gerechnet.

Opportunistic Investor: Statt mit ROEBT 21.75% wird mit dem HFRI Funds of Funds Composite Index (1993-2007) von 9% gerechnet.

CORE					
Differenz bei CORE Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	0.32%	2.03%	13.59%
10	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	16'175	101'304	679'316
50	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	80'875	506'519	3'396'579
100	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	161'750	1'013'038	6'793'158

Value Add & Growth					
Differenz bei Value Add & Growth Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	0.94%	5.98%	41.93%
10	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	32'850	209'192	1'467'678
50	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	164'250	1'045'960	7'338'391
100	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	328'500	2'091'921	14'676'783

Opportunistic					
Differenz bei Opportunistic Investoren nach Investitionsvolumen absolut					
	Periode	1	3	5	10
	Effekt Wiederanlage rendite in %	0.00%	1.96%	12.47%	87.46%
10	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	39'150	249'311	1'749'151
50	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	195'750	1'246'556	8'745'754
100	Effekt Wiederanlage				
Mio.	rendite absolut	0	391'500	2'493'111	17'491'509

Tabelle 13: Ergebnispräsentation bei verändertem ROE

Auch beim Einsetzen von marktbezogenen, langfristig orientierten Performancedurchschnitten sind die Resultate für die Gesamtheit der Investorenstile und Fälle markant. Die Argumentationen und Interpretationen der Resultate unter Punkt 5 erscheinen auch in dieser Modellrechnung gültig.

6.2 Debtbezogene Handlungsmöglichkeiten

Es bietet sich eine Vielzahl von Fremdfinanzierungsmöglichkeiten für die Finanzierung. Aufgrund des Kernthemas dieser Masterthesis wird eine typische und einfach bewirtschaftbare Fremdkapitalstruktur angenommen, welche bei allen Investitionsvolumina und Investorentypen anwendbar ist. Traditionell kann mit geldmarkt- und kapitalmarktbasierenden Produkten, sprich variable, fixe Hypotheken und Liborhypotheken mit diversen Laufzeiten und Konditionen finanziert werden. Dazu kommen Kontokorrent, Mezzanine und Mischformen.

Der Leverage wird benutzt um das kapitalintensive Investment Immobilie überhaupt zu ermöglichen und die Eigenkapitalrendite entsprechend zu steigern. Steuerliche Gründe, auf die in dieser Arbeit nicht explizit eingegangen wird, machen es aufgrund Zinsabzügen und vermögenssteuerlichen Gründen interessant, vom Instrument Fremdfinanzierung Gebrauch zu machen. Aus genannten Gründen empfiehlt es sich folglich für den Immobilieninvestor, in der investorentypgerechten Bandbreite von Leverage zu operieren. Wird Fremdkapital rückbezahlt wird sinkt der Return on Equity und die Investmentziele werden nicht mehr mit derselben Performance erreicht. Im Gegenzug steigt die Sicherheit. Auf keinen Fall macht es Sinn, Liquidität als Sicherheit zu halten statt Fremdkapital rückzubezahlen. In diesem Szenario bezahlt der Investor, gemäss Annahme, 4% Fremdkapitalzins um eine Sicherheit in Form der Liquiditätsposition zu erhalten.

Um mit dem Instrument Fremdkapital effektiv umgehen zu können, müssen Finanzierungen entsprechend strukturiert sein, um 1. von bestmöglichen Zinskonditionen zu profitieren (die höchste Kostenposition eines Immobilieninvestors) und 2. jederzeit über die Option für Rückzahlungen zu verfügen.

Aufgrund der Modellergebnisse betragen die jährlichen EBT zwischen 3 bis 4.35% des Anlagevolumens. Strukturiert ein Investor 10-15% des Anlagevolumens flexibel, sprich ohne grosse, administrative Hürden, am besten monatlich rückzahlbar, erreicht er eine Struktur, die ihm erlaubt 3-4 Jahre ohne Investmentaktivitäten 100% der EBT bei Erhalt sofort rückzubezahlen. Diese Struktur erlaubt Core, Value Add & Growth so wie

Opportunistic Investoren über längere Zeiträume organisch gewachsenes Kapital rückzubezahlen, ohne dabei aus ihrem präferierten Leveragekorridor austreten zu müssen. Für Investoren mit Mezzaninefinanzierung spricht der höhere Zinssatz fast zwangsweise für Rückzahlungen, denn lediglich wenige alternative Anlagen (ohne Leverage) erreichen eine klare, stabile Performance über dem Mezzaninezinssatz.

Die Aussage zu debtbezogenen Handlungsmöglichkeiten ist eindeutig. Weniger Leverage bedeutet weniger Rendite, mehr Sicherheit und lässt die Möglichkeit zur Erhöhung des Leverage nach Rückzahlung bei konstanten Marktverhältnissen jederzeit zu und bedeutet demnach keine Einschränkung.

6.3 Lösungsempfehlungen

Die Lösungsempfehlungen beinhalten Gestaltungsmöglichkeiten 1. für die Konzeption des Liquiditätsmanagements als integrativer Prozess (8.3.1 Lösungsempfehlung Liquiditätsmanagement) und 2. Lösungsempfehlungen hinsichtlich der Verwendung der Liquiditätsüberschüsse pro Fall (6.3.2 Fallspezifische Lösungsempfehlung Wiederanlage).

6.3.1 Lösungsempfehlung Konzeption

Voraussetzungen zur Anwendung der Lösungsempfehlungen:

Damit ein Privatinvestor die nachfolgenden Lösungsempfehlungen anwenden kann, sind folgende Planungsinstrumente zwingend zu implementieren:

1. Ausgabenplan 2. Ertragsplan 3. Liquiditätsplan (vgl. auch 2.2.3, 2.2.4).

Bei der Beurteilung der Zahlungsströme sind nach Bischoff (1998) vier Merkmale zu beachten⁶⁷: 1. Breite des Stroms (Betrag), 2. Richtung des Stroms (Einzahlung oder Auszahlung) 3. Zeitpunkt bzw. Zeitstruktur, 4. Grad der Gewissheit.

Dem Liquiditätsplan wird eine sorgfältig definierte und periodisch angepasste Mindestgröße des Working Capital hinterlegt. Aufgrund von monatlich anfallender Erträge und Kosten empfiehlt sich eine jährliche Planung mit Unterplanung auf Monatsbasis. Es muss der richtige Mix zwischen Planungssicherheit und Aufwandminimierung gefunden werden. Die Planung soll pro Monat idealerweise nicht mehr als einen halben Tag in Anspruch nehmen.

⁶⁷ Bischoff, Erich (1989): Determinanten des Cash Managements im internationalen Industrieunternehmen unter Berücksichtigung der Einsatzmöglichkeiten von kurzfristigen Finanzplanungsmodellen, Diss., Georg-August-Universität Göttingen, Göttingen, S, 10.

1. Konzeptschritt – Liquiditätsplanung und Kontrolle

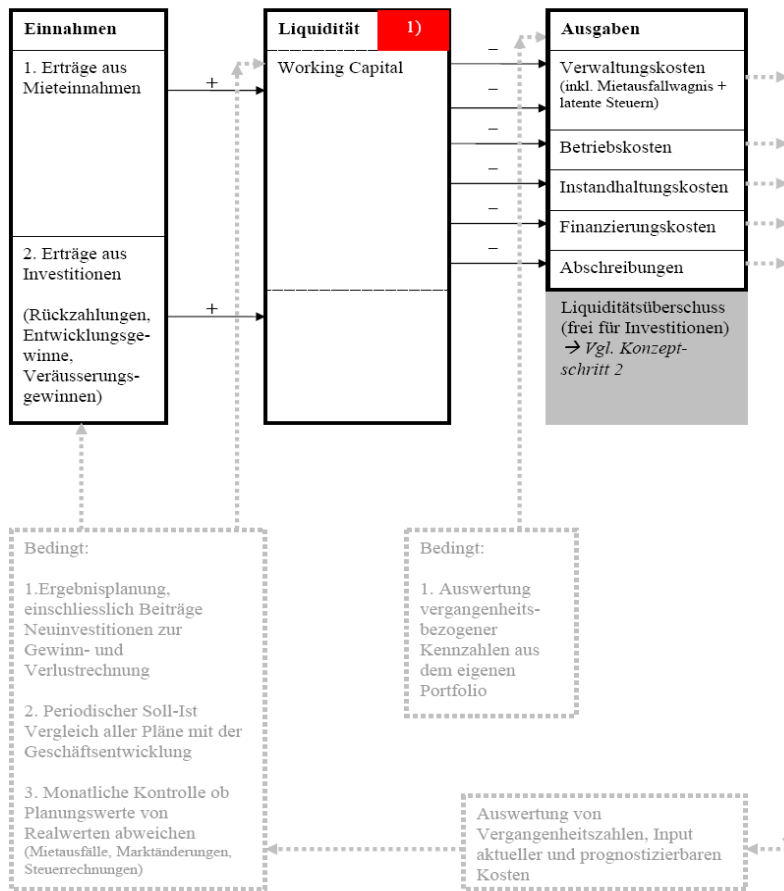


Abbildung 9: 1. Konzeptschritt – Liquiditätsplanung und Kontrolle, eigene Darstellung in Anlehnung an Egger (1995), S173

Liquiditätsmanagement hat in diesem Sinne nicht denselben Anspruch, wie in grossen Konzernen, auf tägliche Feinsteuerung der Liquidität. Als Teilaufgabe im Management von Erträgen und Kontrolle des Working Capital empfiehlt sich ein einziges Liquiditätskonto, quasi als übersichtlicher Liquiditätspool (vgl. Abbildung 10).

Es ist empfohlen 1. das Liquiditätsmanagement in einem klaren und effizient umsetzbaren Konzept zu definieren und 2. das Liquiditätsmanagement, beziehungsweise das Konzept und Prozessschritt in Form eines Instruments dem Investmentmanagement unterzuordnen. Meyer / Gschrei (2006) beschreiben in ihren Lösungsansätzen, das Liquiditätsmanagement als Zitat: „wesentlichen Bestandteil des Investitionsprozesses“⁶⁸.

⁶⁸ Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, S. 148

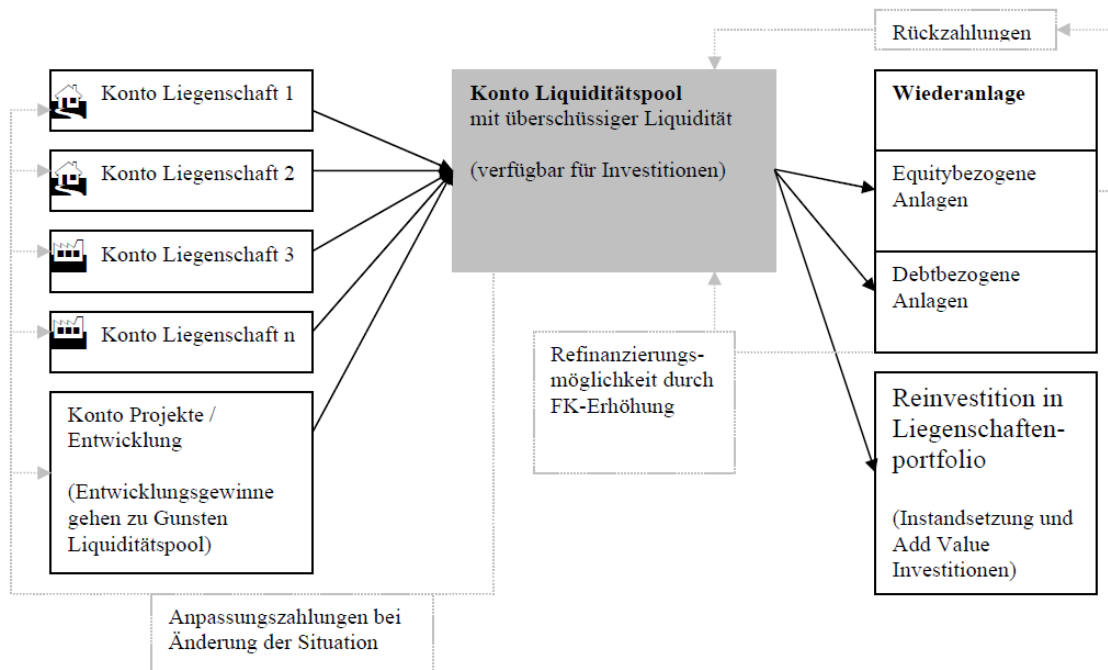


Abbildung 10: Teilprozessschritt – Liquiditätspooling / Liquiditätskonto (eigene Darstellung)

Ob equity- oder debtbezogene Handlungsmöglichkeiten bevorzugt werden, sämtliche Investitionsstrategien bedürfen einer langfristigen Liquiditätsplanung und konstanter Überwachung der Einnahmen und Ausgaben in Form von Controlling der Liquiditätsströme. In nachfolgender Abbildung 11, stellt Konzeptschritt 2 dar, wer Zuständigkeit für entsprechende Teilaufgaben hat und wie ein renditeorientiertes Liquiditätsmanagement in der Real Estate Investment Management Umsetzung idealerweise eingegliedert wird. Die Abbildung weist darauf hin, wie die Liquiditätsströme von der operativen Ebene des Objektmanagements über das Portfoliomanagement in den Liquiditätspool gelangen, wo sie für Investmentaktivitäten zur Verfügung stehen. Auf Investorenebene folgt in einer gesamtheitlichen Marktbetrachtung, so wie den aktuellen Bedürfnissen des Portfoliomanagement Rechnung tragend, ein Investitionsentscheid und die damit verbundene Umsetzung.

Wichtige Punkte in der Umsetzung sind transparente und klare Kommunikation zwischen Investoren und Portfoliomanagementebene. Die Strategie für das Portfoliomanagement muss klar sein und strikte umgesetzt werden. Je nach Kapitalvolumen dürfte sich dieser Punkt erledigen, da bei privaten Investoren bis zu einem gewissen Kapitalvolumen, Investment- und Portfoliomanagement von derselben Person, wenn nicht sogar vom Eigentümer persönlich ausgeführt werden.

2. Konzeptschritt – Umgang mit Liquiditätsüberschuss

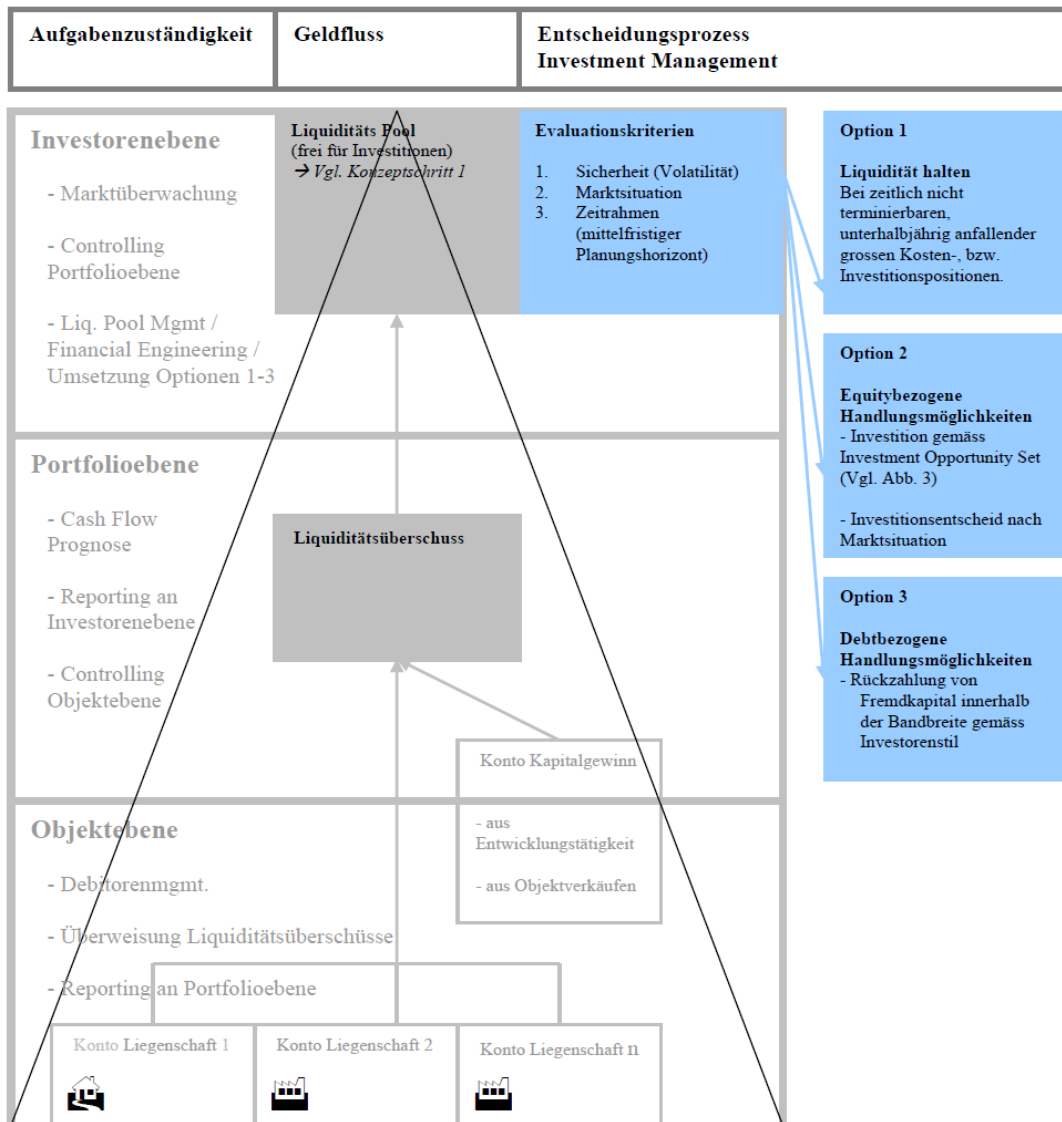


Abbildung 11: 2. Konzeptschritt – Umgang mit Liquiditätsüberschuss, eigene Darstellung, Bedingungen in Anlehnung an Gif, Richtlinie Real Estate Investment Management, 2005.

Es gibt zudem weitere positive Effekte von einem Liquiditätsmanagement-Konzept, die hier erwähnt, jedoch nicht im Detail thematisiert werden. Liquiditätsmanagement gilt nur schon aufgrund vorhandener Liquiditätsplanung als Bonitätskriterium und sollte in Kreditverhandlungen zur Ratingverbesserung genutzt werden.

Liquiditätsmanagement bringt einen Controllingeffekt über alle Ebenen vom Eingang der Mietzinse bis zur Eigenkontrolle des Eigentümers. Liquiditätsmanagement zwingt den Eigentümer sich mit wichtigen Budgetierungsfragen auseinander zusetzen und hat Implikationen auf strategische Fragestellungen generell. Liquiditätsmanagement zwingt Eigentümer und Mitarbeiter Budgets festzulegen und die Budgets in einem vertretbaren

Rahmen einzuhalten. Der Eigentümer erkennt Unregelmäßigkeiten sofort ohne grossen Aufwand betreiben zu müssen.

6.3.2 Fallspezifische Lösungsempfehlung Wiederanlage

Gemäss Literaturanalyse aus Punkt 2 soll die Strategie für die Verwaltung von nicht verwendetem Kapital nach zwei Grundkriterien verwaltet werden 1. Fokus auf Schutz des Kapitals 2. Fokus auf Kapitalertrag.

1. Bei Investor mit Priorität Schutz des Kapitals liegt der Schwerpunkt in der Literatur auf das Halten von liquiden Mitteln. Bei einem fremdfinanzierten Immobilieninvestor muss statt Halten von liquiden Mitteln Fremdkapital innerhalb des unter 5.2 thematisierten Leveragekorridors rückbezahlt werden. Den Lösungsempfehlungen vorausgesetzt wird eine gemäss 6.2 beschriebene, minimal flexibilisierte Fremdfinanzierung als Basisinstrument.

2. Für den Investor mit Priorität maximale Performance bietet sich die strategische Entscheidungsmöglichkeit zwischen Maximierung des Ertrags gemäss equitybezogenen Handlungsmöglichkeiten.

Mit Berücksichtigung der Literaturanalyse, den Modellergebnissen und den equity- wie debtbezogenen Handlungsmöglichkeiten, werden nachstehend Lösungsempfehlungen für die neun Fälle präsentiert. Die Lösungen enthalten Empfehlungen, die nicht abschliessend sind, aus der Perspektive dieser Arbeit, des Autors und Expertengesprächen im Sinne von wertorientertem, gesamtheitlichen Asset- und Investmentmanagement allerdings sinnvoll erscheinen.

Core – Anlagevolumen CHF 10 Mio.

Die Reinvestition des EBT von CHF 250'000 bringt bei konstantem Risiko-Renditeprofil (z.B. historische Bondrendite) ca. CHF 12'000. Der Aufwand um ein Liquiditätsmanagement zu betreiben dürfte ausreichend sein. Absolut anfallende, ungenau prognostizierbare Kosten, dürften aber angemessene Schwankungen des EBT zur Folge haben und bedingen Vorsicht. In der Annahme, dass dieser Investorentyp die Liquidität für Lebensunterhalt und private Zwecke generell konsumieren dürfte, ist die sinnvollste Option die Rückzahlung des Fremdkapitals (Vgl. 5.2). Auf diese Weise werden rund 4% Kosten gespart. Diese Option macht Sinn, da er den privaten Konsum ungenau budgetieren wird und aufgrund dessen, der Investitionshorizont ungewiss ist. Eine Reinvestition in direkte Immobilienanlagen ist aufgrund des kleinen Betrags in

ein- und zweijähriger Frist kaum möglich (uninteressante Objektgrössen), eine Investition in Funds of Funds kann höchstens ab Anlagehorizont von 1 bis 2 Jahren Sinn machen, dies vorausgesetzt, dass er den Grossteil des EBT nicht für private Zwecke verwendet.

Core – Anlagevolumen CHF 50 Mio.

Der Effekt des investierten EBT von CHF 1.25 Mio. bringt rund CHF 62'000 jährlich. Ein ausreichender Betrag um mit Motivation ein Liquiditätsmanagementkonzept zu betreiben. Der EBT Betrag erlaubt je nach individueller Präferenz 1. Allokation in direkte Immobilieninvestments zwecks Wachstum der Kerninvestitionstätigkeit 2. Allokation in Anlagen mit Zielrendite gemäss Investorenprofil 3. Allokation in Anlagen mit erhöhten Renditeerwartungen. Die 3. Option scheint die Optimalste, da die Kerninvestments dank gesunder Finanzierung nicht gefährdet werden, in Jahren mit schlechter Performance kein Grund für Verkäufe der alternativen Anlagen vorliegt und zusätzlich ein Diversifikationseffekt wie eine interessante Rendite (z.B. HFRI Index) gegenüber den Core Immobilieninvestments erzielt wird. Gemäss Abbildung 11, stehen dem Investor alle Optionen offen und er kann nach Marktsituation und Renditepräferenz zwischen den drei Optionen wählen.

Core – Anlagevolumen CHF 100 Mio.

Sämtliche Empfehlungen sind kongruent mit der Empfehlung für Core – Anlagevolumen CHF 50 Mio. Gleichzeitig muss betont werden, dass mit höherem Anlagevolumen die jährliche Rendite aus der sofortigen Wiederanlage, in diesem Fall auf CHF 125'000 ansteigt, so das theoretisch bereits eine Stelle mit einem Spezialisten besetzt werden könnte, der sich um Liquiditätsmanagement und Wiederanlage kümmert. Eingangs wurde erwähnt, dass Liquiditätsmanagement idealerweise nicht mehr als einen halben Tag pro Monat kosten soll. Rechnet man theoretisch zusätzlich einen halben Tag für Research im Bereich Wiederanlage, kommt man im Jahr auf rund 12 Arbeitstage, was selbst Kosten für hochqualifizierte Advisory für die Wiederanlage rechtfertigen würde. Das Liquiditätsmanagement lohnt sich nicht nur sondern wird zur Pflicht. Der Investor mit CHF 100 Mio. Anlagevolumen kann es sich aufgrund des hohen, absoluten Zinseinkommens aus EBT leisten, Wissen im Bereich Wiederanlage aufzubauen. Mit Sophistisierung seines Investment Management Wissens, z.B. in Bereich Selektion alternativer Anlagen, erweitert er seine Kompetenz und kann eine gewisse Unabhängigkeit gegenüber Finanzintermediären erhalten. Dieser Wissensaufbau geht in Richtung Bildung eines Family Office. Ein Family Office ist aufgrund der Kosten (vgl. Punkt 4) allerdings uninteressant. Ziel soll allein die Erweiterung der Investment Management Kompetenz auf Eigentümerebene sein.

Value add & Growth – Anlagevolumen CHF 10 Mio.

Die Reinvestition des EBT von CHF 365'000 kann von der Ausgangslage einer gesunden Fremdfinanzierung von ca. 65% getätigt werden. Der absolute Wiederanlageeffekt auf kurzfristige Laufzeiten ist nicht überwältigend hoch aber der Controllingeffekt des Liquiditätsmanagement äusserst hilfreich. Ist der Investor mit Mezzanine fremdfinanziert, ist aus Risikogründen die Rückzahlung von Fremdkapital prioritär zu berücksichtigen (vgl. debtbezogene Handlungsmöglichkeiten). Der hohe Mezzaninezinssatz rechtfertigt eine Wiederanlage mit Zinseinkommen unbedeutend über FK-Zinssatz aber inklusive Volatilitätsrisiken nicht. Ausfälle von Wiederanlagen könnten zudem die Kerninvestments stark gefährden. Der Fakt, dass die CHF 365'000 auch zum privaten Konsum genutzt werden, unterstützt diese Vorgehensweise. Ist der Investor in Projektentwicklungen involviert, können jährliche Schwankungen im EBT beachtlich sein und aufgrund einer geringen Diversifikation in wenige Objekte (Anlagevolumen CHF 10 Mio.), ist eine sicherheitsorientierte Reinvestition ratsam. Hinsichtlich der Strategie von 50% einkommensorientierten Core Investments kann je nach Renditepräferenz auch eine equitybezogene Strategie verfolgt werden. Dies ist nur möglich wenn die jährlichen EBT kaum für privaten Zweck konsumiert werden.

Value add & Growth – Anlagevolumen CHF 50 Mio.

Die Reinvestition des EBT von CHF 1'825'000 kann von der Ausgangslage einer gesunden Fremdfinanzierung von ca. 65% und einem klaren Überschuss nach Privatkonsum getätigt werden. Realisierung eines renditeorientierten Liquiditätsmanagement rechnet sich bei über 1% ROE Erhöhung sehr gut. Falls höher als 65% mit Mezzanine belehnt wird, ist eine Rückzahlung des Mezzaninekapitals ratsam, andernfalls macht bei mittlerem, überjährigem Anlagehorizont eine Funds of Funds, bzw. Funds of Hedge Funds Strategie Sinn. Wie bereits erläutert, scheint die Abzahlung des Mezzaninekapitals zu Gunsten der Risikominderung im Gesamtportfolio als langfristig sinnvoller als ein allfälliges Ausfallrisiko des Gesamtportfolios für wenige Prozentpunkte mehr zu riskieren. Dies ist allerdings eine Sichtweise, die individuell stark variieren kann. Nichtsdestotrotz sollte (vgl. 2.2.2., bzw. Meyer / Gschrei 2006) die Grundregel immer lauten zuerst Fokus auf Schutz des Kapitals und in einem zweiten Schritt erst den Fokus auf Kapitalerträge zu setzen.

Bei den alternativen Anlagen einen weiteren Leverage einzubauen wird als kritisch erachtet. Volatilität in den Wiederanlagen können zu EK-Nachschusspflicht führen und den illiquiden Immobilieninvestor in arge Bedrängnis bringen, bzw. die Kerninvestments gefährden. Eine equitybezogene Wiederanlage ist aufgrund 50% ertragswirksamen Liegenschaften im Portfolio, so wie dem mittleren Investitionsvolumen interessant und kaum kritisch. Sollten entsprechende

Opportunitäten in Form direkter Immobilieninvestitionen vorliegen, reichen die jährlichen EBT's für kleinere Objekte aus. Die kleineren Objekte entsprechen eventuell nicht den Akquisitionskriterien hinsichtlich Mindestgrösse und der Diversifikationseffekt wird ebenfalls vernachlässigt.

Value add & Growth – Anlagevolumen CHF 100 Mio.

Sämtliche Empfehlungen sind kongruent mit der Empfehlung für Value Add & Growth – Anlagevolumen CHF 50 Mio. Gleichzeitig muss betont werden, dass mit höherem Anlagevolumen die jährliche Rendite aus der sofortigen Wiederanlage absolut ca. CHF 380'000 beträgt und dass somit wie beim Core Investor mit gleichem Anlagevolumen, professionelles Liquiditätsmanagement zur Pflicht wird. Selbst der Aufbau oder Einkauf von konkreten Investment Management Kompetenzen im Bereich ausserhalb des Immobilienwissens macht Sinn. Bei Reinvestitionen können beachtliche Diversifikationseffekte erzielt werden. Mit jährlicher Wiederanlage in verschiedene Funds of Funds oder Funds of Hedge Funds, kann ein global breit abgestütztes Portfolio aufgebaut werden und die Kerninvestments ohne grossen Aufwand und Kosten schützen.

Opportunistic – Anlagevolumen CHF 10 Mio.

Dieser Investorentyp generiert mit hohem Leverage und durch Mezzaninefinanzierung beachtliche Eigenkapitalrenditen. Durch Wiederanlage dieselben ROE's zu erzielen ist zwar möglich, empfiehlt sich bei kleinem Investitionsvolumen aufgrund Ausfallrisiken, privaten Konsumbedürfnissen aus EBT und unberechenbaren Schwankungen des EBT nicht. Überschüsse aus EBT sollten zur Reduktion teuren Fremdkapitals genutzt werden. Beim Opportunistic Investor macht es Sinn, auch bei Renditeappetit, den Handlungsfokus bei der Wiederanlage primär auf Kapitalschutz und sekundär auf Kapitalertrag zu setzen. Equitybezogene Optionen sollten aufgrund dessen, primär in Form konservativer Anlagen getätigt werden, diese wiederum generieren kaum höhere Returns als das Mezzaninekapital an Finanzierungskosten produziert.

Opportunistic – Anlagevolumen CHF 50 Mio.

Dieser Investorentyp generiert mit hohem Leverage und durch Mezzaninefinanzierung beachtliche Eigenkapitalrenditen. Durch Wiederanlage dieselben ROE's zu erzielen ist zwar möglich, empfiehlt sich aufgrund Ausfallrisiken, privaten Konsumbedürfnissen aus EBT und unberechenbaren Schwankungen des EBT nicht. Überschüsse aus EBT sollten zur Reduktion teuren Fremdkapitals genutzt werden. Equitybezogene Optionen sollten primär in Form konservativer Anlagen getätigt werden, diese wiederum generieren kaum höhere Returns als das Mezzaninekapital an Finanzierungskosten produziert. Die Wiederanlage in direkte Immobilienanlagen kann bei guten

Opportunitäten realisiert werden, da eine Investition in mehrere Projekte bei gleichem Leverage zumindest bezüglich Risikoeindämmung durch Diversifikation und gleichzeitig gleicher Rendite Sinn machen kann. Für Opportunistic Investoren macht es Sinn eine gesamtheitliche Investment Management Kompetenz aufzubauen. Erstens hat er relativ hohe und volatile Geldströme zu kontrollieren, zweitens ist er aufgrund des hohen Leverage stark von den Kapital- und Zinsmärkten abhängig. Eine hohe Investmentkompetenz, die klar über Immobilienwissen hinausgeht, kann gegenüber Mitbewerbern einen hohen Konkurrenzvorteil bedeuten und gleichzeitig positiven Kapitalschutz-Effekt erzielen.

Opportunistic – Anlagevolumen CHF 100 Mio.

Die Empfehlung für das Anlagevolumen CHF 100 Mio. entspricht in den grössten Teilen der Vorangegangenen. Der Vorteil bei grösserem Investitionsvolumen, ist die Projektdiversifikation, welche Projektausfälle oder Eigenkapitalnachsussforderungen innerhalb der verschiedenen Projekte und Objekt einfacher ausgleichen lässt. Eine equitybezogene Wiederanlage bei gleichen Renditeerwartungen muss fast zwingend in direkte Immobilieninvestitionen zurückfliessen. Hat der Sicherheitsaspekt gegenüber den ROE Erwartungen Priorität, ist eine Rückzahlung von Fremdkapital sinnvoll. Ist eine gesunde Finanzierungsstruktur erreicht, macht eine Diversifikation in Produkte wie Funds of Hedge Funds Sinn, bei Diversifikation mehrere Funds of Funds und Funds of Hedge Funds kann ab einem Investitionsvolumen von 1-2 EBT's auch ein Leverage in mässigem Rahmen Sinn machen. Letzteres nur wenn ROE gegenüber Sicherheit absolut prioritär ist.

Dem Fazit vorangehend, eine eigene Definition aus den Analyseergebnissen in Anlehnung an Wellner (2003): *Ein Liquiditätsmanagement Konzept für Immobilieninvestoren bedingt kontinuierlicher und systematische Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle von Erträgen und Kosten und lässt sich in jedem wertorientierten Immobilien-Portfolio-Management-System unterstützend, kosten- und risikoneutral so wie renditeorientiert einbinden.*

7 Fazit und Ausblick

Die Motivation für das Thema entstand aufgrund erstaunlicher Ignoranz des Themas in der wissenschaftlichen Literatur, so wie gleichzeitig vermutetem, hohem Wertschöpfungspotential für private Immobiliendirektinvestoren und gleichzeitig fehlenden Lösungsansätzen.

Die zu untersuchende Kernfrage lautete: „Wie kann ein effektives Liquiditätsmanagement zur Renditesteigerung von privaten Immobilienportfolios beitragen?“. Diesbezüglich wurden anwendbare Instrumente untersucht und Rahmenbedingungen ab denen es sich lohnen kann renditeorientiertes Liquiditätsmanagement zu betreiben eruiert. Schlussendlich wurde ein Liquiditätsmanagementkonzept in groben Zügen definiert.

Die Studie bediente sich einer explorativen Vorgehensweise und einer evaluierenden Modellbildung als Instrument zur Vermittlung von Lösungsansätzen und neuer Theorien. Das Modell beleuchtete neun Fälle, beziehungsweise die drei Investorenstile Core, Value Add & Growth, Opportunistic kombiniert mit drei Investitionsvolumen CHF 10, 50 und 100 Mio.

Die Modellergebnisse gaben Aufschluss darüber, dass die Liquiditätsströme von Investoren mit einem Anlagevolumen von CHF 10 Mio. relativ wenig Handlungsspielraum für equitybezogene Handlungsmöglichkeiten geben, da die Annahme gilt, dass Liquiditätsüberschüsse hauptsächlich zur Befriedigung privater Investorenbedürfnisse dienen. Sollten die Liquiditätsüberschüsse hauptsächlich nicht für private Zwecke verwendet werden, bieten sich diverse Handlungsmöglichkeiten mit genügend Diversifikationsspielraum. Abschliessend bringt renditeorientiertes Liquiditätsmanagement für Investoren mit Anlagevolumen CHF 10 Mio. vor allem ein Controllingeffekt.

Mit einem Anlagevolumen von CHF 50 Mio. entsteht bei allen Investorenstilen ein interessanter Spielraum (EBT von CHF 1.25 Mio. bis CHF 2.18 Mio.), der die Gesamtheit der Wiederanlagemöglichkeiten, inklusive Wiederanlage in direkte Immobilien erlaubt. Investoren mit Anlagevolumen CHF 100 Mio. stehen identischem Aktionsradius gegenüber, haben aber theoretisch dank grösserer Diversifikation noch bessere Möglichkeiten, tiefere Risiken und eventuell mehr Mittel zur Professionalisierung des Investment Managements. Für beide Investitionsvolumen gilt das Instrument Liquiditätsmanagement als Imperativ zur Realisierung einer Wertschöpfung in Form von Steigerung der Eigenkapitalrendite zwischen 3 bis 10 Jahren von rund 0,25% bis 10% für Core Investoren, 2% bis 50% für Value Add & Growth Investoren und 5% bis 292% für Opportunistic Investoren.

Die Risikofähigkeit sinkt von Core Investor über Value Add & Growth zu Opportunistic Investor und gibt daher Aufschluss über empfehlenswerte Handlungsmöglichkeiten. Primär gilt dem Kapitalschutz nachzukommen, sekundär soll Kapitalwachstum angestrebt werden. Der Risikofähigkeit und der Grundregel entgegen

steht die Risikobereitschaft der drei Investorenstile, die in entgegengesetzter Richtung verläuft, beziehungsweise von Core bis Opportunistic steigt. Eine vernünftige Empfehlung muss heissen, Liquiditätsüberschüsse zuerst zur Abzahlung von hochverzinslichem Fremdkapital verwenden und in einem zweiten Schritt Kapitalwachstum durch Wiederanlage anzustreben. Dies ist die theoretische Empfehlung. In der Praxis, dürften Investoren mit hohem Risikoprofil allerdings kein Interesse daran haben ihren Leverage zu minimieren und somit Kapitalwachstum dem Kapitalschutz überordnen. Die Priorisierung von Sicherheit gegenüber Maximierung des Return on Equity, muss dem individuellen Investor überlassen werden. Schlussendlich wird der für die Wiederanlage Verantwortliche immer im Clinch sein zwischen sicherheitsbezogener Handlung, bzw. Abzahlung von Fremdkapital oder renditeorientierter Handlung, bzw. equitybezogene Investition mit höherer Rendite als der Fremdkapitalzins. Der Grundsatzentscheid sollte deshalb einzig vom Eigentümer selbst gemacht werden.

Aus den Modellergebnissen wurde klar, dass für die Mehrheit der Investoren Liquiditätsmanagement nicht nur sinnvoll ist, sondern über Zeit eine beachtliche Rendite auf das Eigenkapital erwirtschaften kann. Um die Umsetzbarkeit zu garantieren, wurde in der Arbeit ein Konzept skizziert, welches einerseits die Liquiditätsströme und deren empfohlene Lenkung aufzeigt so wie andererseits das Liquiditätsmanagementkonzept in Form eines Prozessschritts ins gesamtheitliche Investmentmanagement einbindet. Oberziel des Liquiditätsmanagements muss die absolute Kompatibilität innerhalb des übergeordneten Vermögensmanagement sein.

Dem Konzept hinterlegt wird ein Liquiditäts-, Einkommen- und Ausgabenplan. Genaue Budgetierung erlaubt somit überflüssige Liquidität in einzelnen Profit Centers periodisch abzuschöpfen und in einem Liquiditätspool zu sammeln. Der auf übergeordneter Führungsebene verwaltete Liquiditätspool repräsentiert Kapital, welches zur Wiederanlage freigegeben ist. In Form von marktorientierten, anlageklassenübergreifendem Investment Management steht das Kapital primär für drei Anlageoptionen zur Verfügung. Die 1. Option ist Halten von Liquidität, dies macht in praktisch keinem Fall Sinn, da auf dem gehaltenen Kapital aufgrund des Leverage, Fremdkapitalzinsen bezahlt werden müssen. Die 2. Option bietet equitybezogene Handlungsmöglichkeiten (z.B. Investitionen in Funds of Funds, Indizes oder in Immobilien in Form von Neuakquisitionen oder wertvermehrender Massnahmen z.B. Aufstockung bestehender Gebäude, Totalanierungen und Neupositionierung, etc.). Die 3. Option ist die Rückzahlung von Fremdkapital, welche gemäss Modellrechnung nur bei sehr hohen Fremdkapitalzinsen, beziehungsweise Mezzaninfinanzierung Sinn macht.

Ausblick

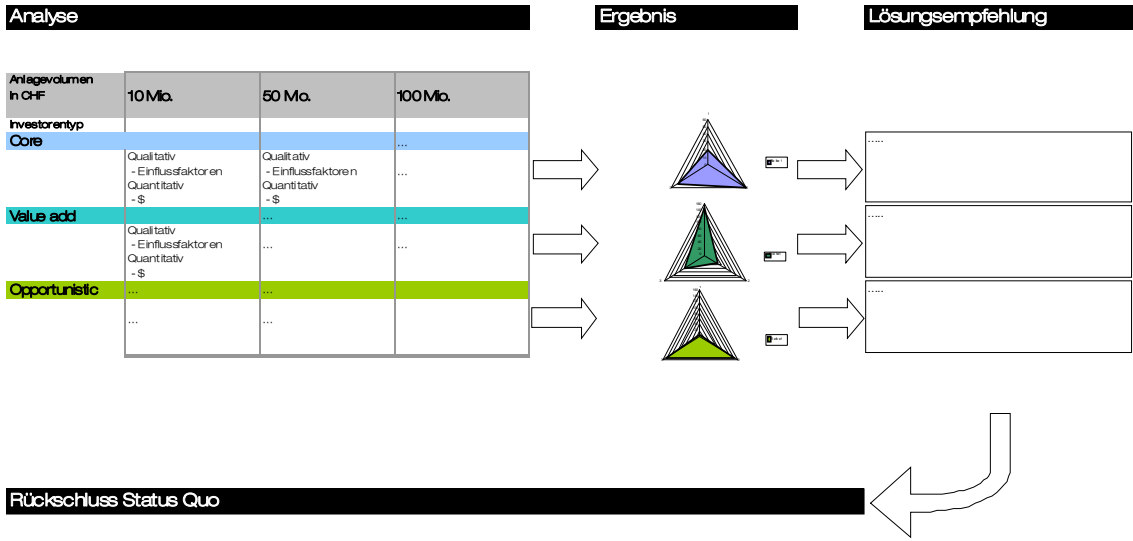
Für zukünftige Arbeiten im Bereich renditeorientiertes Liquiditätsmanagement empfiehlt sich eine erweiterte Studie mit Zielsetzung empirische Überprüfung der Hypothesen. Eine datenreiche Analyse im Umfeld privater Immobiliendirektinvestoren könnte die Erkenntnisse dieser Masterthesis, vor allem aufgrund quantitativer Daten stützen und sinnvoll erweitern. Nach der Grobkonzeption eines renditeorientierten Liquiditätsmanagement, das in dieser Masterthesis vorgestellt wurde, könnten zukünftige Arbeiten auch Detailfragen zur Konzeption behandeln. Detailfragen zur Konzeption könnten zum Beispiel Aufschluss über effektive Implementationskosten und Controllingeffekte geben. Ebenfalls interessant wäre eine erweiterte Analyse zu den effektiven Diversifikationseffekten des Gesamtportfolios bei Wiederanlage in andere Assetklassen.

Verzeichnis des Anhangs

- I Analyseraster
- II Der Investmentanalyse-Teilprozess
- III Determinanten des individuellen IOS
- IV Konzeptschritt 1 – Liquiditätskontrolle und Planung
- V Expertengespräche

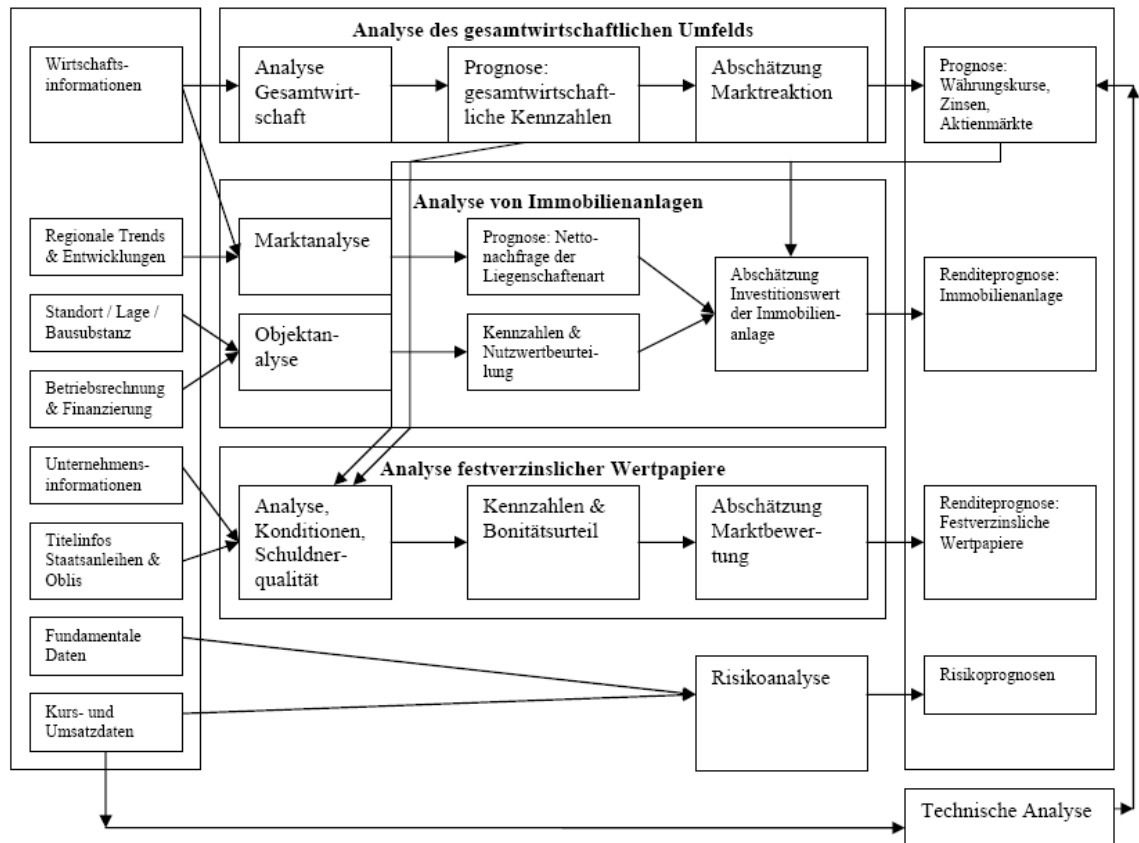
Anhang I

Analyseraster



Anhang II

Abbildung 12: Der Investmentanalyse-Teilprozess (Darstellung Kalckstein 1997 in teilweiser Anlehnung an Gerloff, 1994, 89)⁶⁹



⁶⁹ v. Kalckstein, Albrecht (1997): Immobilien als Teil der Portfolioentscheidung privater Anleger, Konstanz, S. 98.

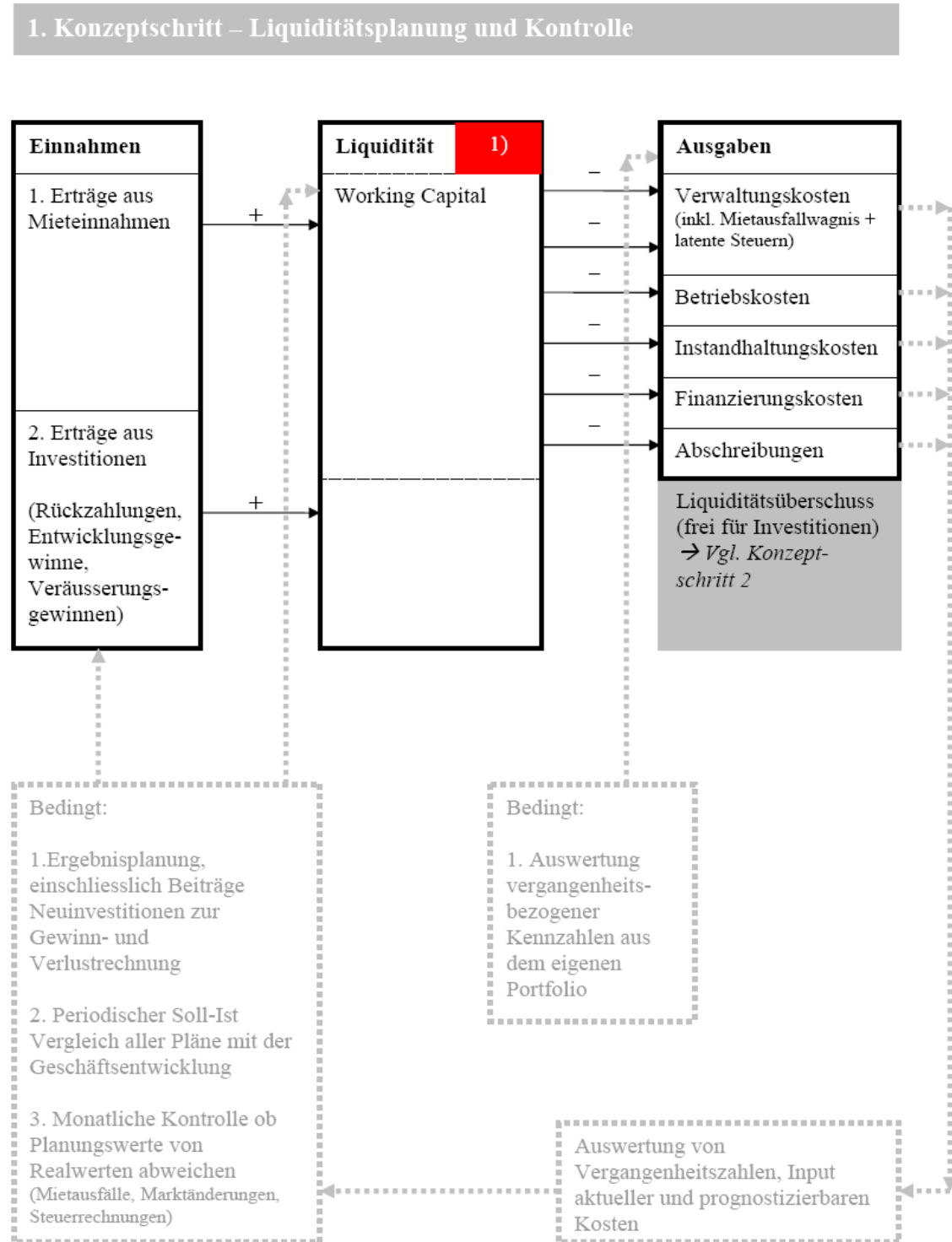
Anhang III

Abbildung 3: Determinanten des individuellen IOS nach Gantenbein / Laternser / Spremann (2001)

<p>1. Höhe des Vermögens (Diversifikation, Losgrösse)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Klein: Liquidität, Anlagefonds, Funds-of-Funds, Zertifikate, ... - Gross: Einzeltitel, nicht kotierte, Immobilien, Derivate 		<p>2. Erfahrung und Wissen des Anlegers</p> <ul style="list-style-type: none"> - Unerfahren: Fonds, Conti, Obligationen - Erfahren: Aktien, Hybride, ABS, Derivative, High-Yielders, Hedge-Funds
		IOS
<p>4. Präferenzen</p> <ul style="list-style-type: none"> - International vs. Heimmarkt: Emerging Markets, Fremdwährungen, Anleihen, Fonds, Zertifikate - Sonstige Präferenzen: Kunst, Edelmetalle, Wohneigentum, Derivate, spezielle Fonds - Liquiditätsbedarf: Depositen, Geldmarkt, Kapitalversicherungen 		<p>3. Risikobereitschaft und –tragfähigkeit</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sicherheitsorientiert: 3a Konto, Kapitalversicherung, Oblis, ABS, Kapitalschutzprodukte, Funds-of-Funds - Risikofreudig: Private Equity, High-yield Bonds, Derivate, Emerging Markets

Anhang IV

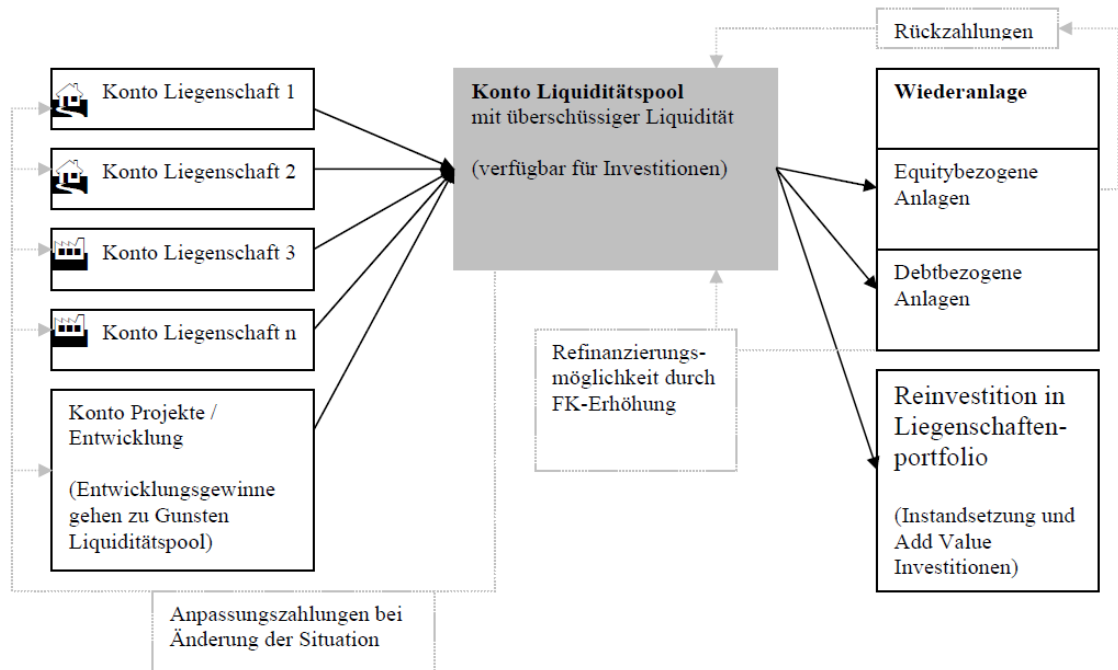
Abbildung 9: Konzeptschritt 1 – Liquiditätskontrolle und Planung



Eigene Darstellung: Bedingungen in Anlehnung an Egger (1995), S. 173

1)

Teilprozessschritt – Liquiditätspooling / Liquiditätskonto



Anhang V

Expertengespräche

Zur Begründung von Annahmen und vor allem zu der Beschreibung vom Verhalten von privaten Immobilieninvestoren, beziehungsweise High Net Worth und Ultra High Net Worth Individuals mit Kerninvestition direkte Immobilienanlagen, haben zur Ergänzung der eigenen Erfahrung Gespräche mit folgenden Experten beigetragen:

Christian Lange, Absolvent EBS, Direktor, VZ Vermoegenszentrum, Zürich-München

Guido Huber, Leiter Private Banking Paradeplatz, Credit Suisse, Zürich

Nicolas Kopitsis, Privatkunden, Maerki Baumann Privatbank, Zürich

Guido Wille-Miniskus, CEO, Integra Finanz und Immobilien Management, Vaduz, Liechtenstein, (vormals Privatkunden und Immobilienfinanzierungen LGT)

Heinz Woessner, Geschäftsleitung, Liguster Treuhand und Verwaltungen AG, Zürich

Literaturverzeichnis

Anson, Mark J. P. (2006): *Handbook of Alternative Assets*, Second Edition, New Jersey.

Bals, Werner (1993): *Die ökonomische Position von Anteilshabern offener Immobilienfonds*, Reihe V, Volks- und Betriebswirtschaft, Frankfurt am Main.

Bernstein, William J. (2000): *The Intelligent Asset Allocator*, New York.

Bischoff, Erich (1989): *Determinanten des Cash Managements im internationalen Industrieunternehmen unter Berücksichtigung der Einsatzmöglichkeiten von kurzfristigen Finanzplanungsmodellen*, Diss., Georg-August-Universität Göttingen, Göttingen, S, 10.

Borello, I. / Bader, H. (2004): *Hedge Funds: A threat to Private Equity?*, Unigestion, o.O.

Bortz Döring (2003): *Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler*, 3. Aufl., Springer, S. 356, 358, 359, 363, 382.

Bosak, Alexander / Mayer, Bernhard / Vögel, Hubert (2007): *Real Estate Asset Management*, Wien, S. 51.

Boyd, James W. (1998): *Leverage and real estate investment in mixed-asset portfolios*, Journal of Real Estate Portfolio Management, American Real Estate Society provided by ProQuest Information and Learning Company, S. 1.

Campbell, John Y. / Viceira Louis M., (2002): *Strategic Asset Allocation - Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford.

Crommen, Marcel (2001): *Finanzierung von Unternehmensimmobilien*, Köln.
(Zugl.: Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 2001)

Darst, David M. (2007): *Mastering the art of asset allocation – comprehensive approaches to Managing Risk and Optimizing Returns*, New York, S. 10, 11, 12.

Eckert, Jan (2007): *Four Quadrants*, Curem Vorlesung, 17.09.2007, S.15

Egger, Uwe-Peter (1995): *Unternehmensfinanzierung: Wie Sie Liquidität optimal sichern*, Wiesbaden.

Fischer, Markus (2007): *Klassische Immobilienfinanzierung*, Vorlesung Curem, 19.10.2007, Zürich, S. 78.

Freihube, Thorsten (2003): *Wettbewerb, Liquidität und die Rolle von Intermediation im Wertpapierhandel*, Diss., Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.

Gantenbein Pascal / Laternser Stefan / Spremann Klaus (2001): *Anlageberatung und Portfoliomanagement*, 2. Aufl., Zürich, S.22, 32.

Geltner, David M. / Miller, Norman G. (2007): *Commercial Real Estate – Analysis & Investments*, Second Edition, Mason.

Geltner, David M. / Miller, Norman G. (2005): *Real Estate Principles for the New Economy*, Mason.

Giliberto / Goldberg (1994): *Real Estate in a Capital Market Context*, o.O. , S.127.

Hudson-Wilson, Susan / Wurtzebach, Charles H. (1994): *Managing Real Estate Portfolios*, New York.

Hofmann, Oliver (2007): *Neue Immobilienfinanzierung*, Vorlesung Curem, 19.10.2007, Zürich.

v. Kalckstein, Albrecht (1997): *Immobilien als Teil der Portfolioentscheidung privater Anleger*, Konstanz, S. 46, 98.

Kottke, Nils (2005): *Entscheidungs- und Anlageverhalten von Privatinvestoren*, Diss., Universität Innsbruck, S, 158, 159, 164, 167, 194, 208-231.

Kränzlein, Klaus (2000): *Asset Allocation bei variablem Anlagehorizont*, Diss, Universität St. Gallen, Bern.

Lhabitant, Francois-Serge (2004): *Hedge Funds, Quantitative Insights*, Chichester.

Ling, David C. / Archer, Wayne R. (2008), *Real Estate Principles: A Value Approach*, Second Edition, New York.

Linneman, Peter (2004): *Real Estate Finance and Investments: Risks and Opportunities*, Edition 2, Philadelphia.

Maier, Kurt M. (2004): *Risiko-Management im Immobilien- und Finanzwesen*, Frankfurt am Main, S, 44.

Meyer, Thomas / Gschrei Michael Jean (2006): *Liquiditätsmanagement für Private Equity- und Venture Capital Dachfonds - Herausforderungen und Lösungsansätze*, RWB RenditeWertBeteiligungen AG, S. 20, 22, 24, 70, 72, 96, 102, 148.

Nitsch, Rolf / Niebel Franz (1997): *Praxis des Cash Managements*, Wiesbaden, S. 17, 19, 22.

OECD Classification and Glossary, 2005 edition, Organisation for Economic Co-operation and Development 2007, o.O., S. 44.

Patel, Kanak (2007): *Real Estate in Mixed-Asset Portfolio*, Vorlesung Curem 21.09.2007, S.104, S. 107, S.112-118.

Pedrazzini, Lorenzo / Micheli, François (2002): *Der Preis von Immobilien, Dynamische Investitionsrechnung für die Immobilienbewertung, Methodik und Fallbeispiele*, Zürich, S. 36.

Pertrac (2008): *Pertrac Financial Solutions, Analytic and Workflow Solutions, "Indexes"*, http://www.pertrac.com/per0020/web/me.get?WEB.websections.show&PER0020_869#PerTrac%20Indexes , Abrufdatum: 15.07.2008

Platz, Jürgen (1991): *Immobilienmanagement - Prüfkriterien zu Lage, Substanz, Rendite*, 2., erweiterte Aufl., Wiesbaden, S. 70.

Rasmussen, Mikkel (2003): *Quantitative Portfolio Optimisation, Asset Allocation and Risk Management*, New York, S. 179.

Reiner, Frank (2005): *International Asset Allocation and Real Estate Investments*, Diss., Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, S. 49, 50.

Rodewald, Kerstin (2007): *Abgrenzung von Portfolio-, Asset- und Property Management und Gestaltungsmöglichkeiten der Asset Management-Fee*, Diplomarbeit Fachhochschule Hildesheim/Holzminen/Göttingen.

Ruis, Alexander (2008): *Wissenschaftlicher Rat fürs Familienvermögen, Family Offices*, „Die Mindestgrösse beträgt Euro 100 Mio“, Swiss Private Banking Guide 2008, Zürich, S. 37.

Schulte, Karl-Werner / Leopoldsberger, Gerrit / Schaubach, Peter / Vaassen, Nicole / Walker, Andreas (2000) in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie Bd. I – Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, 2., überarbeitete Aufl., München / Wien, S. 452.

Sharpe, William F (1987): *Asset Allocation Tools*, 2. Aufl., Redwood City, S.65.

Siepe, Werner (2000): *Immobilien für Kapitalanleger*, Frankfurt/New York.

Spremann Klaus / Gantenbein Pascal (2005): *Kapitalmärkte*, Stuttgart.

Swissquote (2008): „*Top Funds – Geldmarktfunds*“, http://www.swissquote.ch/index/index_funds_d.html, Abrufdatum 15.07.2008

Iazi (2008):, *Die Entwicklung des Immobilienmarktes*, Swiss Property Benchmark 2003,

<http://www.iazi.ch/web/Default.aspx?TabId=119&AspxAutoDetectCookieSupport=1>

Abrufdatum: 2.7.2008.

Theisen, Manuel R. (2005): *Wissenschaftliches Arbeiten*, 12. Aufl., München.

Waldmeier, Nicola (2003): *Hypotheken*, VZ Vermögenszentrum, Zürich, S. 22.

Weber, Kurt Helmut (1998): *Rentabilität, Produktivität und Liquidität: Grössen zur Beurteilung und Steuerung von Unternehmen*, 2., vollst. überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden, S. 15.

Wellner, Kristin (2003): *Entwicklung eines Immobilien-portfolio-management-systems zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien Portfolios*, Reihe Immobilienmanagement, Band 3, Prof. Dr. Wolfgang Pelzl, Institut für Immobilienmanagement der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Leipzig, S. 7.

Wellner, Kristin (2008): *Theorie des Immobilien Investment Managements*, Vorlesung Currem 18.02.2008, S. 9.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

„Konzeption eines renditeorientierten Liquiditätsmanagements für private Immobilien-
direktinvestoren“

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 16. August 2008