



**Universität
Zürich^{UZH}**

Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Preisfestlegungsmechanismen

beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz

Name: Beat Seger

Adresse: Obere Seestrasse 60, CH-8272 Ermatingen

Eingereicht bei: Dr. Mihnea Constantinescu

Abgabedatum: 12. August 2011

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
Executive Summary	VII
1 Einleitung.....	1
1.1 Ausgangslage	1
1.2 Problemstellung	1
1.3 Zielsetzung.....	2
1.4 Aufbau und Methode.....	3
1.4.1 Theoretische Grundlagen.....	3
1.4.2 Prüfung der Praxisrelevanz.....	3
1.5 Inhaltliche Abgrenzung	3
1.5.1 Beschränkung auf Anlageimmobilien	3
1.5.2 Beschränkung auf institutionelle und professionelle Anleger	4
2 Grundlagen.....	5
2.1 Der direkte Immobilien-Anlagemarkt in der Schweiz	5
2.1.1 Bestand	5
2.1.2 Baumarkt	7
2.1.3 Transaktionsmarkt	11
2.2 Die Preisfestlegung im herkömmlichen Sinn.....	12
2.3 Die Quantifizierung des Risikos	13
2.3.1 Allgemeines Liegenschaftsrisiko.....	13
2.3.2 Liegenschaftsspezifisches Risiko	16
2.3.3 Die Bewertungsmethoden	16
2.3.4 Finanzierungsrisiko	19
2.3.5 Diversifikationschancen	21
2.4 Aspekte der Verhaltensökonomik	22
2.5 Informationsverfügbarkeit und Agency Konflikte	26
3 Praxisrelevante Entscheidungskriterien und deren Einfluss auf die Preisbildung	29
3.1 Strategische Komponenten und Entscheidungsebenen	30
3.1.1 Investitionsstil und -Segmente	30
3.1.2 Entscheidungsgremien / Preisfestlegung	31

3.1.3	Asset Allocation, Diversifikation und Best Owner Prinzipien.....	33
3.2	Markteinschätzung der Akteure	36
3.3	Quantitative Faktoren	39
3.3.1	Die Immobilienbewertung.....	39
3.3.2	Die finanziellen Parameter	42
3.3.3	Risikoquantifizierung	45
3.3.4	Einbezug von Finanzierungskomponenten.....	46
3.4	Einfluss der Verhaltensökonomik	48
4	Schlussbetrachtung.....	55
4.1	Fazit.....	56
4.2	Diskussion.....	58
4.3	Ausblick	59
Literatur- und Quellenverzeichnis.....		i
Anlagen.....		A

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Eigentümerstruktur Mietwohnungen in der Schweiz	6
Abb. 2:	Baumarkt Schweiz, angenäherte Werte für 2008/2009	8
Abb. 3:	Magisches Dreieck der Investorenziele	13
Abb. 4:	Die Lage der Immobilie im Anlageuniversum in Bezug auf das Risiko/Renditeverhältnis	14
Abb. 5:	Schema zur Bestimmung des Diskontierungssatzes für die Bewertung von Immobilienanlagen nach der DCF Methode	16
Abb. 6:	Handlungsspielräume, Kapitalkosten und Investitionsstile	19
Abb. 7:	Schema zur Bestimmung des WACC	21
Abb. 8:	Principal – Agent Beziehungen, mögliche Informationsasymmetrien und Agency-Konflikte	27
Abb. 9:	An der Umfrage teilnehmende Investorenvertreter nach Investorentyp	30
Abb. 10:	Präferierte Immobilien-Investitionssegmente	31
Abb. 11:	Durchschnittlicher Fremdfinanzierungsgrad der befragten Investoren	31
Abb. 12:	Involvierte Funktionen bei der Preisfestlegung	32
Abb. 13:	Autoritäten für den Anlageentscheid	33
Abb. 14:	Zahlungsbereitschaft für die Risikoreduktion im Portfolio	35
Abb. 15:	Erwarteter Preistrend bei Immobiliendirektanlagen	37
Abb. 16:	Bildet sich eine Preisblase bei direkten Immobilienanlagen?	37
Abb. 17:	Angewandte Bewertungsmethoden in der Immobilienakquisition	40
Abb. 18:	Bilden die Bewertungsergebnisse die ihm Markt bezahlten Preise ab?	41
Abb. 19:	Renditeanforderung an die Immobilienanlage im Anlageuniversum	43
Abb. 20:	Auswertung von Vergleichsobjekten bei der Immobilienakquisition	46
Abb. 21:	Berücksichtigung der Finanzierungskosten bei der Preisfestlegung	47
Abb. 22:	Einfluss von Renditeinformationen auf Preisbildung und Bewertung	50
Abb. 23:	Gründe für tiefere Anfangsrenditen bei „Core“ Immobilien	53

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Eckwerte des Schweizer Immobilienbestands- und Transaktionsmarktes 2009	5
Tab. 2:	Geschätzter Schweizer Immobilienbestand institutioneller und professioneller Investoren	7
Tab. 3:	Jährliches Investitionsvolumen Hochbau, Segmentbetrachtung	8
Tab. 4:	Investitionsvolumen institutioneller und professioneller Investoren in den Hochbau p.a.	9
Tab. 5:	Bewertungsmethoden bei Anlageimmobilien	17
Tab. 6:	Biases.....	23
Tab. 7:	Heuristiken	23
Tab. 8:	Framing Effekte.....	24
Tab. 9:	Weitere Ursachen irrationalen Verhaltens bei Entscheidungen	25
Tab. 10:	Teilnehmerstatistik Onlineumfrage	29
Tab. 11:	Mehrheitlich angewandte Bewertungsmethoden nach Investorentyp	39
Tab. 12:	Investorenerwartung an die Nettorendite einer Immobiliendirektanlage	44
Tab. 13:	Übersicht über die wesentlichen Faktoren der Preisfestlegung.....	56

Abkürzungsverzeichnis

BFS	Bundesamt für Statistik
BGF	Bruttogeschossfläche
BIP	Bruttoinlandprodukt
BPS	Basis points = Basispunkte (100 BPS = 1%)
BWO	Bundesamt für Wohnungswesen
Capex	Capital Expenditure - Investitionsausgaben
CHF	Schweizer Franken
CREM	Corporate Real Estate Management
DCF	Discounted Cash Flow (Bewertungsmethode)
EFH	Einfamilienhaus / Einfamilienhäuser
EWG	Eigentumswohnung(en)
FK	Fremdkapital
IRR	Internal Rate of Return / Interner Zinsfuß
HEV	Hauseigentümergeverband
MFH	Mehrfamilienhaus / Mehrfamilienhäuser
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MWG	Mietwohnung(en)
NPV	Net Present Value, Kapitalwert
p.a.	per annum / jährlich
PPP	Public Private Partnership
REIM	Real Estate Investment Manager
SNB	Schweizerische Nationalbank
StWE	Stockwerkeigentum
TBTF	Too big to fail
WTP	Willingness to pay - Zahlungsbereitschaft
z.B.	zum Beispiel
ZKB	Zürcher Kantonalbank

Executive Summary

Der direkte Immobilienanlagemarkt in der Schweiz registriert einen Trend sinkender Nettocashflow- und zunehmender Wertänderungsrenditen. Dies zieht seit über fünf Jahren steigende Preise und Werte nach sich. Dabei konnte sich der Schweizer Immobilienmarkt auch den Einflüssen der vor drei Jahren eskalierten globalen Finanzkrise weitgehend entziehen, was ursächlich nicht nur auf positive Migrationseffekte und ein tiefes Zinsumfeld zurückzuführen ist, sondern auch der Tatsache zu verdanken ist, dass institutionelle und professionelle Investoren in Schweizer Immobilien sich mit geringer Toleranzbereitschaft auf Cash-Flow basierte Bewertungen abstützen. Diese halten mit der Preisentwicklung aufgrund einer relativen Marktintransparenz jedoch nur zeitverzögert mit und haben somit eine dämpfende Wirkung auf die Preisentwicklung. Begünstigt wird dieser Einfluss auch durch die Tatsache, dass Finanzierungskomponenten in den Bewertungen keine Berücksichtigung finden.

Diese Arbeit beschränkt sich auf die Betrachtung der Preisfestlegungsmechanismen beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz durch institutionelle und professionelle Anleger, die jährlich Preisentscheidungen über ein Gesamtvolumen von annähernd elf Milliarden Schweizer Franken fällen.

Immobilienpreise bilden sich objektspezifisch und werden, unter Ausblendung von Diversifikationsbedürfnissen, getrieben vom Kapitalanlagebedarf. Aus der Fokussierung auf das Anlageobjekt resultiert eine reduzierte Konnektivität zum Kapitalmarkt, welche die Vergleichbarkeit von Immobiliendirektanlagen mit alternativen Investitionsoptionen einschränkt. Darin findet sich ein weiterer Grund für die relative Stabilität des Schweizer Immobilienanlagemarktes. Als Resultat bildet sich ein teilgeschlossenes Marktsystem, das von der Interaktion zwischen Bewertung, Preisfestlegung und Marktstimmung getragen wird.

Das systematische Zusammenwirken der Akteure unterliegt dem Einfluss verhaltensökonomischer Faktoren, welche sowohl die Preisbildung als auch die Bewertungsergebnisse beeinflussen. Ein Überhang irrationaler Preisfestlegungsgründe kann nicht festgestellt werden, wenngleich die Kombination der Wirkungselemente in einem mit punktuellen Risiken behafteten Markt dazu anmahnen, die psychologischen Einflüsse auf das Verhalten der Marktteilnehmer mit Bedacht zu beobachten.

Institutionelle und professionelle Anleger in Schweizer Immobilien verhalten sich mehrheitlich risikoavers und erwarten mittelfristig ein Anhalten des positiven Trends bei Preisen und Werten. Sie sehen sich jedoch partiell mit tiefen Ankaufsrenditen konfrontiert. Diese können bei einer Veränderung externer Einflussfaktoren in einer objekt-spezifischen Negativperformance aus Kapitalmarktsicht resultieren, die durch das Gesamtportfolio aufzufangen ist. Eine Eskalation wird aufgrund der tiefen Fremdfinanzierungsquote der schweizerischen institutionellen Investoren nicht erwartet.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Der Preis einer Immobilie repräsentiert die Zahlungsbereitschaft für den Erwerb eines Objektes, bzw. den tatsächlich erzielten Erlös aus einer Transaktion. Der Wert stellt demgegenüber eine Prognose des bei einer Transaktion auf dem Markt erzielbaren Preises dar¹. Für einen Grossteil der Schweizer Immobilien besteht zurzeit ein Verkäufermarkt², wobei aufgrund der unterschiedlichen zeitlichen Dynamik zwischen Preisfestlegung und verifizierten Bewertungsgrundlagen eine Divergenz entsteht. Preise für Immobilien entstehen in Analogie zur Börse im „Spotmarkt“, also dem ökonomischen Ort, bei dem Angebot und Nachfrage aufeinandertreffen und die Anlage in relativ kurzer Zeit gehandelt wird. Demgegenüber basieren Bewertungen auf der Antizipation mittelfristiger Entwicklungen, z.B. durch die Abbildung zukünftiger Zahlungsströme, wodurch sich bei einem Nachfrageüberhang eine Schere zwischen der Preisbildung und den der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen öffnen kann. Die aktuelle Beobachtung des Transaktionsmarktes für direkte Immobilienanlagen in der Schweiz legt die Vermutung nahe, dass Preise und Werte auseinanderdriften.

1.2 Problemstellung

Der Schweizerische Immobilienmarkt zeichnet sich durch eine im Vergleich zum Kapitalmarkt hohe Intransparenz und Heterogenität aus. Bezahlte Preise werden nicht publiziert oder publizierte Preise sind aufgrund nicht eindeutig analysierbarer Preiskomponenten schwierig nachvollziehbar oder vergleichbar. Bewertungsstandards definieren zwar die Bewertungsmethoden, es besteht jedoch über den Gesamtmarkt betrachtet keine standardisierte Anwendungsverpflichtung derselben. Zudem existieren bei den beeinflussenden Bewertungsparametern signifikante Interpretationsbandbreiten. Hinsichtlich der Preisfestlegungsmechanismen beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz und der wertmässigen Plausibilisierung der Zahlungsbereitschaft³ besteht eine signifikante Intransparenz.

¹ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 27

² In einem Verkäufermarkt überwiegt die Nachfrage das verfügbare Angebot

³ vgl. Approximation in Becker, Gordon M., DeGroot, Morris H., Marschak, Jacob.; Measuring Utility by a Single-Response Sequential Method; Behavioral Science; 1964; Vol. 9, Iss. 3; S. 226-232

1.3 Zielsetzung

Zielsetzung dieser Arbeit ist die Untersuchung, ob Investitionsentscheidungen eher auf der Grundlage rein rationaler Entscheidungsmodelle gefällt werden oder ob opportunistische, subjektive Einflüsse den Ausschlag für einen Investitionsentscheid geben. Rationale Entscheidungsgrundlagen würden voraussetzen, dass die Preisfestlegung den normativen Vorgaben bezüglich Opportunitätskosten sowie dem risikoadjustierten Kapitalwert (Net Present Value, NPV) der erwarteten zukünftigen Zahlungsströme unter allfälliger Berücksichtigung von portfoliospezifischen Auswirkungen und unter Anwendung möglicher Optionsmodelle folgt. Unter diesen Voraussetzungen wäre zu erwarten, dass die Preise, bzw. die Zahlungsbereitschaft, den Bewertungsergebnissen entsprechen.

Für den Fall, dass verhaltenspsychologische Aspekte die Festlegung von Preisen beeinflussen, wird überprüft, welche solcher Einflussfaktoren auf die Entscheidungsfindung einwirken und welche Auswirkungen diese Einflüsse auf die Preisbildung haben.

Die folgenden Hypothesen sollen im Rahmen dieser Arbeit überprüft werden:

- a. Investoren lassen sich bei ihren Investitionsentscheidungen von einer durch sie mitverursachten und mitgetragenen Marktstimmung beeinflussen. Dies führt zu einer Untergewichtung oder Vernachlässigung rationaler Preisfestlegungsgründe und im gegenwärtigen Verkäufermarkt zu einer höheren Zahlungs- und Risikobereitschaft.
- b. Die Untergewichtung rationaler Entscheidungsmodelle bei der Preisfestlegung hat zur Folge, dass die Höhe der Zahlungsbereitschaft und die Höhe des geschätzten Marktwertes auseinanderdriften. Die Bewertungsergebnisse werden sich als Folge der höheren Preise in Akquisitionsprozessen der Zahlungsbereitschaft der Marktteilnehmer annähern und entsprechend zeitverzögert auf Veränderungen in der Preisfestlegung reagieren. Bewerber von Schweizer Anlageimmobilien zeigen durch den Druck von effektiven Transaktionspreisen die Tendenz, sich dem Investorenverhalten anzunähern.

1.4 Aufbau und Methode

1.4.1 Theoretische Grundlagen

Die theoretischen Grundlagen für die Bewertung von Anlageimmobilien werden aus der normativen Literatur hergeleitet. Dadurch entsteht die Möglichkeit zur Prüfung, ob die Bewertungen die Preisfestlegung stützen, bzw. welche Rolle den Bewertungen bei der Preisfestlegung zukommt. Die Festlegung von Preisen, bzw. die Entscheidung zur Zahlungsbereitschaft, erfolgt durch Menschen innerhalb spezifischer Organisationsstrukturen. Über die dabei wirkenden Mechanismen gibt die verhaltenswissenschaftliche Literatur Auskunft, woraus das für die vorliegende Arbeit relevante Wissen abgeleitet wird.

1.4.2 Prüfung der Praxisrelevanz

Die theoretischen Grundlagen und die daraus zu erwartenden Wirkungsmechanismen auf die Marktteilnehmer werden im Rahmen einer Umfrage überprüft, die bei institutionellen und professionellen Investoren in Schweizer Anlageimmobilien und bei Bewertern von Schweizer Anlageimmobilien durchgeführt wird. Die aus der Umfrage gewonnenen Erkenntnisse werden mit den theoretischen Grundlagen abgeglichen, woraus sich ein strukturiertes und objektiv nachvollziehbares Bild davon ergeben soll, wie sich die Preise im aktuellen Transaktionsmarkt für direkte Schweizer Immobilienanlagen bilden. Mittels der Umfrageergebnisse sollen einerseits die aufgestellten Hypothesen verifiziert oder verworfen und andererseits die Umsetzung normativer Komponenten im Rahmen der Preisfestlegung überprüft werden.

1.5 Inhaltliche Abgrenzung

1.5.1 Beschränkung auf Anlageimmobilien

Diese Arbeit beschränkt sich auf direkte Investitionen in Anlageimmobilien in der Schweiz. Die Definition von Anlageimmobilien erfolgt in Anlehnung an IAS 40⁴, welche diese „als Finanzinvestition gehaltene Immobilien“ definiert. Demnach werden im Zusammenhang mit dieser Arbeit die Anlageimmobilien wie folgt definiert:

⁴ IFRS Foundation - IASB; IFRS.org, 13.06.2011; International Accounting Standard 40 (IAS 40); Pages A1003-A1026; online verfügbar unter <http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS.htm>

„Anlageimmobilien werden zur Erzielung von Mieteinnahmen und/oder zum Zwecke der Wertsteigerung gehalten, entwickelt oder erstellt.“

Es wird in diesem Zusammenhang auf die Definitionsunterschiede von „Anlageimmobilien“ und „Renditeliegenschaften“ in den Swiss Valuation Standards⁵ hingewiesen. Diese Unterscheidung ist gemäss vorstehender Definition irrelevant.

1.5.2 Beschränkung auf institutionelle und professionelle Anleger

Im Rahmen dieser Arbeit beschränkt sich die Betrachtung der Thematik auf institutionelle und professionelle Anleger (Investoren). Zu den institutionellen Anlegern zählen dabei

- Versicherungen
- Pensionskassen
- Immobilien-Anlagestiftungen
- Immobilienfonds
- (Kotierte) Immobilien-Aktiengesellschaften

mit Immobilieneigentum in der Schweiz.

Professionelle Anleger werden durch folgende Kriterien definiert:

- Halten von Immobilien in der Schweiz zum Zwecke der Renditegenerierung aus Erträgen oder Wertsteigerungen
- Es findet ein regelmässiger Handel mit Immobilien statt
- Einsatz von Fremdfinanzierungskomponenten
- Aktives Management der Immobilien im Bestand

⁵ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); Differenzierung zwischen IFRS 5 und IAS 40; vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 12

2 Grundlagen

2.1 Der direkte Immobilien-Anlagemarkt in der Schweiz

2.1.1 Bestand

Der Marktwert des Immobilienbestandes in der Schweiz wird auf CHF 2'415 Mrd. geschätzt⁶. Dieser gliedert sich in das Segment Wohnen mit einem Marktwert von CHF 1'865 Mrd. und in das Geschäftssegment mit einem Marktwert von CHF 550 Mrd. Das Segment Wohnen umfasst dabei die Einfamilienhäuser und die Mehrfamilienhäuser mit Mietwohnungen und Eigentumswohnungen. Der Geschäftsbestand teilt sich in Büro, Verkauf, Industrie und übrige Nutzung auf.

Da der Marktwert des Bestandes auf Schätzungen beruht, kann dieser Wert nur als approximative Annäherung wiedergegeben werden (Er liegt, je nach Datenquelle^{6/7}, zwischen insgesamt 2'350 Mrd. und 2'415 Mrd., Stand 2009). In diesen Schätzungen nicht enthalten sind Bauten und Anlagen, für die keine Marktwerte ermittelt werden, wie zum Beispiel Teile des Gebäudeparks der öffentlichen Hand.

Typ	Bestand	Nettozugang	Freihand- transaktionen	Bestand	Bestandes- änderung	Freihand- transaktionen
	(Anzahl bzw. m ² BGF)				(Mrd. CHF)	
Eigentumswohnungen	935'000	19'000	37'700	495.6	12.0	20.0
Einfamilienhäuser	925'000	9'000	26'300	670.6	7.2	19.1
Mietwohnungen	2'060'000	11'000	150'000	622.0		
Büro (m ² BGF)	49'000'000	650'000	2'000'000	187.0		
Verkauf (m ² BGF)	32'000'000	420'000		113.0		
Mehrfamilienhäuser mit Wohnungen	206'500	100	300	622		
Bürogebäude	30'000	50		187		
Industrie				240		

Tab. 1: Eckwerte des Schweizer Immobilienbestands- und Transaktionsmarktes 2009⁷

Der Gesamtwohnungsbestand der Schweiz umfasst rund 4 Millionen Einheiten, was einer Zunahme von 12% seit der Volkszählung 2000 entspricht⁸. Wie in Tabelle 1 dargestellt machen Mietwohnungen rund 51.4% des Bestandes aus. Der Grossteil dieser Mietwohnungen ist im Eigentum Privater.

⁶ vgl. Schnorf, Patrick; Immobilienmarktforschung / Teil 2, Präsentation Curem (Datenquelle Wüest & Partner, Stand 4.Q 2008); 16.04.2010; Folie 7

⁷ in Anlehnung an Immobilien- und Hypothekarmarkt – Quo vadis?; Ursprungsquellen BFS, Fahrländer Partner, Wüest&Partner, KPMG AG; Zürich, 2011; S. 15

⁸ Bundesamt für Statistik, BFS; Gebäude- und Wohnungsstatistik 2009 1175-0900; Neuchâtel 2011

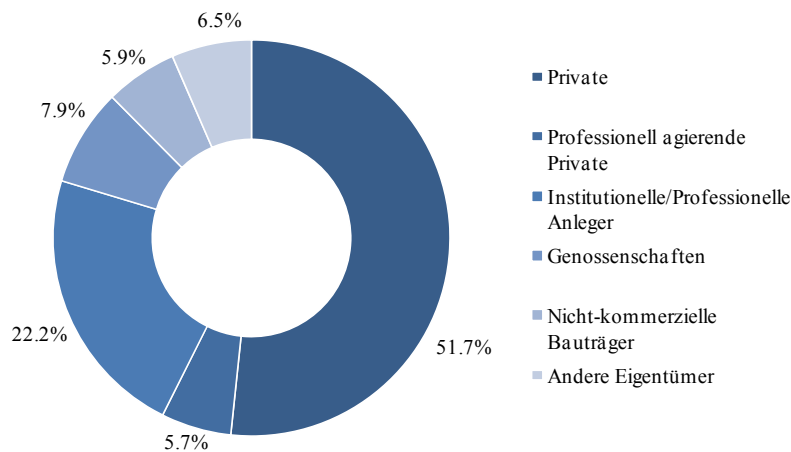
Eigentümer von Mietwohnungen

Abb. 1: Eigentümerstruktur Mietwohnungen in der Schweiz^{9 10}

Insgesamt kommen gemäss getroffener Herleitung¹⁰ die institutionellen und professionellen Anleger auf einen Anteil von 27.9% am Gesamtwohnungsbestand oder ein Anlagevolumen in Wohnimmobilien von rund CHF 173.5 Mrd.

Der Marktanteil der institutionellen Investoren am Büromarkt liegt bei ca. 34%¹¹ oder CHF 63.5 Mrd. Da im Grundsatz davon auszugehen ist, dass gewerbliche Eigentümer mit einem implementierten Corporate Real Estate Management (CREM) als „Selbstnutzer“ unter die Definition eines professionellen Investors fallen, ist die Annahme realistisch, dass der Büromarkt zu gut 40% in den Händen von institutionellen und professionellen Eigentümern ist, was in einen Marktwert von rund CHF 75 Mrd. resultiert.

Eine abgrenzungsscharfe Statistik über die Investorenstruktur bei Verkaufsflächen ist nicht verfügbar. Es kann davon ausgegangen werden, dass für Verkaufsflächen der Nutzer grösstenteils nicht mit dem Eigentümer identisch ist. Dies ist auch aus der Verteilung der Retail-Bauinvestitionen¹² nach Auftraggeber ersichtlich, wonach Privatpersonen lediglich 7.6% der Investitionen repräsentieren. Den grössten Anteil vereinen priva-

⁹ in Anlehnung an Hans-Rudolf Schulz, Peter Würmli; Miete und Eigentum Detailauswertung der Gebäude- und Wohnungserhebung 2000 im Auftrag des Bundesamts für Statistik und des Bundesamts für Wohnungswesen; Basel; Dezember 2004, S. 29

¹⁰ Im Zusammenhang mit dieser Studie wurde für Abb. 1 die Annahme getroffen, dass „Institutionelle/Professionelle Anleger“ die ausgewiesenen Anteile für „Immobilienfonds, Andere Immobiliengesellschaft, Baugesellschaft, Versicherung und Personalvorsorgeeinrichtung“ umfassen und dass 10% der Privatpersonen als professionell agierende Private auftreten.

¹¹ Quelle: Immobilien- und Hypothekarmarkt – Quo vadis?; KPMG AG, Hochschule Luzern, Kloess-RealEstate, Fahrländer PartnerAG; KPMG AG, Zürich, 2011, S. 29

¹² Credit Suisse Economic Research, Fredy Hasenmaile; Der Retail Asset Markt in der Schweiz; Zürich, 15. Oktober 2008; Folie 9

te Unternehmen sowie Bau- und Immobiliengesellschaften mit 78.1% auf sich, institutionelle Anleger verfügen über einen Investitionsanteil von 7.7%. Im Rahmen der hier abgegrenzten Anlegerdefinition wird von der Annahme ausgegangen, dass rund 70% der Verkaufsflächen im Eigentum von institutionellen oder professionellen Anlegern sind. Abgeleitet aus Tabelle 1 resultiert daraus ein Marktwert von rund CHF 79 Mrd.

Für den Zweck dieser Studie wird das Investitionsvolumen in industrielle Liegenschaften von CHF 240 Mrd. ausgeblendet. Dieses Immobiliensegment unterliegt sowohl bei der Bewertung als auch bei der Festlegung von Transaktionspreisen einer segmentspezifischen Anwendungspraxis.

Die Herleitung der geschätzten Marktwerte von Anlageimmobilien im Eigentum von institutionellen oder professionellen Investoren führt, unter Ausschluss der industriellen Liegenschaften, zu einem Gesamtvolumen von CHF 327.5 Mrd. Dies entspricht 15.7% des Gesamtmarktwertes der betrachteten Immobiliensegmente.

Segment	Marktwert in CHF Mrd.	Anteil am Gesamtbestand
Wohnen	173.5	9.7%
Büro	75	40.1%
Verkauf	79	69.9%
Total institutionelle und professionelle Investoren	327.5	15.7%

Tab. 2: Geschätzter Schweizer Immobilienbestand institutioneller und professioneller Investoren¹³

2.1.2 Baumarkt

Die Hochbauinvestitionen in der Schweiz beliefen sich in den Jahren 2008/2009 (letzte verfügbare Statistik) auf rund CHF 39-40 Milliarden Schweizer Franken. Davon wurden 69% in den Neubau und 31% in Umbau- oder Erweiterungsarbeiten investiert. Rund 61.5% der gesamten Hochbauinvestitionen flossen in den Baumarkt für Wohnen, die restlichen 38.5% oder CHF 15.0-15.5 Mrd. wurden in den geschäftlichen Hochbau investiert. Hiervon wurden rund CHF 5 Mrd. vorwiegend in Infrastruktur verbaut (Übrige Investitionen).

¹³ gemäss dargestellter Herleitung durch den Verfasser; Anteil Gesamtbestand referenziert auf Tab. 1

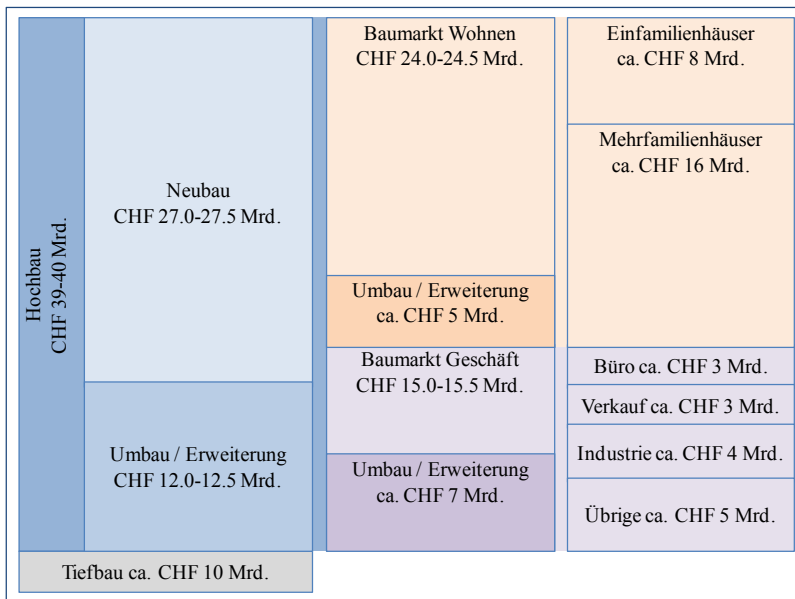


Abb. 2: Baumarkt Schweiz, angenäherte Werte für 2008/2009¹⁴

Die „erwarteten Bauausgaben 2010“ sahen gemäss verfügbaren Prognosen für den Hochbau eine Zunahme von 1.6% bei Neubauten und von 7.8% bei den Umbauten und Erweiterungen vor.

Auf der Grundlage von Tabelle 1 und Abbildung 2 können folgende Hochbauinvestitionen (Approximation 2008-2009) für die einzelnen Segmente hergeleitet werden:

Segment	Gesamt- Investitionen in CHF Mrd.
Eigentumswohnungen	12
Einfamilienhäuser	8
Mietwohnungen	4
Büro	3
Verkauf	3
Industrie	4
Übrige	5
<hr/>	
Angenäherte Hochbauinvestitionen	39

Tab. 3: Jährliches Investitionsvolumen Hochbau, Segmentbetrachtung¹⁵

¹⁴ Quellen: Bundesamt für Statistik, Medienmitteilung Nr. 0350-1006-30 vom 19.07.2010 & Schnorf, Patrick; Immobilienmarktforschung / Teil 2, Präsentation Currem (Datenquelle Wüest & Partner, Stand 4.Q 2008); 16.04.2010; Folie 8

¹⁵ Herleitung durch den Verfasser

Bei einer Beschränkung der Betrachtung auf Anlageimmobilien verbleiben die Segmente Mietwohnungen, Büro, Verkauf, und Industrie. Daraus errechnet sich ein potenzieller Baumarkt für professionelle und institutionelle Anleger von rund CHF 14 Mrd. oder 36% der getätigten Hochbauinvestitionen. Institutionelle und professionelle Anleger halten gemäss vorstehenden Herleitungen einen Marktanteil von ca. 28% am Wohnungsmarkt und von ca. 40% am Büromarkt. Mangels Verfügbarkeit statistischer Daten wird das potenzielle Investitionsvolumen der institutionellen und professionellen Investoren in den Hochbau über eine Annahme der prozentualen Anteile an den Gesamtinvestitionen hergeleitet¹⁶. Daraus ergeben sich folgende Investitionsvolumina für institutionelle und professionelle Anleger:

Segment	Gesamt- Investitionen in CHF Mrd.	Quote Schätzung	professionelle / institutionelle Investoren in CHF Mrd.
Eigentumswohnungen	12		
Einfamilienhäuser	8		
Mietwohnungen	4	40%	1.6
Büro	3	40%	1.2
Verkauf	3	40%	1.2
Industrie	4	10%	0.4
Übrige	5	5%	0.3
<hr/>			
Angenäherte Hochbauinvestitionen	39	12%	4.6

Tab. 4: Investitionsvolumen institutioneller und professioneller Investoren in den Hochbau p.a.¹⁷

Gemäss der dargestellten Schätzung vereinen die institutionellen und professionellen Investoren einen Anteil von 12% an den gesamten jährlichen Hochbauinvestitionen auf sich, wobei die Schätzungsunsicherheit insbesondere bei Industrie und Übrige gross ist, auch wenn durch die angewandte Quote dem sehr geringen Anteil von PPP Partnerschaften Rechnung getragen wird.

Die geschätzten Quoten lassen sich durch die Daten des BFS nur beschränkt plausibilisieren, da die Statistik nur die institutionellen Anleger erfasst und keine abgrenzungs-

¹⁶ Bei dieser Herleitung wird davon ausgegangen, dass die institutionellen und professionellen Investoren im Mietwohnungssegment tendenziell grössere Volumina in Neubauten investieren und tendenziell höhere Investitionen in Instandhaltung und Instandsetzungen tätigen als Private. Institutionellen und professionellen Investoren werden daher bei der Herleitung rund 23% der rechnerisch den Privaten zufallenden Investitionen, basierend auf der Eigentümerquote Privater von 51.7%, zugewiesen.

¹⁷ Herleitung durch den Verfasser, Schätzung

scharfe, einheitliche Definition für institutionelle Investoren vorliegt¹⁸. Bei den nicht öffentlichen Auftraggebern hielten die institutionellen Anleger im Jahr 2008 einen Anteil von 3.7% und im Jahr 2009 einen solchen von 4.4% an den Hochbauinvestitionen, wobei die positive prozentuale Veränderung zum Vorjahr jeweils 14.0%, bzw. 11.9%¹⁹ betrug. Es muss einerseits davon ausgegangen werden, dass der statistischen Erfassung keine langfristig eindeutig-homogenen Meldungen zugehen und dass andererseits die professionellen Investoren gemäss vorstehender Definition entweder nicht erfasst werden oder teilweise den institutionellen Investoren zugeordnet werden.

¹⁸ Die Definitionen für „institutionelle Investoren“ weisen eine grosse Vielfalt auf, wie aus nachstehender Übersicht ersichtlich wird:

Immolexikon HEV Schweiz und Sektionen, z.B. www.hev-schweiz.ch/vermieten-verwalten/immolexikon; Download am 29.07.2011: „Grossinvestoren mit regelmässigem Anlagebedarf im Immobiliensektor vor allem Versicherungen, Pensionskassen, Vorsorgestiftungen und Anlagefonds.“

Schulz Hans-Rudolf, Wümler Peter; Wohnen 2000; Bundesamt für Wohnungswesen (BWO), Grenchen, April 2005; S. 16
„Immobilienfonds, Versicherung, Personalvorsorgeeinrichtung“

Wittorf E.; Diplomarbeit; Institut für Banking und Finance, Zürich 1999; S. 4
„[...] Pensionskassen, Versicherungen, Banken, Anlagefonds, Investment-Gesellschaften und Industriegesellschaften.“

Rajki, Florian; Die Positionierung von Immobilien-Anlageprodukten auf institutionellen Märkten; Masterthesis, Curem, Zürich, 31.07.2006; S. 14
„Die institutionellen Anleger umfassen alle nicht privaten Anlegergruppen. Im wesentlichen gehören dazu: PK, Versicherungen [...], Banken, [...] Stiftungen, Genossenschaften, private Unternehmen, öffentliche Unternehmen und Haushalte, Kirchen, Verbände und Vereine.“

Guerra, Fabio; Abwicklung von Asset-Swap-Immobilientransaktionen in der Schweiz unter spezieller Berücksichtigung der Umwandlung von direkten Pensionskassen Immobilienanlagen zu Anlagestiftungen; Masterthesis, Curem, Zürich, 18.08.2008; S. 14
„[...] Unter diesem Begriff bezeichnet man eine Kategorie von Investoren, die in erster Linie den privaten Anlegern entgegen steht. Unter institutionelle Investoren fallen in der Schweiz die Pensionskassen, Versicherungen, Banken, Anlagefonds und Investmentgesellschaften sowie Industriegesellschaften.“

Jenny, Alex; Die Messbarkeit der Qualität von Immobilienbewirtschaftungsdienstleistungen aus der Sicht institutioneller Immobilieninvestoren; Masterthesis, Curem, Zürich, 18.08.2008; S. 5
„Institutionelle Investoren [...] sind oft juristische Personen wie Banken, Versicherungen, Anlagegesellschaften, Pensionskassen, Industrieunternehmen, aber auch die öffentliche Hand, die professionell, systematisch und meist in regelmässigen Abständen oder nach Investitionsbedürfnis grössere Summen anlegen.“

Waegner, Ingo; 4-Quadranten-Ansatz, Mögliche Potentiale der Portfoliodiversifizierung für Schweizer Institutionelle Investoren; Masterthesis, Curem, Zürich, 20.07.2007; S. 12
„Die institutionellen Investoren unterscheiden sich grundsätzlich in private, unternehmerische und institutionelle Investoren. [...] Lt. OECD, deren Definition die weiteste Verbreitung findet, sind die institutionellen Investoren die wichtigsten Sammelstellen für Kapital und daraus abgeleitet die wichtigsten Kapitalanbieter. Diese generieren im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit kontinuierlichen Kapitalzufluss und unterliegen der Verpflichtung, erhebliche Teilbeträge hiervon wieder anzulegen.“

¹⁹ Medienmitteilungen BFS Nr. 0350-0907-10 vom 29.06.2009 & Nr. 0350-1006-30 vom 19.07.2010

2.1.3 Transaktionsmarkt

Der Basisbestand für den hier betrachteten Transaktionsmarkt umfasst rund 200'000 Mehrfamilienhäuser mit Mietwohnungen, das sind 15% der insgesamt 1.3 Mio.²⁰ Wohngebäude, und 25'000 durch Private, Firmen und institutionelle Investoren gehaltene Bürogebäude, Einkaufszentren oder Fachmärkte, Industrie-, Lager- und Logistikgebäude²¹.

Der Transaktionsmarkt für Mehrfamilienhäuser wird auf rund 2'500 Liegenschaften pro Jahr²² geschätzt. Dies entspricht einer Transaktionsrate von 1.25% des zugrunde liegenden Gebäudebestandes und einem Transaktionsvolumen von gegen CHF 8 Mrd. Der Transaktionsmarkt für Büro- und Verkaufsflächen wird auf rund 2'000 Liegenschaften pro Jahr eingeschätzt, was rund 8% des geschäftlichen Gebäudebestandes entspricht. Das Transaktionsvolumen im Geschäftsmarkt wird auf rund CHF 20 Mrd.²¹ geschätzt, wobei der Geschäftsmarkt auch das Industriesegment umfasst. Es wird angenommen, dass letzteres einen geringeren prozentualen Anteil am Transaktionsmarkt hat als die Büro- und Verkaufsflächen. Wird vorausgesetzt, dass das Industriesegment mit rund 40% des seinem Anteil am Gesamtbestand entsprechenden Volumens (vgl. Tabelle 1) am Transaktionsmarkt partizipiert, resultiert ein jährliches Transaktionsvolumen der hier betrachteten Immobiliensegmente Büro und Verkauf von rund CHF 16.5 Mrd.

Auf der Grundlage der hiervoor hergeleiteten Marktanteile der institutionellen und professionellen Investoren am Bestand fällt diese Investorengruppe damit jährlich Anlageentscheidungen in Wohnimmobilien mit einem approximativen Marktwert von CHF 2.2 Mrd. und nimmt an Transaktionen für Büro- und Verkaufsliegenschaften in Höhe von jährlich rund CHF 8.5 Mrd. teil. Es werden also Preisentscheidungen über ein Gesamtvolumen von jährlich annähernd CHF 11 Mrd. getroffen.

²⁰ vgl. Schalcher et al.; Was kostet das Bauwerk Schweiz in Zukunft und wer bezahlt dafür?; vdf Hochschulverlag; Zürich 2011; S. 79

²¹ vgl. Immobilien- und Hypothekarmarkt – Quo vadis?; KPMG AG, Hochschule Luzern, KloessRealEstate, Fahrländer PartnerAG; KPMG AG, Zürich, 2011, S. 16

²² vgl. Schnorf, Patrick; Immobilienmarktforschung / Teil 2, Präsentation Curem (Freihandtransaktionen ohne Erbgänge, Einschätzungen Wüest & Partner, Stand 2008); 16.04.2010; Folie 9

2.2 Die Preisfestlegung im herkömmlichen Sinn

Dem aus der Kapitalmarkttheorie abgeleiteten traditionellen Ansatz bei der Preisfestlegung obliegt die Annahme, dass zwischen dem einzugehenden Risiko und der erwarteten Rendite ein Zusammenhang besteht. Das bedeutet, dass Investoren in einem ausgeglichenen Markt eine Entschädigung für das eingegangene Risiko in Form einer Risikoprämie erwarten. Diese Risikoprämie errechnet sich in effizienten Märkten²³ aus dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und kann wie folgt dargestellt²⁴ werden:

$$E(r_i) = r_F + \underbrace{\beta_i \times [E(r_M) - r_F]}_{\text{Risiko Prämie}}$$

wobei:

$E(r_i)$: Erwarteter Total Return²⁵ einer Anlage über die zukünftige Periode t

r_F : Rendite einer risikolosen Anlage (z.B. Bundesobligation)

$E(r_M)$: Erwartete Markttrendite

β_i : Statistisches Mass der Sensitivität der Anlage gegenüber dem Gesamtmarkt

Das Beta auf der Grundlage des CAPM kann aufgrund der vorausgesetzten Markteffizienz nur für den indirekten Immobilienmarkt ermittelt werden. Für Immobilien-Direktanlagen in der Schweiz werden daher die Risiken üblicherweise durch einen Opportunitätskostenansatz ermittelt, der sich aus der Summe der in 2.3.1 und 2.3.2 näher betrachteten Komponenten „Allgemeines Liegenschaftsrisiko“ und „Liegenschaftsspezifisches Risiko“ zusammensetzt. Diese bilden die Renditeanforderungen eines Investors an die Assetklasse Immobilie, bzw. den individuellen Anlagegegenstand, im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten am Kapitalmarkt ab.

Vor dem Hintergrund einer in der Regel und im Vergleich zu anderen Assetklassen langen Investitions- und Haltedauer bei direkten Immobilienanlagen spielen neben dem Verhältnis zwischen Rendite und Risiko die Komponenten Liquidität und Zeit eine entscheidende Rolle bei der Preisfestlegung.

²³ vgl. Fama, Eugene F.; Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work; Journal of Finance, Vol. 25, New York, May 1970; S. 383–417

²⁴ vgl. Geltner, David M. & Miller, Norman G. and Clayton, Jim and Eichholtz, Piet; Commercial Real Estate - Analysis & Investments, South-Western, 2007, S. 567

²⁵ Nettorendite + Wertänderung über die Betrachtungsperiode

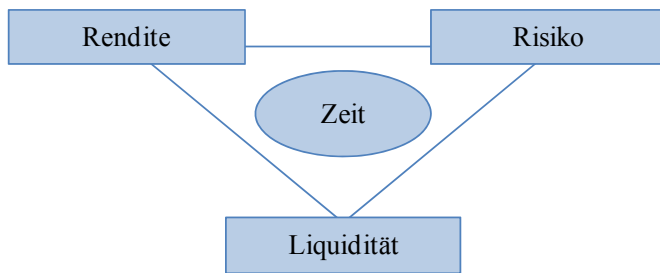


Abb. 3: Magisches Dreieck der Investorenziele²⁶

Bei rationalem Investorenverhalten ist aufgrund des CAPM die Entwicklung von Rendite und Sicherheit (negatives Risiko) gegenläufig. Hingegen bestehen zwischen Liquidität und Sicherheit Synergien. Da sich direkte Immobilienanlagen in der Schweiz durch eine in der Regel mittel- bis langfristige Haltedauer auszeichnen, kommt dem Faktor Zeit eine erhebliche Bedeutung²⁶ zu, da die Prognosesicherheit, das heisst die Vorhersage von Eintrittswahrscheinlichkeiten, über die Zeit abnimmt und dadurch die Unsicherheit bei der Risikoquantifizierung zunimmt.

2.3 Die Quantifizierung des Risikos

Die Risikoquantifizierung und die daraus resultierende Risikoprämie für den Immobilieninvestor schlagen sich im Kalkulationszinssatz nieder, der für Immobilienbewertungen in der Regel durch den erwähnten Opportunitätskostenansatz ermittelt wird und aus Investorensicht auch über die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten hergeleitet werden kann.

2.3.1 Allgemeines Liegenschaftsrisiko

Ausgangspunkt bei der Ermittlung der Opportunitätskosten bildet der Zinssatz für sichere und als „risikolos“ bezeichnete, langfristige Alternativenanlagen (in der Schweiz sind das in der Regel die 10-jährige oder die 20-jährige Bundesobligation). Auf diesen risikolosen Zinssatz erfolgt ein Risikozuschlag für die Assetklasse Immobilie. Ein solcher, als „Allgemeines Liegenschaftsrisiko“ bezeichneter, Marktrisikozuschlag für Immobilienanlagen ist aus verschiedenen Gründen gerechtfertigt:

²⁶ Quelle: Wellner, K.: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems - Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios -, Reihe "Immobilienmanagement" (Band 3), Diss. Univ. Leipzig, Norderstedt: Books on Demand, 2003, S.4

- Beschränkte Markttransparenz, insbesondere in Bezug auf Renditen
- Nur teildiversifizierbares Risiko
- Begrenzte Fungibilität der Anlageklasse, keine effizientes Marktpricing
- Zyklizität
- Risiken auf Nettoerträgen
- Managementrisiken
- „Timelags“ für Transaktionen und dadurch späterer Rückfluss von Cash Flows

Die nachstehende Grafik zeigt schematisch, wo sich die Immobilienanlage in Bezug auf das Verhältnis zwischen dem ihr zugeschriebenen Risiko und der daraus resultierenden Renditeerwartung eines Investors im Anlageuniversum positioniert. Auf eine Detaillierung in die verfügbaren immobilienpezifischen Anlagemöglichkeiten wurde verzichtet.

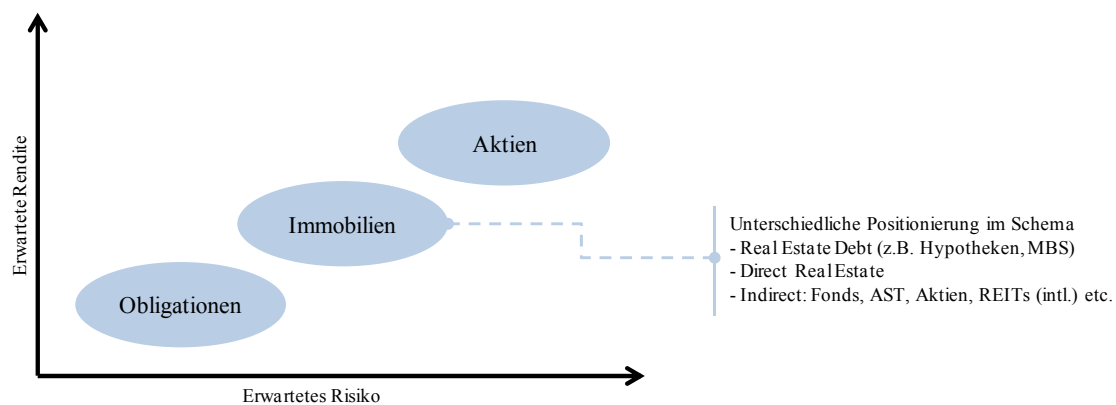


Abb. 4: Die Lage der Immobilie im Anlageuniversum²⁷ in Bezug auf das Risiko/Renditeverhältnis

In der Praxis zeigt sich, dass der Zuschlag für das allgemeine immobilienpezifische Risiko zwar rational hergeleitet werden kann. Es besteht jedoch, über den Gesamtmarkt betrachtet, kein Standardisierungskonsens über diese Herleitung.

Im Grundsatz entspricht der Marktrisikozuschlag der Differenz zwischen dem nicht weiter diversifizierbaren Immobilienmarktrisiko und dem risikofreien Zinssatz. Das heisst, dass die zusätzlich aus Immobilieninvestitionen erwartete Rendite die Risiken abzudecken hat, die weder überwältigt, noch gemindert oder vermieden werden können und daher selbst zu tragen sind²⁸. In einem informationseffizienten Markt kann diese

²⁷ Grafik in Anlehnung an Pfister, Stefan; Ausbildungsordner Mitarbeiter KPMG, Real Estate; Zürich

²⁸ vgl. Wellner, Kristin; Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems - Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios; Books on Demand GmbH; Leipzig; 2003; S. 28

Marktrisikoprämie über das CAPM hergeleitet werden. Der Immobilienmarkt zeichnet sich allerdings durch eine vergleichsweise hohe Intransparenz aus und Immobilien sind keine homogenen Güter, weshalb die Herangehensweise an die Ermittlung des Marktrisikozuschlags zwischen den Akteuren, d.h. Investoren oder Bewertern, variiert. Ein Konsens besteht darin, dass das Verhältnis zwischen dem Allgemeinen Liegenschaftsrisiko und dem risikofreien Zinssatz variabel ist und diese Variabilität aus dem jeweiligen Zustand des Immobilienmarktes und aus Änderungen im risikolosen Zinssatz resultiert. Bei Marktakteuren, denen eine gewisse Signifikanz zugesprochen wird, ist davon auszugehen, dass diese bei der Ermittlung des Marktrisikozuschlages Rationalität reflektierende Modelle anwenden. Ob die jeweils gewählte Ermittlungsmethodik „richtig“ oder „weniger richtig“ ist, lässt sich objektiv-rational nicht feststellen. Vielmehr sind solche Modelle vor dem Hintergrund eines „Best Practice“-Ansatzes zu beurteilen, der durch Marktakzeptanz bestätigt wird. Die Palette der Ermittlung eines Marktrisikozuschlages erstreckt sich dabei von hedonischen Modellen mit Herleitungen aus Datenmengen von Freihandtransaktionen zu Dividend-Payout-Ratios gelisteter (indirekter) Immobilieninvestitionsgefäße und risikoadjustierten Transaktionsdaten aus dem direkten Anlagemarkt. Jedes dieser Ermittlungsmodelle ist dabei – insbesondere aufgrund des Fehlens effizienter Kapitalmarktkomponenten – als Annäherung in zum Teil iterativen Prozessen zu verstehen und trifft auf mehr oder weniger, von subjektiven Komponenten beeinflusste, Zustimmung der verschiedenen Marktteilnehmer. Unabhängig vom Sophistizierungsgrad der angewandten Modelle zur Ermittlung des allgemeinen Liegenschaftsrisikos scheinen sich die Marktteilnehmer darin einig zu sein, dass der Zuschlag für das Marktrisiko derzeit nominal zwischen 1.5% und 2.5%²⁹ liegt. Demnach müsste ein breit diversifiziertes Immobilienportefeuille, nach Berücksichtigung der Marktrisiken und unter der Voraussetzung, dass der aktuelle (Juli 2011) risikofreie Zinssatz (als Spotzinssatz) zugrunde gelegt wird, zurzeit eine Rendite von rund 3.1% bis 4.1% generieren, um eine valable Alternative zu anderen Kapitalanlagen darzustellen.

²⁹ Interview mit Ulrich Prien, Partner KPMG, Verantwortlicher Real Estate Valuations, vom 16.06.2011 & Schlussbericht KTI-Projekt (750.2. ESPP-ES); Institut für Verwaltungsmanagement und Institut für Banking & Finance; Zürcher Hochschule Winterthur; Mai 2007; S. 56 & Einsicht vom 20.06.2011 in Bewertungsgrundsätze eines anerkannten Bewertungsinstitutes für einen Schweizerischen Immobilienfonds; nicht zur Veröffentlichung freigegeben & Zaborowsky, Christoph; Der „wahre“ Immobilienwert; immobilia Nr. 6; SVIT Schweiz; Juni 2011; S. 20-21 & Auswertungsergebnisse der durchgeführten Umfrage.

2.3.2 Liegenschaftsspezifisches Risiko

Der Bestimmung des liegenschaftsspezifischen Risikos, als Komponente des Diskontierungssatzes für Immobilien-Direktanlagen, kommt aufgrund der Multiplikatoreffekte eine grosse Bedeutung zu.

Zins für langfristige Anlagen	Marktrisiko
+ Allgemeines Liegenschaftsrisiko	
+ Liegenschaftsspezifisches Risiko	Liegenschaftsspezifische Risikokomponenten
- Makrolage	
- Mikrolage	
- Spezifische Nutzung	
- Attraktivität der Liegenschaft	
- Projektentwicklung / Sanierung	
- Sonderzuschläge, z.B.	
- Miteigentum/StWE	
- Denkmalschutz	

Abb. 5: Schema zur Bestimmung des Diskontierungssatzes für die Bewertung von Immobilienanlagen nach der DCF Methode

Aus Abb. 5 wird ersichtlich, dass aufgrund der Heterogenität von Immobilien, Lagen und Potenzialbetrachtungen eine objektive Standardisierung der einzelnen Risikokomponenten nicht möglich ist und dass die Zu- oder Abschläge der, durch so genannte Ratings teilobjektivierte, subjektiven Beurteilung der Bewerter und der Investoren unterliegen und als Näherungswerte zu verstehen sind, die aufgrund exogener Einflüsse einer Elastizität über Zeit unterworfen sein können.

2.3.3 Die Bewertungsmethoden

Zur Plausibilisierung des Transaktionspreises wird in der Regel³⁰ eine Bewertung vorgenommen. Dabei ist festzuhalten, dass der Wert einer Immobilie eine Prognose des bei einer Transaktion erzielbaren Preises darstellt, wogegen der Preis der tatsächlich für die Liegenschaft erzielte Erlös ist³¹.

Die sich für die Immobilienbewertung von Anlageliegenschaften am ehesten eignenden Bewertungsmethoden werden wie folgt kurz dargestellt:

³⁰ Die im Zusammenhang mit dieser Arbeit durchgeführte Umfrage bei Investoren hat ergeben, dass in nahezu allen Erwerbsfällen eine Bewertung vorgenommen wird.

³¹ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 27

Methode	Vorgehensweise	Hinweise
Barwertmethode	Dynamische Wertermittlung aufgrund der Barwerte von über bestimmte Zeiträume anfallenden Nettoerträgen.	Besondere Eignung für zeitlich limitierte, bekannte oder einschätzbare, variable (Netto-)Erträge.
Discounted Cash Flow Methode	Dynamische Wertermittlung aufgrund der diskontierten zukünftigen Geldströme. Detailbetrachtung von Zeitperioden in der Regel über 10 Jahre, vereinzelt über 20 Jahre.	Differenzierte Betrachtung von Erträgen, Kosten und Investitionen in der Detailbetrachtungsperiode. Einschätzungen des Bewerter haben hohe Wertrelevanz. Interpretation setzt Kenntnis der Werttreiber des angewendeten Modells voraus.
Hedonische Methode	Empirische Wertermittlung über eine multiple Regressionsanalyse anhand von Lage- und Objekteigenschaften.	Setzt eine ausreichende Anzahl Handänderungen mit bekannten Objekteigenschaften voraus.
Vergleichswertmethode	Einsatz vorwiegend für Bauland und StWE. Wertermittlung mittels Zu- und Abschlägen auf Transaktionspreise von Referenzobjekten.	Vergleichbarkeit von Objekten ist Voraussetzung. Marktintransparenz ³² beschränkt Anwendungsmöglichkeit bei Anlageobjekten.
Etragskapitalisierung	Statische Ermittlung des Wertes durch Kapitalisierung von Brutto- oder Nettoerträgen.	Ungeeignet in Fällen von über Zeit divergierenden Erträgen. Bruttokapitalisierung erfasst Aufwände unscharf.
Residualwertmethode	Einsatz bei Projekten oder der Wertermittlung von Bauland durch Rückwärtsrechnung von Ertragswert abzüglich Investitionen.	Vorwiegend im Einsatz für Landwertermittlungen und Projektentwicklungen.
Realloptionsmodell	Einsatz bei Bauprojekten. Erfasst verschiedene Entscheidungsvarianten unter sich ändernden Einflüssen. In der Regel werden die Barwerte der Cash Flows aus verschiedenen Szenarien gewichtet abgebildet.	Komplexes Modell mit hohen Anforderungen an den Bewerter und den Investor.

Tab. 5: Bewertungsmethoden bei Anlageimmobilien

³² vgl. Global Real Estate Transparency Index 2010; Jones Lang LaSalle; S. 5

Die Lageklassenmethode, als Schweizerische Besonderheit, wird als Alternative zur Vergleichswertmethode nach wie vor bei Bewertungen angewandt, spielt jedoch mit einem Anteil von rund 5% an allen Bewertungsmethoden bei den befragten Investoren und Bewertern eine untergeordnete Rolle. Da sich Anlageimmobilien durch Erträge auszeichnen, kommt für dieses Segment die Realwertmethode nur in Ausnahmefällen und als Bestandteil einer Bewertung zum Einsatz, vereint aber gemäss Umfrage immerhin einen Anteil von rund 5% aller Bewertungen auf sich. In gewissen Fällen kann der Nutzungswert (Value in Use)³³ zur Plausibilisierung eines Preises dienen. Der Nutzungswert wird ermittelt, indem die zukünftigen Cashflows einer spezifischen Nutzung mit dem Wert am Ende dieser Nutzung addiert und diskontiert werden.

Institutionelle und professionelle Anleger können sich zuweilen auch der Ermittlung des Investment Value, des subjektiven Wertes aus Investorensicht³⁴, zur Plausibilisierung ihrer Zahlungsbereitschaft für eine Investition bedienen. Dabei werden die zu berücksichtigenden Risikozuschläge durch den Investor individualisiert und auch Finanzierungsüberlegungen in die Wertermittlung mit einbezogen. Durch eine weitere Subjektivierung der wertbeeinflussenden Faktoren kann ein Liebhaberwert³⁵ modelliert werden. Dadurch kann ein Investor eine Liegenschaft individuell höher bewerten als die Mehrheit der Marktteilnehmer.

Für jede zu treffende Entscheidung gibt es mindestens eine Handlungsalternative, bzw. Option. Eine Option stellt für einen Investor eine Wahl und die Möglichkeit, aber nicht eine Pflicht, dar, eine bestimmte Handlung auszuüben. Integriert ein Anleger in seine Investitionsentscheidungen den Optionsgedanken, eröffnet ihm dies die Möglichkeit, Risiken dynamisch zu berücksichtigen und den Entscheidungsprozess auf der Zeitachse zu flexibilisieren. Die auf Myers & Turnbull³⁶ zurückgehende Optionsbetrachtung, bekannt unter dem Begriff Realoption, kann im Vergleich zur Kapitalwertmethode die einzugehenden Risiken und Chancen besser beurteilen und berücksichtigen, was insbesondere bei den in der Regel kapitalintensiven Immobilieninvestitionen eine erwünschte Risikoreduktion nach sich zieht. Während nach der Kapitalwertmethode eine Investition dann getätigt wird, wenn Sie einen positiven Net Present Value (NPV) ausweist, kön-

³³ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 29

³⁴ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 32

³⁵ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 32

³⁶ vgl. Myers, Stuart C. & Turnbull, Stuart M.; Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News; The Journal of Finance, Vol 32, No. 2, May 1977; S. 321-333

nen mit der Optionspreismethode zusätzlich exogene Faktoren, wie der Wettbewerb oder der optimale Investitionszeitpunkt, bestimmt werden. Zudem kann der Irreversibilität einer Investition Rechnung getragen werden.

2.3.4 Finanzierungsrisiko

Aus der Sicht des Investors sind zusätzlich zum Marktrisiko und den liegenschaftsspezifischen Risiken die sich aus der Finanzierung der Investition ergebenden Risiken zu berücksichtigen. Das Risikomass ergibt sich aus dem Handlungsspielraum einer Finanzierungsinstitution: „Der Handlungsspielraum einer Finanzierungsinstitution umschreibt das Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der von den Prinzipalen an die Agenten zur Erfüllung der Aufgaben überlassenen finanziellen Mittel“³⁷.

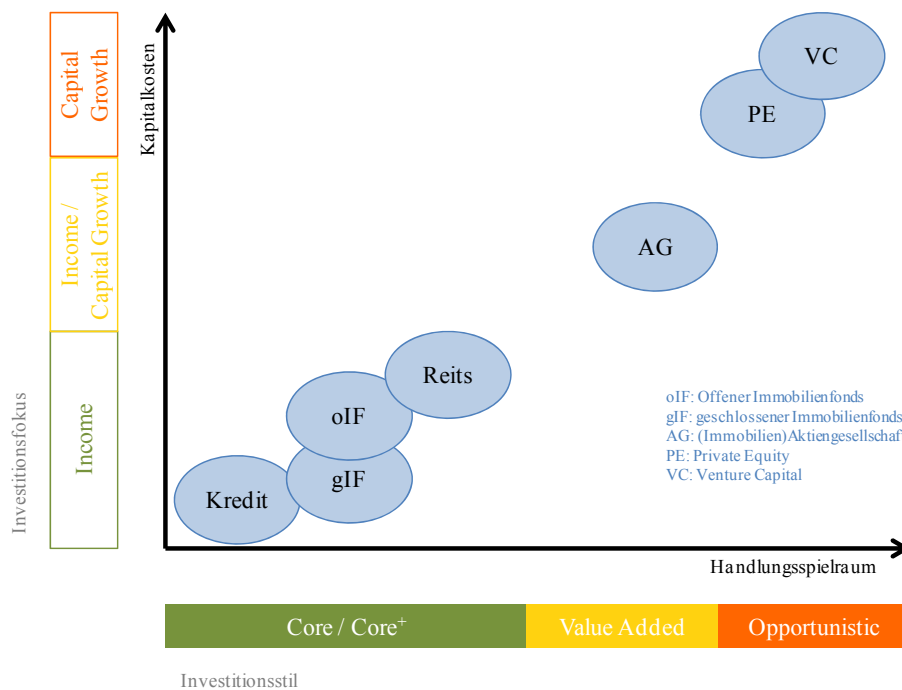


Abb. 6: Handlungsspielräume, Kapitalkosten und Investitionsstile³⁸

Daraus folgt, dass Prinzipale bei Gewährung eines grösseren Handlungsspielraumes ein höheres Risiko eingehen und Investoren mit steigendem Handlungsspielraum bei ihren Investitionen höhere Opportunitätskosten zu berücksichtigen haben. Dies wirkt sich auf

³⁷ Sotelo, Ramon; Anmerkungen zur Finanzkrise aus immobilienökonomischer Sicht; GuT Gewerbemiete und Teileigentum; Prewes Verlag Pressedienste Medien und Kultur GmbH; Bonn, Vol. 53; Februar/März 2010; S. 82-92

³⁸ in Anlehnung an Sotelo in „Ökonomie der Anlageprodukte“, Präsentation Curem; 11.03.2011 ; S. 21

den Investitionsstil eines Investors aus und sollte dadurch Auswirkungen auf dessen Zahlungsbereitschaft für die individuellen Immobiliensegmente zeigen.

Die Finanzierung wird in der Ermittlung des Fair Value *nicht* berücksichtigt³⁹. Die Risiken und Chancen, die sich aus einer Finanzierungsstruktur ergeben, werden daher mittels einer Immobilienbewertung im herkömmlichen Sinn⁴⁰ nicht abgebildet und müssen durch den Investor in einer separaten Betrachtung plausibilisiert werden. Gemäss dem dritten Theorem von Modigliani und Miller⁴¹ ist die Art der Finanzierung irrelevant bei der Entscheidung darüber, ob eine Investition lohnend ist. Dieses Modell geht allerdings explizit von einem vollkommenen Kapitalmarkt und dem Nichtvorhandensein von asymmetrischen Informationen aus und blendet die steuerliche Betrachtung aus, weshalb es für direkte Immobilieninvestitionen praxisfremd ist.

Ein Investor, der für eine Akquisition Fremdkapital (Debt) einsetzt, wird dies bei der Wertermittlung für seinen Anlageentscheid berücksichtigen. Dabei kommen die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, WACC) zur Ermittlung des adäquaten Diskontsatzes zur Anwendung. Das heute bekannte Konzept des WACC geht zurück auf Miles-Ezzell (Miles-Ezzell Cost of Capital, MECC⁴²) und stellt sich wie folgt dar:

$$r_{\text{MECC}} = \frac{S}{S+B} \cdot r_S + \frac{B}{S+B} \cdot r_B \cdot (1-T)$$

r_{MECC} : Die heute gemeinhin als WACC bezeichneten durchschnittlichen Kapitalkosten nach Miles-Ezzell

- S: Marktwert des Eigenkapitals
- B: Marktwert des Fremdkapitals
- r_S : Eigenkapitalkosten
- r_B : Fremdkapitalkosten
- T: Ertragssteuersatz

³⁹ vgl. IAS 40, Abs. 36; IFRS Foundation; A1015 und Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 13

⁴⁰ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 28

⁴¹ vgl. Modigliani Franco und Miller Merton H., The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment; The American Economic Review, Vol. 48, No. 3; June 1958; Seite 292, Abs. 1

⁴² Miles James A. & Ezzell John R.; The Weighted Average cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification; The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, No. 3; Sept. 1980; S. 719-730

Grafisch lässt sich die Herleitung des WACC über die beeinflussenden Komponenten wie folgt darstellen:

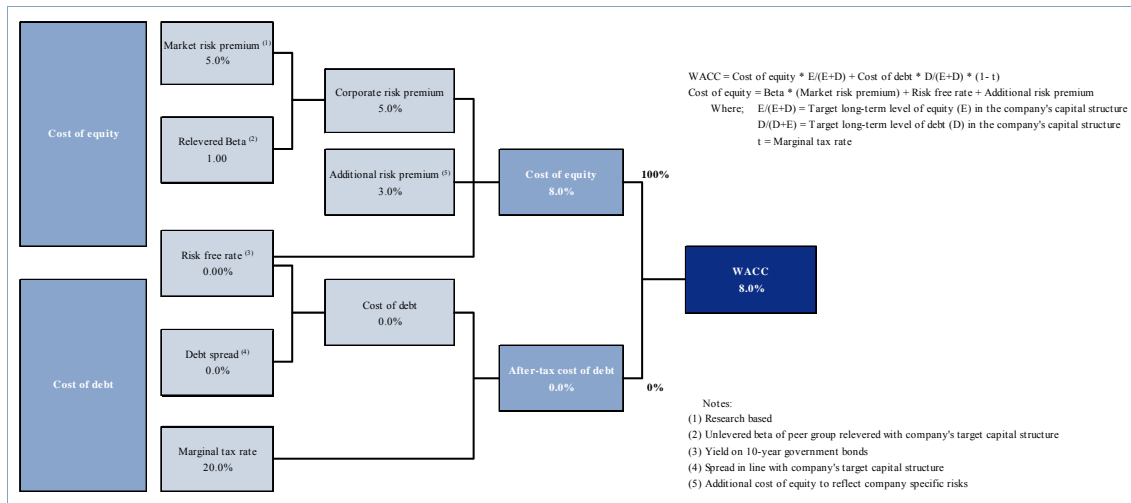


Abb. 7: Schema zur Bestimmung des WACC⁴³

Die unterschiedlichen Komponenten des Opportunitätskostenansatzes und des WACC bei der Ermittlung des Diskontierungssatzes als Haupttreiber in der DCF-Methode liefern, bei entsprechender Anwendung, eine theoretische Erklärung für einen möglichen Unterschied zwischen Preis und Wert.

Das Finanzierungsrisiko, dessen Einfluss von den Marktteilnehmern generell als niedrig eingestuft wird⁴⁴, kann auf Portfolio- oder Unternehmensebene, bzw. Investimentebene, positiv beeinflusst werden. Auf die diesbezüglichen Wirkungsmechanismen wird in dieser Arbeit nicht näher eingegangen.

2.3.5 Diversifikationschancen

Während das allgemeine Liegenschaftsrisiko nicht beeinflussbar ist, kann beim liegenschaftsspezifischen Risiko über die Zeit durch geeignete Massnahmen in gewissem Umfang eine Reduktion erzielt werden. Gleichwohl kann die Volatilität eines Portfolios beeinflusst werden. Dies geschieht in erster Linie durch Diversifikation. Dabei gilt nach Markowitz' Portfolioselektionstheorie⁴⁵, dass das Risiko (die Volatilität) eines Portfoli-

⁴³ Quelle: KPMG Corporate Finance, Zurich (indikativ)

⁴⁴ vgl. Petitjean, Marc; Analyse unterschiedlicher Risikofaktoren und deren Einfluss auf die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften; Immobilienwirtschaft aktuell; vdf Hochschulverlag AG an der ETH Zürich, 2011; S.11

⁴⁵ Markowitz, Harry; Portfolio Selection; The Journal of Finance, Vol. VII, No. 1; March 1952; S. 77-91

os im Wesentlichen von den Kovarianzen der Einzelrenditen abhängt. Für eine Fremdfinanzierung gelten im Falle eines effizienten Portfolios die günstigsten Parameter, und ein rationaler Anleger wird dahin tendieren, ein optimales Portfolio unter Anwendung der Sharpe Ratio⁴⁶ aufzubauen. Die Sharpe Ratio errechnet sich aus der Differenz zwischen erwarteter Rendite und risikofreiem Zinssatz geteilt durch die Portfoliostandardabweichung, wobei das Sharpe-Ratio-Maximum dem Tangentialpunkt von Kapitalmarktlinie und Effizienzlinie bei Anwendung des CAPM entspricht. Dieser Diversifikationstrend setzt auf Anlegerseite eine breite Streuung der Assets (Anlagen) voraus, der bei direkten Immobilienanlagen in der Schweiz eine begrenzte Anzahl verfügbarer Objekte, nationale Grenzen und eine begrenzte Fungibilität entgegenstehen. Gleichwohl werden die Diversifikationsmöglichkeiten durch eine Vielzahl in sich abgeschlossene Immobilienteilmärkte gefördert⁴⁷. Die positiven Effekte auf das unsystematische Risiko, bzw. die höheren Sicherheiten, die ein Anleger durch Diversifikation erzielen kann, sollten sich auf seine Elastizität bei der Preisfestlegung auswirken. Dies setzt voraus, dass Preisentscheide nicht ausschliesslich aufgrund der auf Asset-Management Ebene verfügbaren Informationen gefällt werden, sondern dass eine Informationsauswertung auf Portfolioebene vorgenommen wird. Da das Financial Engineering in der Regel auf Investment Management-Ebene angesiedelt ist, sollten im Optimalfall die Informationen aller drei genannten Real Estate Investment Ebenen unter Auswertung der Diversifikationseffekte für einen Preisentscheid zusammengeführt werden⁴⁸.

2.4 Aspekte der Verhaltensökonomik

Weil Investitions- und Preisentscheidungen bei Immobilienanlagen durch Menschen getroffen werden, ist davon auszugehen, dass diese Entscheidungen psychologischen Einflüssen unterliegen. Die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführte Erhebung prüft, ob die Preisfindung bei Immobilienanlageentscheiden solchen psychologischen Einflüssen unterliegt. Die nachfolgenden Tabellen erklären einige bekannte Phänomene aus der

⁴⁶ Sharpe, William F.; The Sharpe Ratio; Journal of Portfolio Management, 21; Fall 1994; S. 49-58

⁴⁷ vgl. Wellner, Kristin; Präsentation Immobilien Investment Management; Universität Zürich, Currem; 14. Februar 2011; S. 46

⁴⁸ Einschränkung ist festzuhalten, dass die Volatilität von Einzelanlagen kaum messbar ist.

Verhaltensökonomik. Für den Zweck der Klarheit wurden die Begrifflichkeiten in ihrer Ursprungssprache Englisch belassen⁴⁹.

Die Verzerrung in der Wahrnehmung als Entscheidungsgrundlage und die daraus resultierende Neigung zum Fehler nennt man „Bias“:

Bias	Beschreibung
Excessive Optimism	Überschätzung der Häufigkeit, bei der positive Resultate erzielt werden, und Unterschätzung der Häufigkeit der negativen Resultate
Overconfidence	Menschen schätzen sich überdurchschnittlich ein und machen mehr Fehler als sie selbst erwarten
Confirmation Bias	Der Hang, Informationen, welche die eigenen Ansichten unterstützen, mehr Gewicht beizumessen als Informationen, welche diese Ansichten widerlegen
Illusion of Control	Die Überschätzung des Ausmasses der Beeinflussbarkeit von Ereignissen
Status quo Bias	Die Tendenz, höhere Risiken einzugehen, um einen Status zu erhalten als eine Situation zu ändern
Hindsight Bias	Die Überschätzung des Übereinstimmungsgrades der Beurteilung eines Ereignisses vor und nach dem Ereigniseintritt

Tab. 6: Biases

Als „Heuristik“ wird das Verfahren bezeichnet, mit welchem bei beschränktem Wissen (beschränkter Information) Probleme gelöst oder Entscheidungen gefällt werden.

Heuristics	Beschreibung
Representativeness	Die Eigenschaft, Dinge danach zu beurteilen, wie repräsentativ sie für eine bestimmte Gruppe sind, der sie angehören
Availability	Die Überbewertung von leicht verfügbarer und intuitiver Information gegenüber weniger augenscheinlicher und abstrakterer Information
Anchoring and Adjustment	Eine Einschätzung, ausgehend von einem Referenzpunkt, die durch das Erlangen neuer Informationen angepasst wird, wobei die Anpassung unzureichend ist, was dazu führt, dass sich die Einschätzung tendenziell zu stark nach dem Referenzpunkt ausrichtet
Affect	Eine Entscheidung, die vorwiegend auf Intuition, Instinkt und Bauchgefühl beruht

Tab. 7: Heuristiken

⁴⁹ vgl. Shefrin, Hersh; Behavioral Corporate Finance - Decisions that Create Value; McGraw-Hill/Irwin; New York; 2007

Der Umstand oder die Darstellung einer Entscheidungssituation beeinflussen die zu treffende Entscheidung. Dieses Phänomen wird „Framing“ (Einbettungseffekt) genannt. Die Aspekte des Framing gehen zurück auf die durch Kahneman und Tversky entwickelte Prospect Theory⁵⁰, welche die Entscheidungsfindung in Situationen der Unsicherheit beschreibt.

Framing Effects	Beschreibung
Loss Aversion	Menschen sind grundsätzlich risikoavers und empfinden einen Verlust intensiver als einen Gewinn gleichen Ausmasses
Narrow framing	Ein übermässig konservatives, risikoaverses Verhalten als Resultat eines wiederholt auftretenden Risikos
Aversion to a sure loss	Der Drang, durch Übernahme eines offensichtlich unbilligen Risikos einen sicheren Verlust zu vermeiden

Tab. 8: Framing Effekte

Darüber hinaus gibt es weitere verhaltenspsychologische Effekte, welche die Investitionsentscheidung, bzw. die Preisfestlegung, eines Anlegers beeinflussen können. Weitere, für die vorliegende Arbeit relevante, Ursachen irrationalen Verhaltens bei Entscheidungen sind zum Beispiel:

⁵⁰ Kahneman, Daniel & Tversky Amos; Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk; The Econometric Society; *Econometrica*, Vol. 47, No. 2; March 1979; S. 263-291

Effect	Beschreibung
Preference Reversal ⁵¹	Zwischen einer grossen Chance auf kleinen Gewinn und einer kleinen Chance auf grossen Gewinn wählen Individuen risikoavers, wogegen für die riskantere Option eine höhere Zahlungsbereitschaft besteht (Willingness to pay, WTP).
Base Rate Fallacy ⁵²	Die Ausgangsinformation wird beim Eintreffen neuer Information intuitiv untergewichtet. Dies steht im Gegensatz zur formal korrekten Anwendung des Bayes Theorems ⁵³ .
Gambler's Fallacy ⁵⁴	Die Tendenz, die Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Vorkommnisses überzubewerten, weil das Vorkommnis jüngst nicht in der Häufigkeit aufgetreten ist, die aufgrund der Wahrscheinlichkeit zu erwarten wäre.
Endowment Effect ⁵⁵	Die Wertschätzung eines Objektes durch ein Individuum ist davon abhängig, ob das Individuum das Objekt besitzt oder nicht. Aufgrund des Besitzumseffektes liegt die minimale Verkaufspreisvorstellung über dem maximalen Preis, den ein Verkäufer selbst für das Objekt zu bezahlen bereit ist.
Mental accounting ⁵⁶	Beschreibt die mentale Separierung von Informationen in überschaubare Einzelteile durch Bildung „mentaler Konten“ unter Ignorierung von Wechselwirkungen der so gesplitteten Positionen.

Tab. 9: Weitere Ursachen irrationalen Verhaltens bei Entscheidungen

Der Vollständigkeit halber ist an dieser Stelle auch die durch Fisher⁵⁷ beschriebene „Money Illusion“ erwähnt, die ebenfalls der Verhaltensökonomie zuzuordnen ist und das menschliche Unvermögen beschreibt, monetäre Werte real anstatt nominal zu betrachten. Es darf angenommen werden, dass das betrachtete Anlegersegment aufgrund seines Renditestrebens die diesbezüglichen Effekte in seine Preisfestlegung einberechnet.

⁵¹ Tversky Amos & Thaler Richard H.; Anomalies: Preference Reversals; American Economic Association; Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2; Spring 1990; S. 201-211

⁵² vgl. u.a. Bar-Hillel, Maya; The Base-Rate Fallacy in Probability Judgments, Acta Psychologica 44; North-Holland Publishing Company; 1980; S. 211-233

⁵³ vgl. Bayes Thomas; Essay towards solving a problem in the doctrine of chances; Philosophical Transactions; The Royal Society of London, Vol. 53; 1763; S. 370-418

⁵⁴ z.B. Jarvik, M. E. ; Probability learning and negative recency effect in the serial anticipation of alternative symbols; Journal of Experimental Psychology, 41; April 1951; S. 291-297

⁵⁵ Kahneman, Daniel; Knetsch, Jack L., Thaler, Richard H.; Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias; Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 1; Winter 1991; S. 193-206

⁵⁶ Thaler, Richard H.; Mental Accounting Matters; Journal of Behavioral Decision Making, 12; John Wiley & Sons Ltd; 1999; S. 183-206

⁵⁷ Fisher, Irving; The Money Illusion; Adelphi Company; New York; 1928

2.5 Informationsverfügbarkeit und Agency Konflikte

Die Agency Theory postuliert, dass Personen, weil sie letztendlich im Eigeninteresse handeln, in mindestens einem Bereich Interessenskonflikte haben werden, sobald sie sich in eine kooperative Handlung begeben⁵⁸.

In der Mehrheit der Transaktionen von Anlageimmobilien besteht das Potenzial, dass entweder asymmetrische Informationen oder Agency Konflikte oder beide preisbeeinflussenden Elemente eine Rolle spielen. Aufgrund der bereits erwähnten beschränkten Fungibilität und Markttransparenz kann Preiseffizienz⁵⁹ bei Immobilientransaktionen nicht vorausgesetzt werden, was ursächlich unter anderem auch auf die unterschiedliche Bewirtschaftungsqualität, bzw. die auf die Langfristigkeit der Assets zurückzuführende Lückenhaftigkeit in der Informationsarchivierung, zurückzuführen ist. Ein asymmetrischer Informationsstand zwischen dem Verkäufer und dem Käufer einer Immobilie kann unbewusst oder, aufgrund der diametralen Interessenslage der Transaktionsbeteiligten, bewusst vorliegen. Dies akzentuiert sich zum Beispiel in den Fällen, in denen auf Verkäuferseite und auf Interessentenseite je zwei Bewertungen vorliegen, die unterschiedliche Werte für die gleiche Immobilie bei offensichtlich identischen Bewertungsgrundlagen ausweisen.

Bei der Preisbildung für einen Investitionsentscheid sieht sich ein professioneller oder institutioneller Investor, in Abhängigkeit von seiner Struktur, sowohl intern als auch extern mit Agency Konflikten konfrontiert:

Interne Konflikte können dadurch entstehen, dass Akquisiteure oder Portfoliomanager einerseits Zielvorgaben zu erfüllen haben und andererseits Zielerreichungsgrade Bestandteil von Kompensationsplänen sein können.

Externe Agency Konflikte können mit Dienstleistern im Bereich der Bewirtschaftung oder der Bewertung preisbeeinflussende Faktoren darstellen. Sind zum Beispiel die Bewirtschafter für die technische Due Diligence in einer Akquisition zuständig, kann die Aussicht auf eine Ergänzung im Bewirtschaftungsportfolio die Beurteilung beeinflussen; dies kann auch für den Fall einer investoreneigenen Bewirtschaftungseinheit mit

⁵⁸ Jensen, Michael C.; SELF-INTEREST, ALTRUISM, INCENTIVES & AGENCY THEORY; Journal of Applied Corporate Finance, Vol. VII, no. 2; Harvard University Press (Summer 1994); S. 12-13

⁵⁹ Effiziente Preise reflektieren zu jeder Zeit sämtliche verfügbaren Informationen, die zur Bewertung eines Assets notwendig sind.

Performancekomponenten als Kompensationsbestandteil gelten. Insbesondere die Bewerter von Anlegern, die aufgrund ihrer Rechnungslegungsvorschriften eine wiederkehrende Ermittlung des Marktwertes⁶⁰ vornehmen, haben Vorkehrungen zur Vermeidung von Agency Konflikten zu treffen. Aus statuarischen Gründen werden diese Bewerter auch bei der Evaluation von Immobilienankäufen eingesetzt, bei welchen durch eine sogenannte „Akquisitionsbewertung“ der beabsichtigte Ankaufspreis zu plausibilisieren ist. Dabei sehen sich die Bewerter in kompetitiven Bieterprozessen mit den vorgenannten Aspekten der Preisbildung konfrontiert und haben aufgrund ihres analytischen Auftrages die Aufgabe, die psychologischen Aspekte bei der Preisbildung auszublenden. Darüber hinaus verfügen die Bewerter in der Regel nicht über die Informationen bezüglich der Diversifikations- oder Finanzierungsaspekte ihrer Auftraggeber, wobei diese Informationen gemäss geltenden Bewertungsstandards in eine Objektbewertung nicht zu integrieren sind. Als zusätzliches Element werden institutionelle Investoren bei der Preisfestlegung ihre reglementarischen Transaktionsgebühren berücksichtigen, die ebenfalls nicht Bestandteil einer Bewertung sind. Dies stellt einen weiteren Zielkonflikt zwischen dem Anleger und dem Bewerter dar, da dieser vor der Herausforderung steht, dass er seine für die Akquisition erstellte Bewertung nach dem erfolgten Kauf der Liegenschaft bei der wiederkehrenden Marktwertschätzung unter Berücksichtigung allenfalls eintretender Änderungen der Grundlagen zu bestätigen hat.

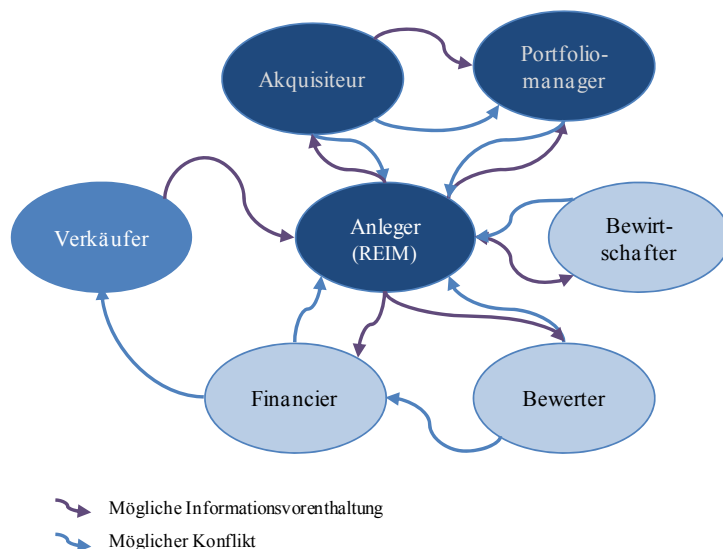


Abb. 8: Principal – Agent Beziehungen, mögliche Informationsasymmetrien und Agency-Konflikte

⁶⁰ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; S. 27-28

Die dargestellten Agency Konflikte können sich sowohl positiv als auch negativ auf die Preisbildung bei der Investition in Immobilien auswirken. Gewisse Anleger beugen potentiellen Konfliktsituationen unter anderem dadurch vor, dass sie bei der Prüfung von Ankäufen mehr als einen unabhängigen Bewerter im Rahmen einer 2nd Opinion Bewertung beauftragen.

Die Preisbildung beim Erwerb direkter Immobilienanlagen findet oft in einem iterativen Prozess statt, in welchen - je nach zum Kauf beabsichtigtem Objekt und Struktur, bzw. Art des Investors - verschiedene Stakeholder involviert sind, zum Beispiel: Akquisiteur, Asset Manager, Portfolio Manager, Real Estate Investment Management und Bewerter. Die Meinungs- und damit die Preisbildung können innerhalb dieser Gruppe durch das Phänomen des Groupthink⁶¹ beeinflusst werden. Groupthink wird durch die Kombination folgender Beziehungen innerhalb der Gruppe speziell gefördert⁶²:

- Es herrscht Kameradschaft und Kulanz
- Die Gruppe verfügt über einen starken, eigenwilligen Anführer
- Die Gruppe arbeitet unter Stress
- Die Gruppenmitglieder haben einen starken Drang zur Sozialkonformität
- Es ist kein expliziter Entscheidungsprozess vorgegeben

Groupthink resultiert darin, dass der Antrieb, innerhalb der Gruppe einen Konsens zu erzielen, die realistische Einschätzung von Handlungsoptionen überwiegt.

⁶¹ Janis, Irving L.; Victims of Groupthink: A Psychological Study of Foreign-Policy Decisions and Fiascoes Houghton Mifflin; Boston; 1972

⁶² vgl. Shefrin, Hersh; Behavioral Corporate Finance - Decisions that Create Value; McGraw-Hill/Irwin; New York; 2007, S. 146

3 Praxisrelevante Entscheidungskriterien und deren Einfluss auf die Preisbildung

Für die Gewinnung von Informationen zur betrachteten Thematik wurde eine Online-Umfrage bei institutionellen und professionellen Investoren sowie bei Bewertern durchgeführt. Der Fragebogen für Investoren umfasste 72 Einzelfragen, den Bewertern wurden 45 Fragen unterbreitet. Sämtliche zwischen dem 05.06.2011 und dem 12.07.2011 eingegangenen Teilnehmerantworten wurden analysiert.

Befragte Teilnehmer	Anzahl	Vollständig ausgefüllte Fragebögen	Beantwortungsgrad (Anz. Antworten ÷ Anzahl Fragen)
Investoren	164	82.3%	90.7%
Bewerter	117	63.6%	81.3%
	271		

Tab. 10: Teilnehmerstatistik Onlineumfrage⁶³

Der Fragebogen für Investoren wurde in den Sprachen Deutsch, Englisch und Französisch und die Fragen für Bewerter in den Sprachen Deutsch und Französisch zur Verfügung gestellt. Dadurch konnten Investoren und Bewerter in der ganzen Schweiz angesprochen werden. Zusätzlich wurden Investoren in Schweizer Immobilien aus dem deutsch- und englischsprachigen Raum direkt angesprochen. Die Teilnehmerquote nach Sprache oder Herkunft wurde nicht ermittelt. Die Umfrage wurde anonym durchgeführt. Den Teilnehmern wurde allerdings die Möglichkeit zum Feedback eingeräumt. Aufgrund der eingegangenen Rückmeldungen wurde ermittelt⁶⁴, dass Repräsentanten von Investoren mit einem kumulierten Anlagevolumen von mindestens CHF 100 Milliarden an der Umfrage teilgenommen haben. Auf Bewerterseite wird geschätzt, dass die Teilnehmer ein jährliches Bewertungsvolumen von mindestens CHF 60 Milliarden repräsentieren. Mit Bezug auf die in Tabelle 2 dargestellte Herleitung wurden durch die Umfrage mindestens 30% des geschätzten Anlagevolumens institutioneller und professioneller Investoren in Schweizer Immobilien erfasst.

⁶³ die Umfrage wurde über das Umfragetool umfrageonline.com realisiert

⁶⁴ Für die Ermittlung wurden öffentlich verfügbare Informationen, wie Geschäftsberichte oder Kommunikation der repräsentierten Umfrageteilnehmer, sowie Aussagen der jeweiligen Repräsentanten herangezogen. Die ermittelten Volumina sind demzufolge als grobe Schätzung zu verstehen.

Die nachstehende Abbildung zeigt, welche Investorentypen an der Umfrage teilgenommen haben und welchen Anteil die einzelnen Investorentypen an den insgesamt 164 teilnehmenden Investorenvertretern ausmachen.

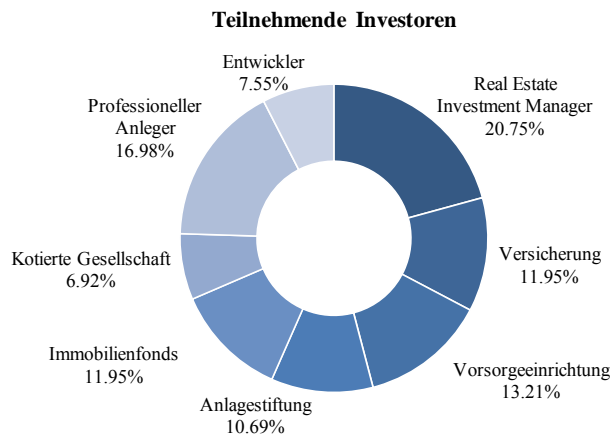


Abb. 9: An der Umfrage teilnehmende Investorenvertreter nach Investorentyp

3.1 Strategische Komponenten und Entscheidungsebenen

3.1.1 Investitionsstil und -Segmente

62.4% der befragten Marktteilnehmer verfolgen einen Core/Core+ Investitionsstil⁶⁵, wodurch sie der Generierung von Cash-Flows ein höheres Gewicht beimessen als der potenziellen Realisierung eines Kapitalwachstums. Der Core/Core+ Investitionsstil zeichnet sich gegenüber den Value-Added (20.3%) und Opportunistic (17.3%) Investitionsstilen durch ein geringeres Anlagerisiko und dadurch eine geringere Rendite aus. Es werden dabei niedrige oder keine Fremdkapitalkomponenten eingesetzt.

Dieser einkommensorientierte, auf geringes Risiko bedachte Investitionsstil widerspiegelt sich in den Immobiliensegmenten, in welche bevorzugt investiert wird. 63.6% der befragten Anleger investieren bevorzugt in Wohn- und Büroliegenschaften. Die Bewerber sehen den Anteil dieser Immobiliensegmente sogar bei 75.7% der Investitionen mit einer klaren Übergewichtung des Wohnsegmentes.

⁶⁵ vgl. Thomas, Claus P.; Management indirekter Immobilien-Anlagen, Präsentation Universität Zürich, Currem; Zürich, 25.02.2011; Slide 15

Bevorzugtes Investitionssegment

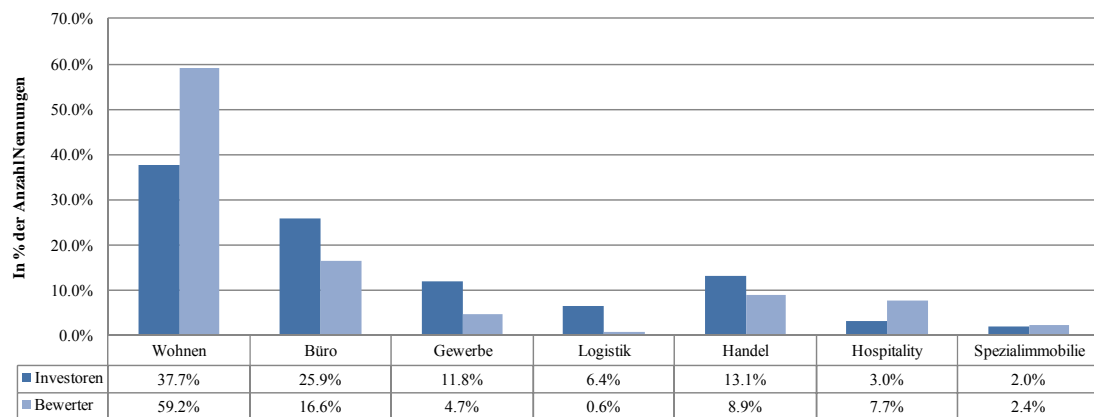


Abb. 10: Präferierte Immobilien-Investitionssegmente

Diese Feststellungen können eine Erklärung dafür liefern, dass in den bevorzugten Lagern der Wirtschaftszentren eine hohe Nachfrage auf ein geringes Angebot trifft, woraus sich der in den vergangenen Jahren beobachtete positive Preistrend entwickelt hat. Die Investitionen der betrachteten Anlegergruppe zeichnen sich durch eine hohe Eigenkapitalquote aus und sind deshalb hinsichtlich einer allfälligen Refinanzierung wenig zins-sensitiv. Die Mehrheit (53%) der Investoren weist einen Fremdfinanzierungsgrad von unter 50% aus, 48% der befragten Investoren sind zu unter 30% fremdfinanziert und 29% setzen gar kein Fremdkapital ein.

Durchschnittlicher Fremdfinanzierungsgrad

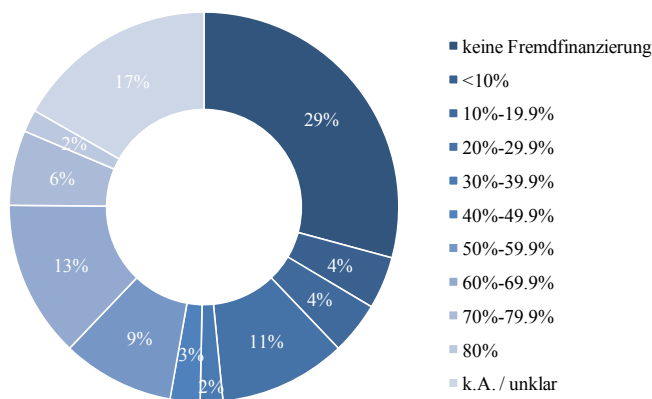


Abb. 11: Durchschnittlicher Fremdfinanzierungsgrad der befragten Investoren

3.1.2 Entscheidungsgremien / Preisfestlegung

Organisatorisch ist die Preisfestlegung bei den Investoren vorwiegend auf der Portfolio-Ebene oder im Asset-Management angesiedelt, soweit es sich nicht um Organisationsstrukturen professioneller Anleger handelt, in welchen der Financier selbst entscheidet. Die Umfrageergebnisse zeigen, dass Preise in mindestens 39% der Fälle nicht auf Ent-

scheidungen von Einzelpersonen beruhen, sondern dass die Preisbildung im Team zustande kommt. Es kann angenommen werden, dass auch bei einem Teil der Investitionsentscheidungen auf Portfolio- oder Asset Managementebene die Preisbildung innerhalb einer Gruppe vorgenommen wird, wodurch die Preisfestlegung mehrheitlich gruppendynamischen Effekten unterworfen ist.

Auf welcher Ebene findet die Preisfestlegung statt?

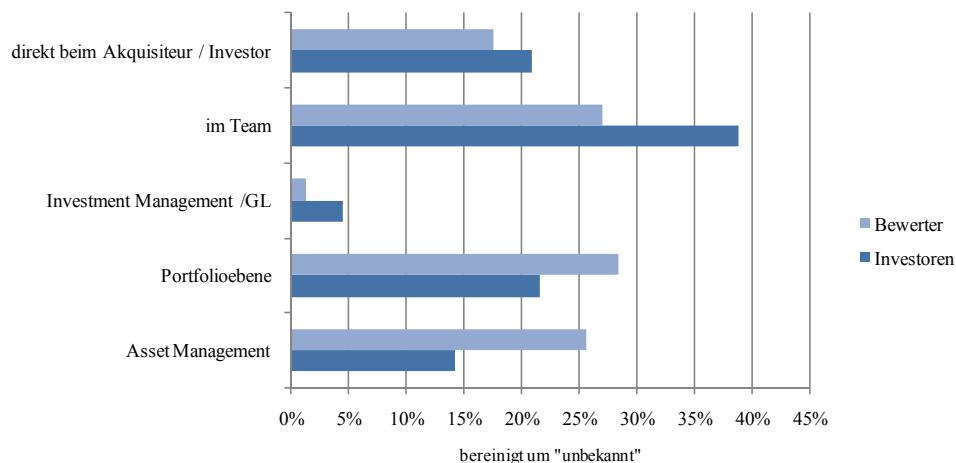


Abb. 12: Involvierte Funktionen bei der Preisfestlegung⁶⁶

In 68% der analysierten Rückmeldungen entscheiden entweder ein Investment Committee oder die Geschäftsleitung/CIO abschliessend über eine Investition. Das in 2.5 beschriebene Phänomen des *Groupthink* wird bei der Preisbildung durch diese überlagerten Entscheidungsautoritäten relativiert oder ausgeschlossen, wobei die Betrachtungstiefe der durchgeführten Umfrage diesbezüglich keine ausreichende Beurteilung im Preisbildungsprozess zulässt. *Groupthink*-Effekte können auch zwischen den Investoren und deren Bewertern entstehen: In bis zu 41% der Fälle werden Gespräche mit den Bewertern über eine mögliche Anpassung der Bewertung geführt, damit kompetitive Preisgebote abgegeben werden können. In Anbetracht der Tatsache, dass externe Bewerter durchschnittlich 6.3 Jahre (Aussage der Investoren) bis 7.7 Jahre (Aussage Bewerter), bzw. bis zu einem gemeldeten Maximum von 25-30 Jahren, mit einem Kunden zusammenarbeiten sind in der Auftraggeber-/Kundenbeziehung die in 2.5 beschriebene Kombination der Einflussfaktoren hinsichtlich des *Groupthink*-Phänomens und *Agency* Konflikte nicht auszuschliessen, wobei bei letzteren davon auszugehen ist, dass diese aufgrund gesetzlicher, regulatorischer oder standesrechtlicher Vorgaben minimiert wer-

⁶⁶ 20% der befragten Bewerter konnten keine Aussage zu den Zuständigkeiten bei ihren Kunden treffen. Die Grafik beschränkt sich demnach auf 80% aller Bewerteraussagen.

den⁶⁷. Die Dauer der Kundenbeziehung zwischen Bewerter und Auftraggeber birgt das Potenzial, dass bei der wiederkehrenden Bewertung des Immobilienbestandes *Anchoring* Effekte einen Einfluss auf die Bewertungsergebnisse ausüben⁶⁸. Die Wechselwirkungen zwischen den Bewertern und Ihren Auftraggebern und die daraus resultierenden Einflüsse auf die Investitionsentscheidungen wurden unter anderem durch Baum et al. untersucht und nachgewiesen⁶⁹.

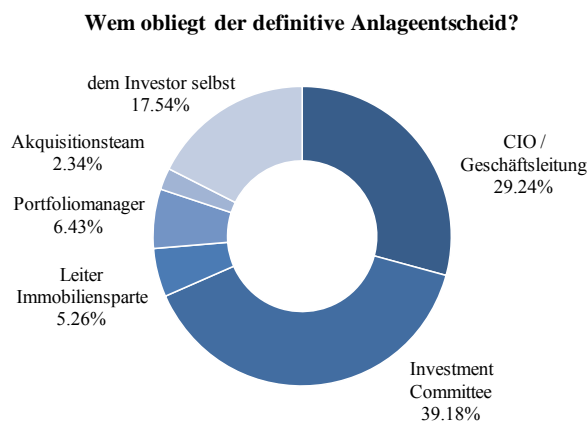


Abb. 13: Autoritäten für den Anlageentscheid

3.1.3 Asset Allocation, Diversifikation und Best Owner Prinzipien

In einem Verkäufermarkt⁷⁰ kann es für einen Investor sinnvoll oder notwendig sein, bei der Preisfestlegung auch taktische Überlegungen im Rahmen der Strategie oder die Auswirkung von Akquisitionen auf der Portfolioebene mit einzubeziehen. Grundlagen solcher Überlegungen sind einerseits die Kenntnis des oder der Portfolios und andererseits die Quantifizierbarkeit der Auswirkungen eines Investitionsentscheides auf ebendiese/s. 55% der befragten Investoren gaben an, ihre Portfolioperformance mit einem der gängigen Indizes (z.B. IPD, IAZI, KGAST) zu vergleichen, weitere 19% erklärten,

⁶⁷ vgl. unter anderem OR 728 & TEGoVA; European Valuation Standards; EVS3 – The Qualified Valuer, 5.3, 6th Edition, Belgium 2009, S. 43 & Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; S 43 - 46

⁶⁸ vgl. Clayton, Jim & Geltner, David & Hamilton, Stanley W.; Smoothing in Commercial Property Valuations: Evidence from Individual Appraisals; University of Cincinnati Department of Finance; Sauder School of Business Working Paper; August 14, 2000; S. 1-34

⁶⁹ vgl. Baum, Andrew & Crosby, Neil & Gallimore, Paul & McAllister, Patrick & Gray, Adelaide; The influence of valuers and valuations in the workings of the commercial property investment market; Department of Land Management and Development, the University of Reading & Department of Surveying, Nottingham Trent University; RICS Research Foundation; London, 2000; S. 1-45

⁷⁰ vgl. Wolfson, Judi & Shreiber, Elaine; The Down-Side of a Sellers Market; Realty Times, Dallas-Texas, 05. November 1998; http://realtytimes.com/rtpages/19981105_sellersmkt.htm

ein gelegentliches Indexbenchmarking durchzuführen. 42% der Investoren ermitteln die Strukturkomponente ihrer Portfolioperformance was durch 33% der Bewerteraussagen bestätigt wurde. Eine Attribution der relativen Rendite, also eine Auswertung des Anlageerfolges in die erklärenden Wertkomponenten, wird bei der Mehrheit der befragten Investoren allerdings nicht durchgeführt, was daraus geschlossen wird, dass bei 26% der Investoren keine Analyse der Strukturkomponente vorgenommen wird und dass diese 31% der befragten Investoren nicht bekannt ist. 26% der Investoren erklärten, dass sie keinen Performancevergleich vornehmen oder dass ein solcher nicht interessiere oder nicht möglich sei.

Diese Feststellungen können einen, allerdings nicht beweisbaren, Hinweis darauf liefern, dass die Portfoliozusammensetzung bei der Mehrheit der Investoren keinen Einfluss auf die Preisfestlegung hat. Gestützt wird diese Annahme durch die Aussage, dass die Gesamtportfolioliquidität nur bei 35.6% der Investoren bei der Budgetierung für Immobilienakquisitionen berücksichtigt wird. 14.8% der Befragten gaben an, die Gesamtportfolioliquidität teilweise bei der Erstellung von Liquiditätsbudgets zu berücksichtigen, bei 49.6% der Investoren findet die Portfolioliquidität bei Anlageentscheiden keine Berücksichtigung. Dies überrascht insofern als, wie in Abb. 3 dargestellt, sowohl auf der Assetebene als auch auf der Portfolioebene eine Beziehung zwischen Liquidität, Rendite und Risiko besteht. Eine mögliche Erklärung zur Ausblendung der Liquiditätsbetrachtung kann der tiefe Fremdfinanzierungsgrad der befragten Investoren liefern, woraus auf eine hohe Verfügbarkeit von Eigenkapital und dadurch auf eine hohe Liquidität geschlossen werden kann, was indirekt den so genannten „Anlagedruck“ institutioneller und professioneller Investoren bestätigt.

Allerdings stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, ob die Interessen der (Eigen-) Kapitalgeber adäquat vertreten sind. Diese erwarten nach CAPM für das eingegangene Risiko eine Entschädigung in Form einer relativen Risikoprämie. Auf der Grundlage der Portfolioselektionstheorie sollten institutionelle und professionelle Anleger in Schweizer Immobilien dazu tendieren, für ihre Anteilseigner ein optimales Portfolio unter Anwendung der Sharpe Ratio aufzubauen. Dabei spielen sowohl der Einbezug der Portfolioliquidität als auch die Korrelation der Assets im Portfolio, also die Portfoliozusammensetzung, eine massgebende Rolle. Die Theorie setzt voraus, dass eine Reduktion des Risikos im Portfolio zu einer Reduktion der Risikoprämie für die Kapitalkontribution führt. Folglich wäre zu erwarten, dass sich die Zahlungsbereitschaft für einen Immo-

lienerwerb erhöht, wenn durch die Akquisition eine bessere Portfoliodiversifikation erzielt werden kann.

Höhere Zahlungsbereitschaft bei Diversifikationsmöglichkeit im Portfolio?

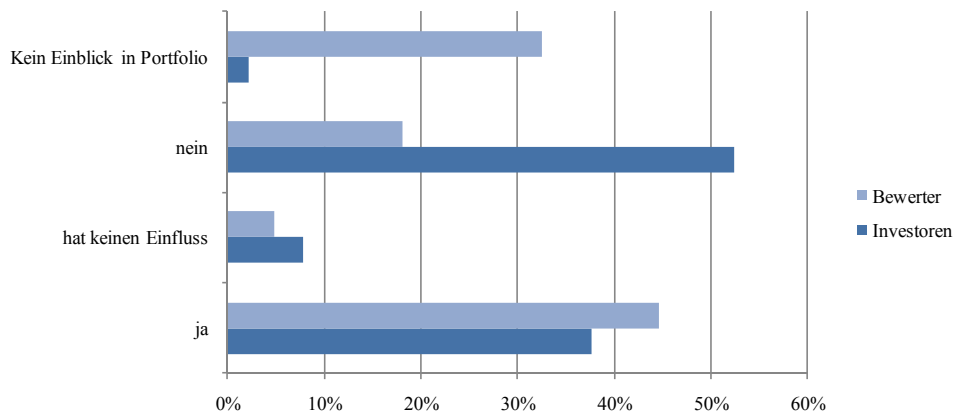


Abb. 14: Zahlungsbereitschaft für die Risikoreduktion im Portfolio

60% der Investoren sagen aus, dass die Portfoliodiversifikation keinen Einfluss auf die Zahlungsbereitschaft hat oder dass keine erhöhte Zahlungsbereitschaft für eine Diversifikationsmöglichkeit bestehe. Die kumulierten Feststellungen der Bewerter stützen diese Aussage⁷¹.

Gleichzeitig zeigen 52% der befragten Investoren grundsätzlich oder punktuell eine höhere Zahlungsbereitschaft für die Möglichkeit einer Portfolioexpansion, auch wenn der höhere Ankaufspreis zulasten der Portfoliorendite geht. Bei den Bewertern sagen sogar 81% aus, dass ihre Kunden bereit sind, mehr für eine Akquisition zu bezahlen, wenn dadurch eine Portfolioerweiterung erreicht werden kann, wenngleich durch den Ankauf die Portfoliorendite negativ beeinflusst wird.

Diese Feststellungen lassen den Schluss zu, dass der Fokus der Anleger bei der Preisfestlegung nicht auf einer Optimierung des Portfolios sondern auf den Wertparametern der jeweiligen Einzelinvestition und auf der Anlage des Kapitals in die direkte Immobilieninvestition fundiert, was sich mit der zuvor getroffenen Aussage über die hohe Kapitalverfügbarkeit deckt. Einen Hinweis darauf, dass die Immobilie als Anlageprodukt im Mittelpunkt steht, liefert die klare Aussage von 92% der Investoren, die nicht bereit sind, bei der Qualität der einzukaufenden Liegenschaften Abstriche zugunsten der Portfolioexpansion in Kauf zu nehmen. 66% der Bewerter teilen diese Äusserung, wobei

⁷¹ Die Bestätigung durch die Bewerter gewinnt an Ausprägung, wenn die Annahme zugrunde gelegt wird, dass Bewerter, die keinen Einblick in Portfolioüberlegungen ihrer Kunden haben, keine höhere Zahlungsbereitschaft ihrer Kunden bei Diversifikationschancen erkennen können.

deren Aussenbetrachtung in immerhin 33% der Aussagen feststellt, dass für eine Ausweitung des Gesamtanlagevolumens die Tendenz besteht, qualitative Einbussen bei den zu erwerbenden Liegenschaften in Kauf zu nehmen. Der Drang zur Portfolioexpansion kann *Agency* Konflikte hervorrufen, die in den mit der Expansion einhergehenden Skaleneffekten und der Zunahme der Management- und Transaktionsgebühren für den Investment Manager gefunden werden können.

So genannte „Best Owner“ Prinzipien⁷² haben bei 56% der Investoren einen Einfluss auf den Investitionsentscheid. Aufgrund der dargelegten Feststellungen ist davon auszugehen, dass „Best Owner“ durch die Marktteilnehmer unterschiedlich definiert wird, denn die mehrheitlich geäusserte Berücksichtigung dieses Prinzips ist aufgrund der fehlenden Kenntnis über das Portfolio und dessen Wechselwirkung mit der Unternehmensstruktur und –kultur nicht nachvollziehbar. 50% der Bewerter ist das Best Owner Prinzip unbekannt, was die Annahme stützt, dass keine etablierte Definition für diese Begrifflichkeit existiert und dass deren Einfluss auf die Preisbildung nicht festgestellt werden kann.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Preisfestlegung durch die Möglichkeit der Portfolioexpansion, also die Platzierung des verfügbaren Investitionskapitals, beeinflusst wird und dass das Verhältnis zwischen Risiko, Rendite und Liquidität im Portfolio für das Pricing eine untergeordnete Rolle spielt. Die individuelle Immobilie steht im Fokus des Preisfestlegungsprozesses. Ein Kapitalgeber in ein Portfolio oder ein Anlagegefäss muss von einer mangelnden Transparenz und Markteffizienz auf der Assetebene ausgehen und kann bei (nicht kotierten) direkten Immobilienanlagen nicht wie in 2.2 ausgeführt erwarten, dass sich seine Risikoprämie aus dem Capital Asset Pricing Model errechnet.

3.2 Markteinschätzung der Akteure

71% der befragten Investoren und 78% der Bewerter sehen mittelfristig ein positives Wertentwicklungspotenzial bei Immobilienanlagen (positiv: 21% - 23% / verhalten positiv: 50% - 55%). Die befragten Investoren sind auch zu 65% der Überzeugung, dass

⁷² Das Curem „Best Owner“ Prinzip sagt aus, dass eine optimale Unternehmensperformance dann erreicht wird, wenn die Unternehmensstrategie, die Unternehmensstruktur, die Unternehmenskultur, das Portfolio und das regulatorische Umfeld miteinander im Einklang stehen – vgl. Loepfe, Andreas; Einführung in das 1. Modul MAS Real Estate; Zürich, 26.02.2010; Slide 46

der bereits seit einigen Jahren beobachtete Trend steigender Preise weiter anhalten kann. Bei den Bewertern äusserten sich diesbezüglich gar 78% positiv, was allenfalls darauf zurückzuführen ist, dass den Bewertern zusätzlich die Möglichkeit gegeben wurde, den positiven Preistrend auf einer *kurzfristigen* Zeitachse einzuschränken.

Hält der Trend steigender Immobilienpreise weiter an?

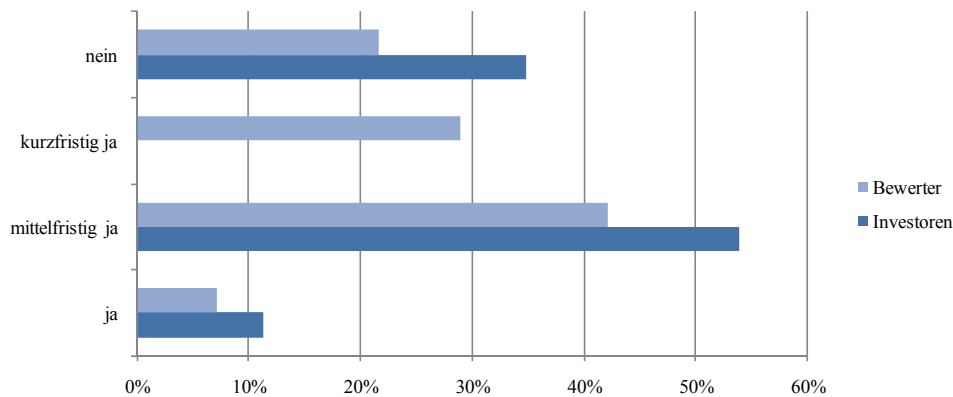


Abb. 15: Erwarteter Preistrend bei Immobiliendirektanlagen

Die Umfrageteilnehmer konnten sich dazu äussern, ob sie bei direkten Immobilienanlagen eine Blasenbildung beobachten. Nur 9% der Bewerter und 14% der Investoren beantworteten diese Frage mit einem klaren Nein. Aufgrund der Möglichkeit zur Mehrfachauswahl kann nicht differenziert ausgewertet werden, ob 4% der Bewerter- und 11% der Investorenfeedbacks die Frage mit einem vorbehaltlosen Ja beantwortet haben oder ob diese Antworten mit der Feststellung, dass eine regionale und/oder eine segmentspezifische Blasenbildung beobachtet wird, kombiniert wurden. In 49% aller ausgewerteten Rückmeldungen sind Investoren der Ansicht, dass sich regional eine Preisblase bildet. Bei den Bewertern beläuft sich dieser Anteil auf 55% der Aussagen. Gleichzeitig sind 28% der Bewerter und 27% der Investoren der Ansicht, dass eine segmentspezifische Blasenbildung zu beobachten ist.

Bildet sich bei direkten Immobilienanlagen eine Blase?

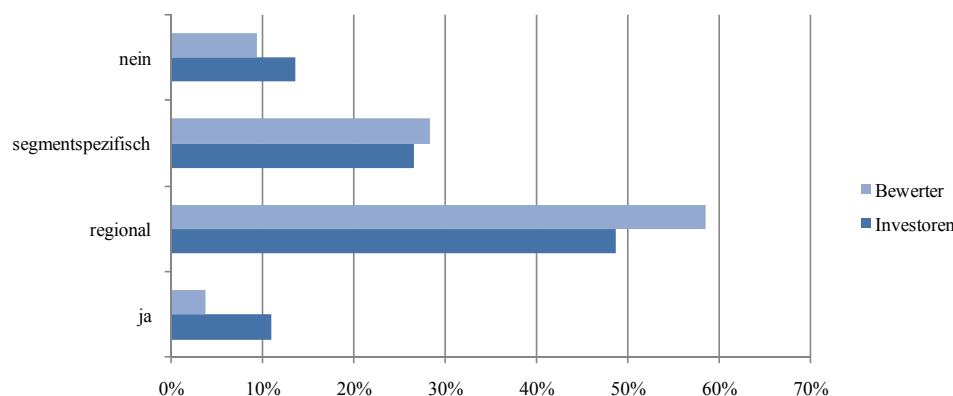


Abb. 16: Bildet sich eine Preisblase bei direkten Immobilienanlagen?

Werden diese Aussagen den Feststellungen zum Wertentwicklungspotenzial und zur Weiterführung des positiven Preistrends gegenübergestellt, können folgende Schlüsse gezogen werden: Obwohl mehrheitlich die Bildung einer regionalen oder segmentspezifischen Preisblase beobachtet wird, gehen die Akteure nicht davon aus, dass diese kurz- bis mittelfristig platzen wird, sondern dass Preise und Werte in diesem Zeitraum weiter ansteigen werden. Diese Feststellung wird dadurch gestützt, dass 61% der befragten Investoren von niedrigeren bis gleichbleibenden und mindestens 40% von sicher niedrigeren Portfolionettorenditen innerhalb der nächsten 5 Jahre ausgehen.

Vor dem Hintergrund des mehrheitlich verfolgten Core/Core+ Investitionsstils und der bevorzugten Immobiliensegmente Wohnen und Büro, kombiniert mit einer hohen Kapitalverfügbarkeit und der erhöhten Zahlungsbereitschaft für eine Portfolioexpansion, bleibt die Frage unbeantwortet, mit welchem Plan die Anleger Investitionen in die regional und segmentspezifisch beobachteten Preisblasen adäquat qualifizieren oder vermeiden und gleichzeitig die später noch im Detail betrachteten Renditeerwartungen realisieren. Ohne unterstützende exogene Faktoren, wie zum Beispiel eine Attraktivitätssteigerung alternativer Kapitalanlagen und damit einhergehend ein Nachlassen des Investitionsdrucks in Immobilien oder eine Zunahme der Nachfrage durch Endnutzer, werden die Fundamentaldaten einen weiter anhaltenden positiven Preistrend in den durch Investoren und Bewerter bereits mit Blasentendenzen identifizierten Bereichen aufgrund der Erwartungsrenditen nach Ansicht des Verfassers nicht mehr lange stützen können.

Die aktuell spezielle Marktsituation spiegelt sich auch im Investorenfeedback über die Auswirkung eines möglichen Anstiegs der Inflationsrate auf die Preisfestlegung wider. Theoretisch führen inflationäre Prozesse häufig zu sinkenden Realzinsen und die Eignung von Immobilien als Inflationshedge⁷³ setzt die Anfangsrenditen weiter unter Druck und resultiert in höheren Verkehrswerten, welche die Preise in die Höhe ziehen⁷⁴. Offensichtlich ist aus Sicht der Investoren das Zinssenkungspotenzial ausgereizt, was vor dem Hintergrund des aktuellen Leitzinses nicht erstaunt, oder ein zukünftiger Anstieg der Inflationsrate ist bereits eingepreist, denn nur 11% der Investoren erwarten bei einem Anstieg der Inflationsrate noch höhere Preise, wogegen 55% erhöhte Vorsicht bei

⁷³ Die Eignung von Immobilien als Inflationshedge ist unter Fachleuten umstritten

⁷⁴ vgl. Feststellung von Sotelo Ramón; Präsentation Universität Zürich, Curem, 11.03.2011, S. 38

der Preisfestlegung walten lassen und 34% keine Auswirkung auf die Preisfestlegung feststellen.

3.3 Quantitative Faktoren

3.3.1 Die Immobilienbewertung

70.5% der befragten Investoren geben an, einen externen Bewerter einzusetzen, 13.8% bedienen sich gelegentlich einer externen Bewertung und 15.7% arbeiten ohne externen Bewerter. 32.7% der Bewerter sagen aus, dass sie bei Akquisitionen immer zum Einsatz kommen und in 52.5% der Fälle gelegentlich. Diese Aussagen können darauf hinweisen, dass unabhängige Bewertungen vorwiegend für die Wertermittlung des Bestandes durchgeführt werden und dass bei der Preisfestlegung in der Akquisition auch auf „In-House“-Bewertungen des Investors abgestützt wird.

Der Immobilienbestand wird bei 90.6% der befragten Investoren mindestens alle zwei Jahre bewertet (67.9% jährlich). Demgegenüber steht die Aussage der Bewerter, die in lediglich 63.2% der Fälle alle zwei oder weniger Jahre den Bestand ihrer Kunden bewerten. 28.9% der Bewerteraussagen erklären, dass die Bestandesbewertung in Abständen von über 3 Jahren vorgenommen wird. Eine Erklärung für diese Aussagediskrepanz kann die Annahme des Verfassers liefern, dass bei der Investorenbefragung eine hohe Teilnehmerquote von Vertretern institutioneller Anleger zu verzeichnen ist⁷⁵, wogegen die professionellen Investoren auf Bewerterseite stärker vertreten zu sein scheinen, was unter anderem auf Zulassungsbeschränkungen⁷⁶ zurückgeführt werden kann.

Angewandte Bewertungsmethoden	DCF Methode	Hedonische Methode	Ertragskapitalisierung Brutto/Netto	Lageklassenmethode	Residualwertmethode	Realloptionsmodell	Realwertmethode
Professionelle Investoren	35.2%	7.0%	34.8%	7.4%	10.7%	0.4%	4.5%
Institutionelle Investoren	42.1%	9.2%	28.5%	4.4%	11.8%	0.9%	3.1%

Tab. 11: Mehrheitlich angewandte Bewertungsmethoden nach Investorentyp⁷⁷

Die für Akquisitionsentscheide überwiegend angewandte Bewertungsmethode ist die Discounted Cash Flow (DCF) Methode. Bei 45.9% der Investoren kommt diese Bewer-

⁷⁵ vgl. Abb. 9

⁷⁶ zum Beispiel die Bestimmungen des Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagegesetz, KAG); aktuell gültige Fassung mit Stand am 1. Januar 2009

⁷⁷ Einschätzung der Immobilienbewerter

tungsmethode in der Akquisition bestehender Objekte zur Anwendung, 43.0% der Investoren stützen auch bei Neubauprojekten auf die DCF Methode ab. 34.4% (bestehende Objekte), bzw. 32.1% (Neubauprojekte), der Investoren ziehen bei Akquisitionen eine Bewertung basierend auf der Kapitalisierung von Netto- oder Bruttoerträgen bei. Die hedonische Bewertungsmethode wird von 7.8% der Anleger bei Ankaufsobjekten, bzw. 6.4% bei Neubauprojekten, eingesetzt und rangiert damit knapp vor der Lageklassenmethode, bzw. vor der Residualwertmethode für Neubauprojekte. Das Realoptionsmodell wird von weniger als 1% der Anleger eingesetzt.

Angewandte Bewertungsmethoden

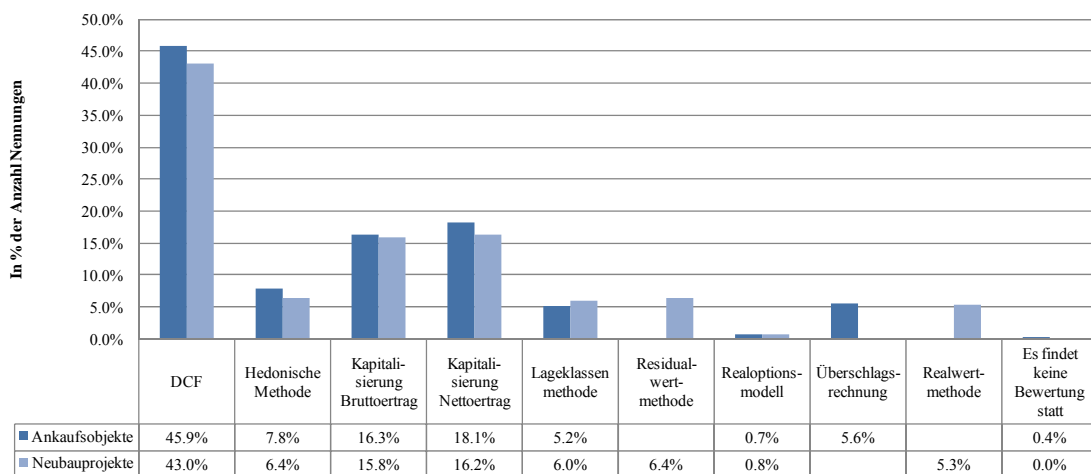


Abb. 17: Angewandte Bewertungsmethoden in der Immobilienakquisition

Der signifikante Anteil, welcher der Discounted Cash Flow Methode im Vergleich zu anderen Bewertungsmethoden zukommt, setzt voraus, dass der einflussreichste Werttreiber in dieser Bewertung, der Diskontierungssatz, regelmässig überprüft und gegebenenfalls an Veränderungen im Kapitalmarkt angepasst wird. 91% der Bewerter überprüfen den Diskontierungssatz mehrmals oder mindestens ein Mal jährlich, 64% überprüfen ihn halbjährlich, 18% quartalsweise und 22% mehrmals im Quartal. 9% der Bewerter nehmen eine Überprüfung des Diskontierungssatzes nur alle zwei oder mehr Jahre vor. Diese Aussagen wurden in der Umfrage überprüft, indem die Teilnehmer die Diskontierungssätze der Jahre 2003/2004 mit den aktuellen Parametern verglichen. Der heutige 12-Monatslibor liegt rund 15 BPS unter dem Liborsatz der Betrachtungsperiode (2003/2004), was sich im Mittel absolut ziemlich exakt in den Diskontierungssätzen niederschlägt.

Zwei Drittel der Investoren (66.0%) und 46.1% der Bewerter sagen aus, dass für einen Anlageentscheid der Preis mit der Bewertung übereinstimmen muss. Bei einem Drittel

der Investoren wird die Bewertung indikativ eingesetzt; 52.9% der Bewerter sind dagegen der Ansicht, dass die Investoren die Bewertung nur indikativ einsetzen. Die mehrheitliche Aussage der Investoren steht dabei im Widerspruch dazu, dass 67.6% der Anleger bereit sind, eine Akquisitionsprämie aufgrund von Entwicklungserwartungen zu bezahlen, auch wenn diese durch die heutigen Fundamentaldaten noch nicht abgebildet sind oder gewisse Unsicherheiten bestehen. Eine Bestätigung dieser Aussage findet sich auch in der Feststellung von 42.1% der Investoren, welche bereit sind, für eine Immobilie mehr zu bezahlen als sie dies bei reiner Renditebetrachtung tun würden, weil sie z.B. der Meinung sind, dass das Objekt gut zu ihrem Unternehmen passt oder gut fürs Unternehmensprestige ist.

Die mehrheitlich sakrosankte Bewertung als Akquisitionsgrundlage wird also durch den *Overconfidence Bias* und die *Affect Heuristik* relativiert. Dies widerspiegelt sich bereits in der Beantwortung der Frage dazu, welche Toleranz ein Investor zwischen Bewertung und Preisfestlegung zulässt. Auf diese Frage haben auch 18% derjenigen Investoren geantwortet, die zuvor ausgesagt hatten, dass der bezahlbare Preis mit der Bewertung übereinstimmen muss. Die tolerierte Abweichung zwischen Preis und Wert in der Akquisition beträgt für die Anleger sowohl im Median als auch im Durchschnitt acht Prozent, wobei 35% der Aussagen eine Abweichung von zehn Prozent zulassen und 13% der Aussagen über zehn und bis zu zwanzig Prozent Abweichung tolerieren. Es darf aktuell angenommen werden, dass die tolerierte Abweichung es zulässt, einen Preis zu bezahlen, der höher als der plausibilisierte Wert liegt.

Bilden die Schätzungsergebnisse die im Markt bezahlten Preise ab?

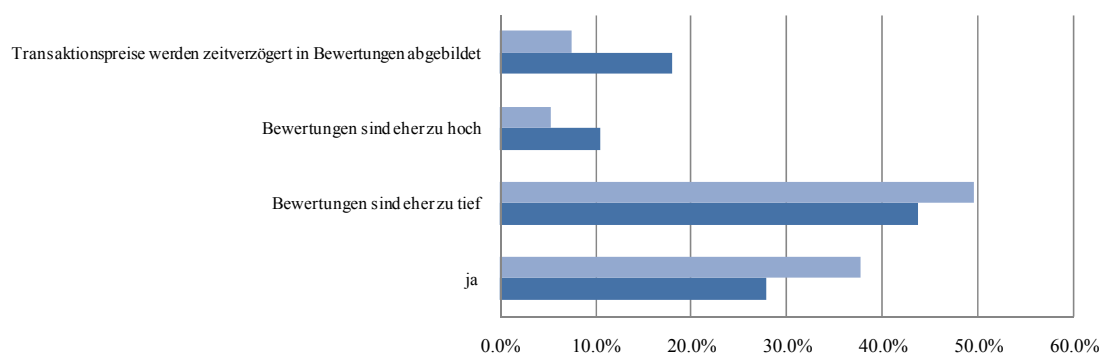


Abb. 18: Bilden die Bewertungsergebnisse die ihm Markt bezahlten Preise ab?

Mit 49.5% ist fast die Hälfte der Bewerter der Meinung, dass ihre Bewertungen tiefer als die Marktpreise liegen, weitere 7.5% sagen aus, dass die Bewertungen die Transaktionspreise zeitverzögert abbilden. Eine solche Zeitverzögerung sehen auch 18.0% der

Investoren, von denen 43.6% aussagen, dass die Bewertungen zu tief liegen⁷⁸. Summiert man die Investorenaussagen, dann sind 61.6% der Investoren der Meinung, dass die Bewertungen zum Zeitpunkt einer Preisentscheidung für eine Akquisition zu tief liegen. Zurückkommend darauf, dass 66.0% der Investoren eine Übereinstimmung des Preises mit der Bewertung für eine Anlageentscheidung voraussetzen, ergibt sich die rechnerische Tatsache, dass 27.6% (66.0% - 38.4%) der Investoren zum heutigen Zeitpunkt aufgrund der Bewertungsergebnisse auch dann nicht in der Lage sind, ihr verfügbares Kapital in direkte Immobilienanlagen in der Schweiz zu investieren, wenn sie dies beabsichtigen sollten. Dieses Ergebnis kann sich durch den *Narrow Framing* Effekt erklären lassen und seinen Ursprung in den Aussagen zu einer regionalen oder segmentspezifischen Blasenbildung haben, denn 69.9% der Investoren sagen aus, dass Marktzyklen bei ihren Preisüberlegungen eine Rolle spielen. Allerdings würden solche Überlegungen zu den in 3.2 analysierten Aussagen zum Wertentwicklungspotenzial und zur Weiterführung des positiven Preistrends bei Schweizerischen Immobiliendirektanlagen im Widerspruch stehen. Eine Erklärung hierzu kann im Phänomen des *Confirmation Bias* ebenso gefunden werden wie in der *Illusion of Control*, wobei das *Anchoring* aufgrund von Transaktionsinformationen aus dem Markt gleichwohl einen Verhaltensbeitrag leistet.

3.3.2 Die finanziellen Parameter

Investoren erwarten von einer Anlage in ein diversifiziertes Immobilienportefeuille, wie in Abb. 19 ersichtlich, eine Nettorendite, deren Medianwert exakt in der Mitte zwischen einer Obligationen-Rendite und der Rendite von Aktienanlagen liegt. Dabei liegen 74% der Investorenerwartungen im Bereich von ± 50 BPS um den Medianwert (52% bei ± 25 BPS). Die Bewerteraussagen zur erwarteten Rendite resultieren in einem identischen Medianwert, liegen jedoch im Durchschnitt 34 BPS unter dem Investorenwert und bewegen sich zu 67% im Bereich von ± 50 BPS um den Medianwert. Tendenziell sehen die Bewerter die Renditeerwartung aus Immobilienanlagen näher bei der Obligationenrendite als die Investoren.

⁷⁸ Diese Feststellung impliziert, dass die Bewertungen den Marktwert (auch Fair Value) gemäss Bewertungsstandards nicht adäquat abbilden. Vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 28

Welche Renditeerwartung besteht für die Immobilie im Anlageuniversum?

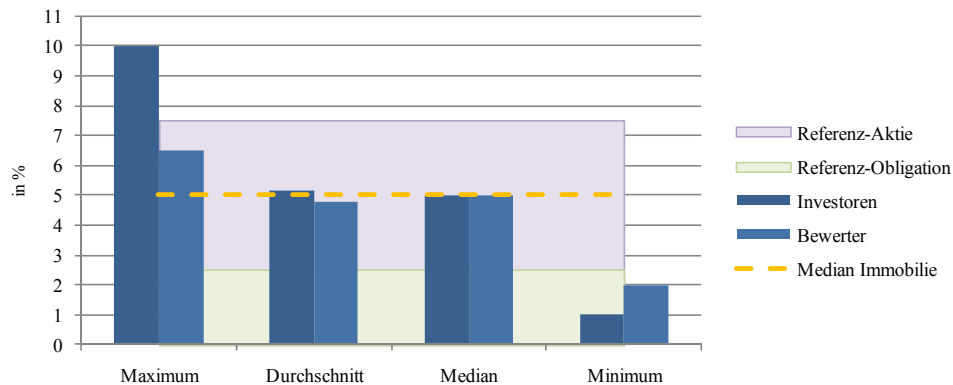


Abb. 19: Renditeanforderung an die Immobilienanlage im Anlageuniversum

Absolut liegt der Medianwert der erwarteten Immobilienrendite gemäss Umfrageergebnis 2.5% über der Rendite einer Obligation am Kapitalmarkt. Wird diesen Erwartungen der durchschnittliche Zinssatz Juni-Juli 2011 der 10-jährigen Bundesobligation der Eidgenossenschaft zugrunde gelegt, ergibt sich daraus eine Mindestnettoerwartung an ein diversifiziertes Immobilienportfolio von Schweizer Immobilienanlagen in Höhe von 4.18%⁷⁹ (auf 1-Jahres-Durchschnittsbasis liegt dieser Wert bei 4.17%, bei einer Durchschnitts-Betrachtung ab Januar 2000 bei 5.20%⁸⁰). Diesbezüglich ist festzuhalten, dass der Rendite-(Erwartungs-)zuschlag zur Bundesobligation nicht gleichzusetzen ist mit dem Diskontierungssatz, welcher sich aus zusätzlichen Parametern zusammensetzt. Hingegen kann aus der Renditeerwartung der (Spot-)Kapitalisierungssatz für Nettoerträge aus einem diversifizierten Immobilienportfolio abgeleitet werden, der einer Annäherung an den in 2.3.1 erwähnten Zuschlag für das nicht weiter diversifizierbare Immobilienmarktrisiko entspricht und dessen oberen Benchmark bestätigt.

Die Renditeerwartung der Investoren an eine individuelle, direkte Immobilieninvestition kann aus den Aussagen von Investoren und Bewertern zum vorausgesetzten „Yield Spread“⁸¹ für eine Immobilienanlage abgeleitet werden. Dieser liegt im Median bei 3.0%, wobei auch hier die Bewerter durchschnittlich tiefere (-19 BPS) Aussagen getroffen haben. Vor dem Hintergrund der in 3.1.1 dargelegten Feststellungen zu Investitionsstil und Immobiliensegmenten ist das Umfrageergebnis kongruent mit den im Mai 2011

⁷⁹ Unter einer Rendite wird für den Zweck dieser Arbeit der Nettoertrag per annum (p.a.), vor Steuern, in Prozenten des übers Betrachtungsjahr gemittelten Marktwertes der Anlage verstanden.

⁸⁰ vergleiche mit den Feststellungen von: Schaufelberger, Ernst; Institutionelle im Clinch; Immobilien Spezial in der Handelszeitung, Nr. 24; Axel Springer Schweiz, Handelszeitung und Finanzrundschau AG, Zürich; 16.06.2011; S. 54

⁸¹ Yield Spread ist definiert durch: Nettoliegenschaftsertrag [vor Finanzierung] nach Abzug aller [z.B. eigene Management-]Kosten minus Refinanzierungskosten

getroffenen Feststellungen⁸² von KloessRealEstate und Fahrländer Partner. An den Umfrageergebnissen beachtlich ist die Spanne von 4.6% zwischen dem 10% Percentil und dem 90% Percentil der Investorenaussagen. Diese Spanne ist wahrscheinlich auf unterschiedliche Objekt- und Lagepräferenzen der Umfrageteilnehmer zurückzuführen.

Wird dem Medianwert des vorausgesetzten minimalen Zinsspreads der 3-Monats-Liborsatz (Zum Zeitpunkt der Betrachtung bei 0.18%) zugrunde gelegt, beliefe sich die Erwartungs-Nettorendite für eine Immobilienanlage auf 3.18%. Auf der vorerwähnten Berechnungsbasis der Bundesobligation läge die Erwartung bei 4.68% und bei Zugrundelegung des Durchschnitts der am 22.07.2011 auf comparis.ch⁸³ publizierten Zinssätze für 5-jährige Festhypotheken bei 5.18%.

Wird das 10% Percentil der Investorenaussagen gleichgesetzt mit den Renditeerwartungen an ein als „sicher“ eingestuftes Objekt in A-Lage, der Median als Richtwert für ein Durchschnittsobjekt an B-Lage betrachtet und das 90% Percentil als Renditeindikator für ein unterdurchschnittliches Objekt in C-Lage betrachtet, dann ergibt sich - unter der Annahme, dass die 10-jährige Bundesobligation als Refinanzierungsreferenz gilt - die Konklusion, dass die Investoren für Top-Objekte zurzeit eine Mindestrendite von 2.68% voraussetzen, B-Lagen mit 4.68% und C-Lagen mit 7.28% netto rentieren müssen⁸⁴.

	A	B	C
Refinanzierungsbasis	10% Percentil	Median	90% Percentil
Basis 3 Mt. Libor	1.18	3.18	5.78
Basis 10 J. Bundesobligation	2.68	4.68	7.28
Basis 5 J. Festhypothek	3.18	5.18	7.78

Tab. 12: Investorenerwartung an die Nettorendite einer Immobiliendirektanlage⁸⁵

Dadurch wird die unter 3.1.3 dargelegte Feststellung gestützt, dass eine höhere Zahlungsbereitschaft für die Möglichkeit der Portfolioexpansion besteht, auch wenn der höhere Ankaufspreis zulasten der Portfoliorendite geht. 43% der Investoren und 59% der Bewerter haben ausgesagt, dass Investoren eine punktuelle Bereitschaft zur Rendi-

⁸² Immobilien- und Hypothekarmarkt – Quo vadis?; KPMG AG, Hochschule Luzern, KloessRealEstate, Fahrländer PartnerAG; KPMG AG, Zürich, 2011, S. 31

⁸³ www.comparis.ch/hypotheken/zinssatz/vergleich.aspx?term=5&canton=ZH; Internet-Abruf vom 22.07.2011 (Anbieter für Kanton Zürich)

⁸⁴ Vergleiche hierzu: Netto-Cash-Flow Rendite 2010 von 4.6% und Spannweite Portfolio Returns gemäss IPD/Wüest & Partner Annual Property Index; Präsentation; Zürich, 29.03.2011; S. 8 & S. 10

⁸⁵ 3 Mt. Libor: Basis Juli 2011 / 10 J. Bundesobligation: Basis Mittelwert Juni-Juli 2011 / 5 J. Festhypothek: Basis comparis.ch gemäss Fussnote 83

teeinbusse im Portfolio für eine Portfolioexpansion in Kauf nehmen, was vor dem Hintergrund der vorstehenden Betrachtung insbesondere für die als „sicher“ eingestuften Objekte in A-Lage der Fall sein wird, für welche die Investoren eine Ankaufsrendite akzeptieren, die um 1.5 Prozentpunkte tiefer liegt als die für ein diversifiziertes Immobilienportfolio vorausgesetzte Mindestrendite von 4.18%.

41.7% der befragten Investoren treffen ihre Investitionsentscheidungen auf der Basis des Net Present Value (NPV / Kapitalwert), was auf die überwiegend angewandte DCF-Bewertungsmethode und die relativ stabilen Erträge der bevorzugten Investitionsstile und –segmente zurückzuführen ist. Bei 27.1% der Investoren wird die Internal Rate of Return (IRR / Interner Zinsfuss) für eine Investitionsentscheidung beigezogen. Der IRR erlaubt es, in der Investitionsrechnung aus unregelmässigen oder schwankenden Erträgen eine zeitgewichtete Jahresrendite zu berechnen. Insgesamt entscheiden sich 69% der Investoren aufgrund der Resultate einer dynamischen Investitionsrechnung für eine Immobilieninvestition. 31% der Entscheidungen liegt weder der NPV noch der IRR zugrunde. Aufgrund der in Abb. 17 dargestellten Bewertungsmethoden ist davon auszugehen, dass diese Entscheidungen auf der Grundlage einer statischen Brutto- oder Nettokapitalisierung gefällt werden.

3.3.3 Risikoquantifizierung

In einem Marktumfeld, dem rund die Hälfte der Akteure ein punktuelles Überhitzungsrisiko zuschreibt, kann angenommen werden, dass die Marktteilnehmer der Risikoquantifizierung ein hohes Gewicht beimessen und die identifizierten Risiken in die Preisfestlegung einfliessen lassen. 40% der Bewerter wissen nicht, ob ihre Kunden über einen implementierten Prozess zur Risikoquantifizierung bei Immobilienakquisitionen verfügen. Der Rest der Bewerteraussagen deckt sich ungefähr mit den Investorenfeedbacks, welche in 52% der Fälle feststellen, dass ein Prozess zur Risikoquantifizierung besteht. Fast die Hälfte der Investoren ist nicht in der Lage, die Risiken in einer Immobilienakquisition systematisch zu quantifizieren.

76% der Investoren erklären, dass sie den Markt für Vergleichsobjekte mehrheitlich oder immer auswerten. Während 41% der Investoren aussagen, dass eine solche Auswertung immer stattfindet, sind nur 22% der Bewerter der Ansicht, dass ihre Kunden eine solche statistische Erhebung ausnahmslos vornehmen.

Wird der Markt für Vergleichsobjekte durch die Investoren statistisch ausgewertet? (bereinigt um Bewerteraussage "unbekannt")

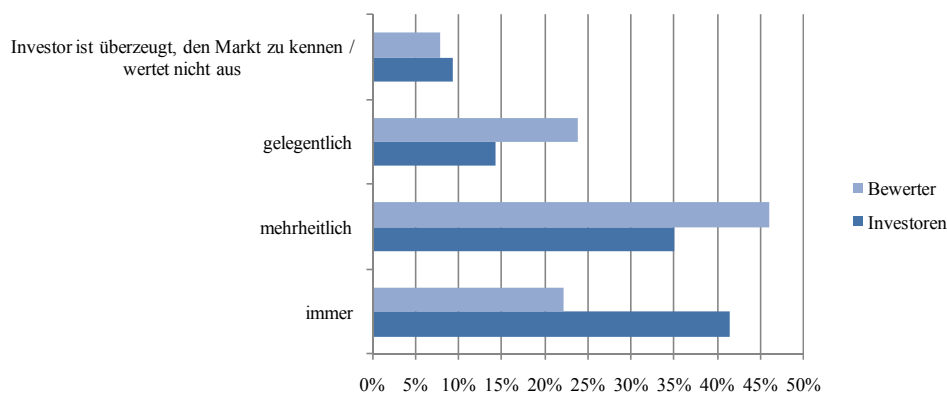


Abb. 20: Auswertung von Vergleichsobjekten bei der Immobilienakquisition

73.6% der Investoren sind überzeugt, ein Immobiliensegment so gut zu kennen, dass sie das Pricing im Griff haben. Es kann zwar nicht nachgewiesen werden, dass diese Aussage auf *Overconfidence* beruht, doch liefert die Kombination mit den Feststellungen über die Auswertung von Vergleichsobjekten in einem relativ intransparenten und heterogenen Markt Hinweise darauf, dass die Heuristiken *Representativeness*, *Availability* und *Anchoring and Adjustment* einen Einfluss auf die Risikoeinschätzung und damit auf die Preisfindung haben können.

32% der Umfrageteilnehmer sagen aus, dass makroökonomische Faktoren nicht oder nur teilweise in die Preisüberlegungen oder die Bewertungen mit einfließen. Von den 68%, welche diesen Einflüssen Gewicht beimessen, erklären 45%, dass die Quantifizierung schwierig sei. Drei Viertel der Umfrageteilnehmer reflektieren dadurch, dass makroökonomische Faktoren entweder schwierig zu quantifizieren sind oder nur teilweise oder gar nicht berücksichtigt werden. Dieser Quote stehen über 90% der Marktteilnehmer gegenüber, die zumindest davon ausgehen, dass der Einfluss makroökonomischer Faktoren bei der Preisfestlegung zugrunde gelegt wird. In einem Umfeld historisch tiefer Zinsen gepaart mit ebenfalls historisch exzeptionellen Migrationseffekten kommt bei dieser Betrachtung der *Illusion of Control Bias* zum Tragen, wenn sich die Akteure ihrer Vorbehalte bezüglich der Einflussfaktoren bei der Preisfestlegung nicht ständig bewusst sind.

3.3.4 Einbezug von Finanzierungskomponenten

47% der Umfrageteilnehmer verfügen über eine Fremdfinanzierungsquote von über fünfzig Prozent, und bei 43% der befragten Investoren hat die Finanzierungsstruktur

einen Einfluss auf die Preisfestlegung. Die Bewerter sind der Meinung, dass die Finanzierungsstruktur in 53% der Fälle einen Einfluss ausübt.

Der bereits in Abb. 11 dargestellte „Selbst“finanzierungsgrad (33.5% setzen kein oder weniger als 10% FK ein) wird durch die Beantwortung der Frage, wie die Finanzierungskosten bei der Preisfestlegung berücksichtigt werden, bestätigt. Eine Bestätigung findet auch die Aussage, dass für 57% der Investoren die Finanzierungsstruktur keinen Einfluss auf die Preisbildung hat: 49% der mit Fremdkapital arbeitenden Investoren sagen aus, dass die Finanzierung bei der Preisfestlegung nicht berücksichtigt wird. Dies entspricht ziemlich genau der Bewertereinschätzung zur Frage, ob die Finanzierungsstruktur auf die Preisbildung einen Einfluss hat.

Wie werden die Finanzierungskosten bei der Preisfestlegung berücksichtigt?

(bereinigt um "unbekannt" bei Bewerteraussagen)

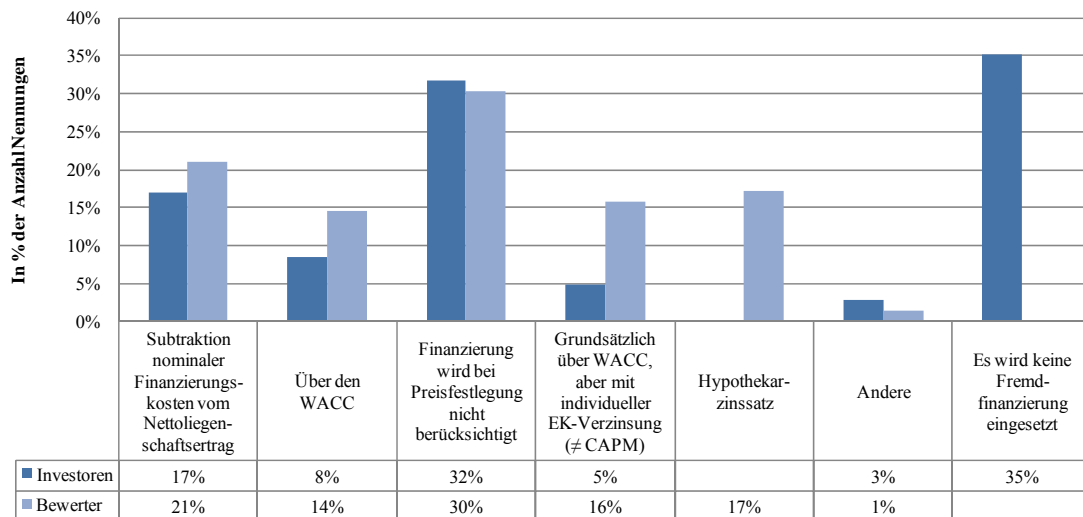


Abb. 21: Berücksichtigung der Finanzierungskosten bei der Preisfestlegung

Bei 67% der befragten Investoren erfolgt keine Berücksichtigung der Finanzierungskosten bei der Preisfestlegung. Aufgrund der Umfrageergebnisse können Leverage-Effekte⁸⁶ als preistreibende Faktoren bei institutionellen und professionellen Investoren mehrheitlich ausgeschlossen werden. Der mehrheitliche Ausschluss der Fremdfinanzierung aus der Preisüberlegung ist nicht nur auf die hohe Eigenkapitalquote zurückzuführen. Ein weiterer Grund dafür ist in der bereits beschriebenen Referenzierung der Preisfestlegung auf die Bewertungen zu finden, in welchen gemäss Standarddefinitionen⁸⁷ die Finanzierungskosten auszuschliessen sind. Würden die Investoren die Finanzie-

⁸⁶ Aus der Fremdkapitalfinanzierung resultierende Hebelwirkung auf die Eigenkapitalverzinsung

⁸⁷ vgl. Swiss Valuation Standards (SVS); vdf Hochschulverlag AG; Zurich, Switzerland; 2007; Seite 28

rungseffekte berücksichtigen und dabei gleichzeitig den hohen Stellenwert der Bewertung bei der Investitionsentscheidung beibehalten wollen, müsste die Voraussetzung erfüllt sein, dass die Finanzierungsrisiken über die gesamte Betrachtungsperiode der Bewertung, also z.B. über die Zehnjahresbetrachtung der DCF-Methode, berücksichtigt werden können. Nur 18.25% der Investoren sind allerdings der Ansicht, dass Finanzierungsrisiken mittels einer strukturierten Finanzierung über 10 Jahre kontrollierbar sind, wogegen 42.35% aussagen, dass dies nicht und 39.40% der Ansicht sind, dass dies nur teilweise möglich ist.

Die Entkoppelung der Finanzierungsparameter von der Preisfindung bei Immobilieninvestitionen kann dazu führen, dass nicht optimiert akquiriert wird und schränkt die Vergleichbarkeit direkter Immobilienanlagen mit alternativen Anlagemöglichkeiten ein. Ein Performancevergleich ist erst auf der indirekten Investitionsebene, also entweder beim Portfolio oder der Unternehmensstruktur, möglich. Die Einschätzungen in 3.1.3 zur Transparenz und Effizienz werden dadurch bestätigt. Es kann auch konstatiert werden, dass der festgestellte Objektfokus unter Ausblendung der Kapitalmarktfaktoren zu Einschränkungen in der Fungibilität direkter Immobilienanlagen führt, was Auswirkungen auf deren Finanzierung und damit die Preisbildung und die Marktliquidität hat. Daraus lassen sich Erklärungen zur Resistenz des Schweizer Immobilienmarktes gegen die Auswirkungen der jüngsten Finanzkrise, wie auch die beobachteten „Time-Lags“⁸⁸ und Glättungseffekte bei Immobilienbewertungen, zumindest teilweise ableiten.

3.4 Einfluss der Verhaltensökonomik

54% der Investoren entscheiden ab und zu „aus dem Bauch heraus“ und 61% sind nicht bereit, für eine Immobilie so viel zu bezahlen, wie sie selbst dafür verlangen. Die *Affect Heuristik* und der *Endowment Effect* haben also eine Einwirkung auf die Preisfestlegung und legen es nahe, dass die verschiedenen möglichen Einflüsse der Verhaltensökonomik untersucht werden müssen.

⁸⁸ Aufgrund der beobachteten Periodizität der Bestandesbewertung und der relativen Intransparenz der Schweizerischen Immobilienmarktes kann angenommen werden, dass der Time-Lag mehr als die durch Clayton, Geltner, Hamilton festgestellten drei Quartale beträgt, wobei dies die im zitierten Report erwähnte Differenz zwischen Preis und Wert aufgrund der relativen Entwicklungsträgheit des Schweizerischen Marktes nur marginal beeinflussen dürfte.

vgl. Clayton, Jim & Geltner, David & Hamilton, Stanley W.; Smoothing in Commercial Property Valuations: Evidence from Individual Appraisals; University of Cincinnati Department of Finance; Sauder School of Business Working Paper; August 14, 2000; S. 24-25 & S. 5

Verhaltensökonomische Einflüsse können insbesondere bei der Risikoeinschätzung eine entscheidende Rolle spielen und unter anderem dazu führen, dass die Erwartungsrenditen nicht erzielt werden oder Liquiditätsengpässe eintreten. Unter 3.3 wurden bereits einige wirkende Biases und Heuristiken identifiziert (z.B. *Illusion of Control*, *Confirmation Bias*, *Overconfidence*). Während 48% der Investoren erklären, dass kein Prozess zur Risikoquantifizierung existiert, beläuft sich die Quote bei der Frage, ob die Resultate früherer Investitionsentscheidungen in der Preisfestlegung berücksichtigt werden, auf lediglich 16% und 73% geben dagegen an, dass die früheren Resultate in die Preisbildung einfließen. *Overconfidence* oder der *Confirmation Bias* können eine Erklärung für diese Diskrepanz liefern, es sei denn, die Investoren verlassen sich darauf, dass frühere Entscheidungsergebnisse in der dem aktuellen Investitionsentscheid zugrunde liegenden Bewertung abgebildet sind, was mangels Informationsgrundlage unwahrscheinlich ist und die *Availability* Heuristik bestätigen würde.

62% der Investoren und 61% der Bewerter geben an, dass sie durch Presseberichte über eine Marktüberhitzung nicht beeinflusst werden oder dass diese auf ihr Anlagensegment nicht zutreffen würden. Die *Availability* Heuristik oder das *Narrow Framing* lassen sich durch diese Aussagen nicht bestätigen. Von einer Expertenpräsentation lassen sich allerdings aufgrund der *Availability* 59% der Bewerter beeinflussen und nur 3% äussern diesbezüglich ein klares Nein. Bei den Investoren gestehen nur 26% der Expertenpräsentation einen Einfluss auf die Preisbildung zu.

Anchoring and Adjustment scheint einen Einfluss auf die Preisfestlegung zu haben: Nur 11% der Investoren geben an, dass Informationen über bezahlte Preise aus dem Transaktionsmarkt einen geringen oder keinen Einfluss ausüben. 89% erklären, dass diese Informationen zum Nachdenken anregen oder Einfluss auf die Preisfestlegung haben. Der Einfluss auf die Bewertungen wird mit ebenfalls 88% bestätigt, wobei die Bewerter solche Informationen zur Adjustierung der Marktwerte analytisch erfassen müssen. Auch der Einfluss von Renditeinformationen aus dem Transaktionsmarkt auf die Bewertungen wird durch 77% der Bewerter bestätigt. Der Verfasser versteht die Aussage der Bewerter, dass die Renditeinformationen „in gewisser Weise“ berücksichtigt werden, dahingehend, dass die Bewerter damit einen bedächtigen Umgang mit diesen Informationen zum Ausdruck bringen. Der Einfluss von Renditeinformationen auf die Preisbildung wird mit einem klaren Ja von 54% der Investoren beantwortet. Das von 41% der Investoren geäußerte klare Nein ist vor dem Hintergrund, dass Renditeinfor-

mationen in die Marktwertbewertungen einzufließen haben und die Investoren ihre Investitionsentscheide mit klarer Mehrheit auf der Grundlage von Bewertungen fällen, zunächst schwer nachvollziehbar, kann aber sowohl mit *Overconfidence* als auch – in einem punktuell mit Risiken behafteten Markt – mit dem *Narrow Framing* Effekt erklärt werden.

Üben Renditeinformationen aus dem Transaktionsmarkt einen Einfluss aus?

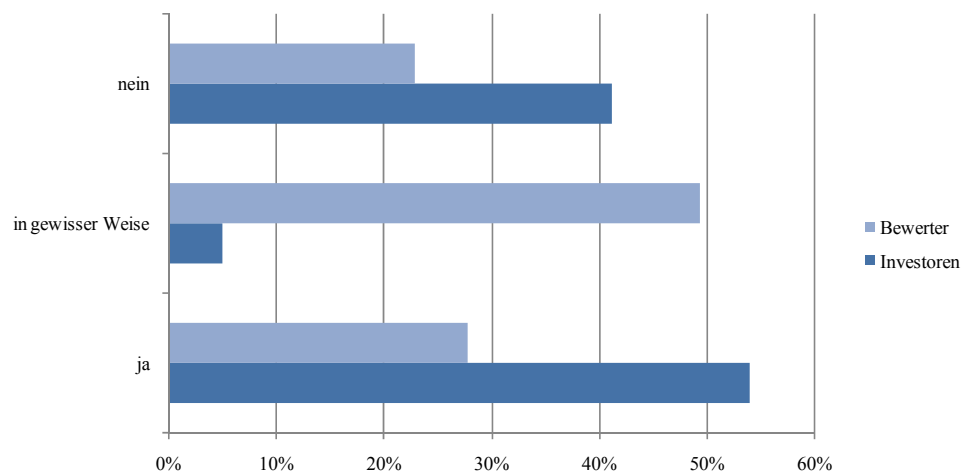


Abb. 22: Einfluss von Renditeinformationen auf Preisbildung und Bewertung

Ein eindeutiger Nachweis der Tendenz zur Ausrichtung nach einem Referenzpunkt kann nicht erbracht werden. Nur 45% der Investoren erklären, dass es einen Einfluss auf die Preisbildung ausübe, wenn ihnen der Verkäufer einer Immobilie die Bewertung eines anerkannten Bewertungsinstituts vorlege. 58% der Bewerter sagen aus, dass eine solche Bewertung zwar zur Gegenprüfung verwendet wird, aber nur 1% gesteht dieser Verkäuferbewertung einen Einfluss auf das eigene Bewertungsergebnis zu. Dieses Ergebnis deckt sich mit einer durch Julian Diaz III⁸⁹ durchgeführten Untersuchung, die den Einfluss vorliegender Liegenschaftsschätzungen auf nachfolgende Immobilienbewertungen nicht nachweisen konnte. Dabei wurden die Effekte des *Anchoring* zwar festgestellt, waren aber statistisch nicht verwertbar, was zum Schluss führte, dass sich *Anchoring*-Effekte weniger offensichtlich als erwartet auswirken. Dies könnte im Fall der Gegenprüfung einer Bewertung mit einem vorliegenden Schätzungsergebnis der Fall sein und deckt sich mit der Feststellung, dass 67% der Investoren keine Preisanpassung vornehmen, wenn sie in einem Bieterprozess erfahren, in welcher Höhe die Konkurrenzangebote liegen, wogegen 56% der Bewerter erklären, dass in solchen Fällen gelegentlich

⁸⁹ Diaz III, Julian; An Investigation into the Impact of Previous Expert Value Estimates on Appraisal Judgment; *Journal of Real Estate Research*, Vol. 13, Issue 1; 1997; S. 57-66

ein Gespräch mit ihrem Kunden über eine nochmalige Überprüfung der Bewertung stattfindet, damit diese eine allfällige Preisrevision stützt. Die Feststellung der Bewerter lässt sich durch die Tatsache plausibilisieren, dass 68% der Investoren eine Preisanpassung in Betracht ziehen oder eine solche vornehmen, wenn sie in fünf aufeinanderfolgenden Bieterprozessen nicht zum Zug gekommen sind. Eine solche Feststellung kann einerseits auf dem *Anchoring and Adjustment* beruhen und wäre andererseits auch durch den *Gambler's Fallacy* Effekt erklärbar, wenngleich dieser nicht bewiesen werden konnte⁹⁰. Für 58% der Bewerter ist eine Anpassung ihrer Bewertung im beschriebenen Fall ausgeschlossen.

50% der Investoren, für welche dies zutreffen kann, zeigen eine höhere Zahlungsbereitschaft für einzelne Assets wenn sie ein Portfolio erwerben können und die Risiken auf mehrere Investitionsgefäße verteilen können. Dies erstaunt vor dem Hintergrund, dass 62% der Investorenvertreter keine höhere WTP⁹¹ für eine Portfoliodiversifikation zeigen oder keinen Einblick in Portfolioüberlegungen haben. Die Bewerter erklären sogar in 83% der Fälle, dass ihre Kunden bei der Akquisition durch mehrere Investitionsgefäße eine höhere Zahlungsbereitschaft zeigen. Für dieses Phänomen kann das *Mental Accounting* eine Erklärung liefern, bei welchem die Investoren ein *Narrow Framing* verfolgen, wobei in diesem Entscheidungsprozess aufgrund der involvierten Stakeholder auch Effekte des *Groupthink* zum Tragen kommen können.

Die *Affect* Heuristik wirkt sich sowohl auf die Preisfestlegung als auch auf die Bewertung aus. 92% der Investoren und 95% der Bewerter erklären, dass die Attraktivität einer Liegenschaft oder ihre subjektiv wahrgenommenen Potenziale einen Einfluss auf Preis und Wert haben. Ein klarer Nachweis für *Affect* kann allerdings durch die Beantwortung einer weiteren Frage nicht erbracht werden: 45% der Investoren und 34% der Bewerter sagen aus, dass Preis oder Wert durch immaterielle Feststellungen anlässlich einer Liegenschaftsbesichtigung beeinflusst werden. Ein eindeutiges Nein auf diese Frage wurde von 14% der Investoren und 30% der Bewerter geäußert. *Affect* übt dadurch in bis zu einem Drittel der Entscheidungsfälle einen Einfluss aus. Diese Feststellung kann auch durch 54% der Investoren, die sich ab und zu auf ihr Bauchgefühl ver-

⁹⁰ Eine Tendenz zum Gambler's Fallacy Effekt lässt sich auch im Umfrageergebnis ablesen, wonach 48% der Investoren dann in einen Markt einsteigen, wenn dieser 5x hintereinander je 6% nach unten und ein erstes Mal 9% nach oben korrigiert hat.

⁹¹ WTP: Willingness to pay ist der maximale Betrag, den eine Person für den Erwerb eines Gutes oder die Vermeidung des Eintritts einer unerwünschten Tatsache zu zahlen bereit ist.

lassen, oder durch die 42%, welche bei einem Immobilienerwerb gegebenenfalls bereit sind, Renditebetrachtungen auszublenden, gestützt werden und findet ihre Bestätigung auch in einer durchgeführten Untersuchung von Gallimore & Gray zum Einfluss der Investorenstimmung⁹².

Zur Präferenzumkehr, dem *Preference Reversal*, konnte bei den Umfrageteilnehmern keine Bestätigung gefunden werden. In 74-78% der Fälle entscheiden die Investoren risikoavers und ziehen eine weniger riskante Investition einer profitableren, aber riskanteren, Alternative vor. Allerdings zeigen Investoren keine höhere Zahlungsbereitschaft für die riskantere Alternative, wie dies das Konzept des *Preference Reversals* vorschlägt⁹³.

Die Risikoaversion der Investoren bestätigt sich auch darin, dass nur 39% bereit sind den Versuch zu wagen, ein drohendes Verlustgeschäft mit einer relativ riskanten Investition noch zu retten. 22% warten lieber ab und 39% sind bereit, das Geschäft ganz abzuschreiben. Eine *Aversion to a sure loss* kann demnach nicht festgestellt werden, was allenfalls darauf zurückzuführen ist, dass institutionelle – und zum Teil auch professionelle – Investoren nicht ihr „eigenes“ Kapital abschreiben, sondern dasjenige ihrer Kapitalgeber. Dass aufgrund dieser Tatsache ein Verlust in der betrachteten Anlegerklasse weniger schwer wiegt und deshalb der *Framing* Effekt der *Loss Aversion* keine Wirkung zeigt, verdeutlicht die Aussage von 75% der Investoren, dass ein früherer Verlust auf einer Immobilie sie nicht zu einem konservativeren Verhalten bei der Preisfestlegung anhält. 67% der Bewerter erklärten hierzu, dass eine frühere zu optimistische Bewertung keinen Einfluss auf eine aktuelle Wertfeststellung habe, was in Bezug auf die *Loss Aversion* nachvollziehbar ist. Sowohl die Aussagen der Bewerter als auch der Investorenvertreter zeigen Züge von *Overconfidence* und *Excessive Optimism* und sollten aufgrund ihres Zusammenwirkens bei der Risikoquantifizierung in Betracht gezogen werden.

Während für einen Kapitalgeber mehr *Loss Aversion* bei institutionellen und professionellen Investoren und deren Bewertern wünschenswert wäre, kann er sich – wohl aus

⁹² vgl. Gallimore, Paul & Gray, Adelaide; The role of investor sentiment in property investment decisions; Journal of Property Research; Taylor & Francis Ltd; Vol. 19, Issue 2; S.111-120

⁹³ unter anderen haben bereits Cox & Grether festgestellt, dass Preference Reversal bei repetitiver Anwendung oder unter Markteinflüssen inkonsistent ist.

vgl. Cox, James C & Grether, David M; The preference reversal phenomenon: Response mode, markets and incentives; Economic Theory, Vol. 7, Springer-Verlag; 1996, S. 381-405

den gleichen Gründen, welche die Absenz der *Loss Aversion* erklären – gemäss der durchgeführten Umfrage darauf verlassen, dass weder bei der Bewertung noch bei der Preisfestlegung der *Confirmation Bias* die Beurteilung trübt. 76% der Investoren und 84% der Bewerter sagen aus, dass Informationen, welche ihre eigenen Ansichten aufgrund früherer Entscheidungen stützen, keinen Einfluss auf aktuelle Entscheidungen haben oder dass die aktuelle Entscheidung im Team gefällt werde. Allerdings kann der *Hindsight Bias* nicht ganz ausgeschlossen werden: 39% der Bewerter erklären, dass die Bestätigung früherer Entscheidungen aktuelle Vorbehalte tendenziell oder ganz ausblendet. Diese Quote beläuft sich bei den Investoren auf 23%.

Weshalb werden "Core" Immobilien zu tieferen Anfangsrenditen eingekauft?

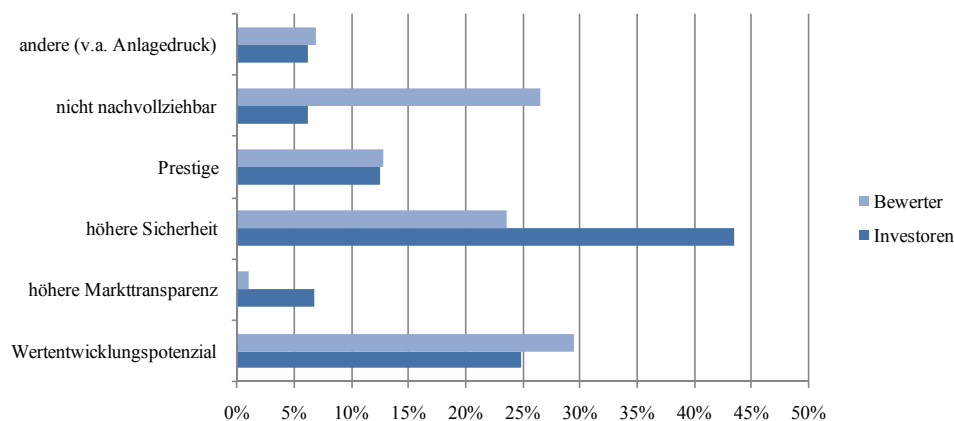


Abb. 23: Gründe für tiefere Anfangsrenditen bei „Core“ Immobilien

49% der Investoren sind der Ansicht, dass bei Investitionen in „Core“ Immobilien der zukünftige Capex eher ausgeblendet wird. 35% der Bewerter können diese Frage nicht beantworten, 38% bestätigen die Aussage. Einigkeit unter den Investoren besteht darin, dass Core Immobilien zu tieferen Anfangsrenditen eingekauft werden, denn für nur 6% der Umfrageteilnehmer auf Investorensseite war dieses Statement nicht nachvollziehbar, wogegen 26% der Bewerter diese Tatsache nicht nachvollziehen können. 12%, bzw. 13%, erachten die hohen Preise für Core Immobilien als Resultat eines Prestigedenkens der Anleger und 6%, bzw. 7%, sehen vor allem den Anlagedruck als preistreibenden Faktor.

Nur 7% der Investoren und nur einer von über hundert Bewertern sind der Meinung, dass die tieferen Renditen bei Core Immobilien auf eine höhere Markttransparenz zurückzuführen sind. Es erstaunt, dass die sich in der Regel auf Bewertungsergebnisse referenzierenden Investoren zu 44% der Meinung sind, dass tiefere Anfangsrenditen bei Core Immobilien auf eine höhere Sicherheit zurückzuführen sind: die zu 45.9% bei Ak-

quisitionen eingesetzte DCF-Bewertung kann die von 49% der Investoren mitgetragene Feststellung der Capex-Vernachlässigung nicht stützen und stellt die Sicherheitsüberlegung mindestens in Frage. Eine Erklärung kann das Wertentwicklungspotenzial liefern, das 25% der Investoren und 29% der Bewerter als treibende Kraft für die tiefen Anfangsrenditen identifizieren. Core Immobilien haben in den vergangenen Jahren teils markante Wertentwicklungen durchlaufen, weshalb die *Representativeness* Heuristik, gepaart mit *Availability*, bei einem Teil der Investoren dazu führt, dass diese in Core Immobilien nicht nur eine gute, sondern gleichzeitig eine sichere Anlage mit überdurchschnittlicher zukünftiger Rendite sehen. Diese Feststellung ist kongruent mit den durch Shefrin⁹⁴ für sichere Aktienanlagen ermittelten Resultaten und steht im Widerspruch zum CAPM, aus welchem mit höherer Sicherheit einer Anlage eine tiefere Risikoprämie für den Anleger resultiert.

⁹⁴ vgl. Shefrin, Hersh; Do Investors Expect Higher Returns from Safer Stocks Than from Riskier Stocks?; The Journal of Psychology and Financial Markets, Vol. 2, No. 4; The Institute of Psychology and Markets; 2001; S. 176-181

4 Schlussbetrachtung

Die durchgeführte Umfrage sollte die Grundlage für eine statistische Gesamtbetrachtung des Verhaltens der Marktakteure liefern und hatte nicht zum Ziel, einzelne Einflussfaktoren auf die Preisfestlegung wissenschaftlich zu belegen. Die Auswertung von 271 Umfragefeedbacks repräsentiert kombiniert mindestens 30% des geschätzten Anlagevolumens der institutionellen und professionellen Investoren in Schweizer Anlageimmobilien und ein geschätztes Bewertungsvolumen von über CHF 60 Mrd. Die wesentlichen, mit der Preisfestlegung durch institutionelle und professionelle Anleger zusammenhängenden, Faktoren sind die folgenden:

Faktor	Erkenntnis	Beachtenswert
Portfolioexpansion und Portfoliodiversifikation	Hohe Kapitalverfügbarkeit führt zu höherer Zahlungsbereitschaft für die Möglichkeit der Portfolioexpansion. Überlegungen zur Portfoliodiversifikation haben nur geringen Einfluss auf die Preisbildung.	Preisfestlegung erfolgt auch zu Lasten Portfoliorendite. Portfoliooptimierung wird bei Investitionsentscheidung nicht angemessen berücksichtigt. Keine Berücksichtigung der Portfolioliquidität im Ankauf.
Bewertung	DCF Methode überwiegt, gefolgt von Ertragskapitalisierung. Preis muss mindestens indikativ durch Bewertung plausibilisiert werden (NPV, IRR oder Brutto/Netto-Rendite). WACC spielt untergeordnete Rolle für Diskontsatzermittlung.	Keine marktumfassenden Bewertungsstandards. Time Lag zwischen Preis und Wert hat dämpfende Wirkung auf Preisentwicklung. Opportunitätskostenermittlung für Diskontierungssatz enthält Subjektivkomponenten.
Renditeerwartung	Bereitschaft, für Top-Objekte an Bestlagen Nettoankaufsrenditen von 10J. Bundesobligation +1% einzugehen. Erwartungen für Durchschnittsobjekte liegen 50 BPS über diversifiziertem Portfolio.	Veränderung der makroökonomischen Parameter kann zu objektspezifischer Negativrendite führen, was ein performendes Restportfolio voraussetzt. CAPM wird im direkten Markt nicht zur Ermittlung der Risikoprämie eingesetzt.
Wertentwicklungserwartung	Marktakteure erwarten kurz- bis mittelfristiges Anhalten des positiven Preis- und Wertrends.	Punktuelle und segmentspezifische Blasenbildung wird beobachtet.
Risikoaversion	Cash Flow getriebener, Core/Core+ Investitionsstil von 2/3 der Investoren.	Investoren haben dennoch positive Wertentwicklungserwartung. Segmentspezifischer und geografisch punktueller Nachfrageüberhang.
Risikoquantifizierung	Bei fast 50% der Investoren besteht kein implementierter Prozess zur Risikoquantifizierung.	Fördert Representativeness, Availability, Anchoring and Adjustment.
Objektfokus	Wertparameter der Einzelinvestition sind entscheidend. Qualitätseinbußen werden kaum akzeptiert.	Mehrheitliche Ausblendung von Diversifikations- und Portfoliooptimierungspotenzialen.
Best Owner Prinzip	Hat bei 56% Einfluss auf Investitionsentscheid. Durch Objektfokus und Ausblendung Portfolio/Unternehmen kann „Best Owner“ nicht ermittelt werden.	Keine etablierte Definition und dadurch Potenzial für missverständliche Auslegung und Kommunikation.

Faktor	Erkenntnis	Beachtenswert
Finanzierung	Tiefer Fremdfinanzierungsgrad der Akteure (34% mit unter 10% FK). Finanzierungsstruktur hat mehrheitlich keine Auswirkung auf Preisfestlegung.	Entkoppelung von Finanzierungsüberlegungen bei Preisfestlegung kann zu nicht optimaler Akquisition führen.
Agency Konflikte	Bewerter, Bewirtschafter und Akteure innerhalb der REIM Organisation können gegenseitig und gegenüber dem Kapitalgeber Agency Konflikten unterliegen.	Prävention und Überwachung können das Konfliktrisiko eindämmen. Vollständiger Ausschluss ist kaum realisierbar.
Groupthink	Entscheidungen werden mehrheitlich in Gruppen gefällt oder vorbereitet.	Auch zwischen Bewerter und Investor kann das Groupthink Phänomen auftreten.
Anchoring and Adjustment	Die Wirkung der Heuristik ist wahrscheinlich, aber nicht offensichtlich.	Kann zu einer Anpassungstendenz von Preisen und Bewertungen führen.
Mental Accounting	Kann festgestellt werden.	Steht im teilweisen Widerspruch zur Portfoliodiversifikation und -Optimierung
Affect	Hat einen Einfluss auf die Preisfestlegung und teilweise auch die Bewertung.	Führt bei der Preisfestlegung zur Abweichung von Fundamentaldaten
Overconfidence und Confirmation Bias	Das Auftreten dieser Biases ist bei der Risikoquantifizierung, der Markteinschätzung und der Preisfestlegung wahrscheinlich.	Mögliche Untergewichtung wichtiger Einflussfaktoren bei der Preisbildung und dadurch unerkannte Risiken beim Investitionsentscheid.
Illusion of Control	Nicht offensichtlich feststellbar. Latente Möglichkeit besteht, dass ein preisbildender Einfluss entstehen kann.	Ständiges Monitoring der Einflussfaktoren notwendig.
Narrow Framing	Kann in Bezug auf eine punktuelle Preisblase festgestellt werden.	Einschränkung der Nutzung von Akquisitionschancen.
Loss Aversion	Beobachtete Gruppe scheint diesbezüglich "resistent" zu sein.	Kann zu einer reduzierten Risikosensibilität führen.

Tab. 13: Übersicht über die wesentlichen Faktoren der Preisfestlegung

4.1 Fazit

Institutionelle und professionelle Investoren in Schweizer Immobilien verhalten sich grundsätzlich risikoavers. Sie pflegen mehrheitlich einen Core/Core+ Investitionsstil. Fast ausnahmslos legen die Investoren der Preisfestlegung eine Bewertung zugrunde. Über drei Viertel wenden dabei dynamische DCF-Bewertungsmethode und die statische Ertragskapitalisierung sowohl bei Ankaufsobjekten als auch bei Neubauprojekten an. Bei der Preisfindung verlassen sich die Anleger weder auf vorliegende Bewertungen des Veräusserers noch auf historische Bewirtschaftungs- und Investitionskosten und stellen eigene Berechnungen an.

Die Preisfestlegung bei Immobilienakquisitionen erfolgt punktuell und liegenschaftsbezogen. Überlegungen zur Portfoliodiversifikation und zur Portfoliooptimierung fließen

nicht in die Preise ein. Im Fokus steht die Portfolioexpansion, die bei Akquisitionen eine höhere Zahlungsbereitschaft auslöst. Das zur Anlage in Immobilien bereitstehende Kapital ist ein wesentlicher Treiber der Preisbildung. Der Kapitalgeber kann nicht erwarten, dass die Risikoprämie für seine Kapitalkontribution nach CAPM berechnet wird. Auch kann er nicht voraussetzen, dass Gewinne oder Verluste seines treuhänderisch investierten Kapitals mit gleicher Intensität erfasst werden, wie wenn diese bei ihm selbst anfallen würden. Die Liquiditätsbudgets der Investitionen sind in der Ankaufphase von der Portfolio- oder Unternehmensliquidität entkoppelt.

Eine eingeschränkte oder fehlende Konnektivität zum Kapitalmarkt führt bei direkten Immobilienanlagen zu einer finanzierungsneutralen Preisbildung, wodurch mögliche Potenziale keine Berücksichtigung finden. Dies hat eine höhere Wertstabilität zur Folge. Gleichzeitig resultiert daraus im betrachteten Teilmarkt ein geschlossenes System, das auf der Assetebene den Vergleich zu alternativen Kapitalanlagen erschwert und zur Folge hat, dass die Preisfestlegung die Vorlaufreferenz für Immobilienbewertungen bildet. Im aktuellen Marktumfeld liegen dadurch die Bewertungen tendenziell tiefer als die Preise. Der reziproke Effekt ist bei einer Trendumkehr im Markt zu erwarten und birgt das Risiko, dass Investoren aufgrund ihrer Abstützung auf Bewertungsergebnisse das Einsetzen eines negativen Trends nicht rechtzeitig einpreisen.

Von einer Immobilienanlage wird auf diversifizierter, indirekter Ebene eine Rendite erwartet, die exakt zwischen derjenigen für Obligationen und Aktienanlagen liegt. Für beste Lagen und Objekte liegt die Summe von allgemeinem und spezifischem Immobilienrisiko zurzeit bei einem Prozent über der Bundesobligation. Eine Zins- oder eine Trendwende in den makroökonomischen Faktoren wird auf Portfolioebene abzufedern sein, was den Ausschluss von portfoliospezifischen Überlegungen bei der Preisfestlegung in Frage stellt.

Die erste Hypothese, wonach sich Investoren bei ihren Investitionsentscheidungen von einer durch sie mitverursachten und mitgetragenen Marktstimmung beeinflussen lassen und rationale Preisfestlegungsgründe untergewichten, kann nicht vollständig bestätigt werden. Allerdings ist der Nachweis erbracht, dass aufgrund der hohen Verfügbarkeit von Anlagekapital eine höhere Zahlungsbereitschaft für die Möglichkeit der Portfolioexpansion unter Ausblendung der Implikationen auf das Gesamtportfolio besteht und dass dadurch, kombiniert mit verhaltensökonomischen Einflüssen, die durch eine zugrunde liegende Bewertung rationalisierte Plausibilisierung des Preises relativ inter-

pretationsfrei ausgelegt wird und den ihr vordergründig zugestandenen imperativen Einfluss einbüsst. Es steht fest, dass das CAPM keine beeinflussende Grundlage für die Preisfestlegung bildet.

Für die zweite Hypothese konnte nicht nachgewiesen werden, dass die Untergewichtung rationaler Entscheidungsmodelle die Ursache für das Auseinanderdriften von Zahlungsbereitschaft und geschätztem Wert ist. Es wurde hingegen bewiesen, dass das aktuelle Preisniveau durch die Bewertungen nicht akkurat widergegeben wird. Die zeitverzögerte Reaktion von Bewertungsergebnissen auf die Preise wurde indikativ erfasst, bedarf allerdings zur Quantifizierung einer fokussierten Untersuchung. Die kombinierten Umfrageresultate bestätigen, dass die Bewerter von Schweizer Anlageimmobilien durch den Druck von effektiven Transaktionspreisen die Tendenz zeigen, sich dem Investorenverhalten anzunähern. Allerdings erlauben die Auswertungen keine quantitative Beurteilung der beeinflussenden Faktoren.

4.2 Diskussion

Die Erhebung bei Investoren und Bewertern wurde in einem ausserordentlichen Marktumfeld durchgeführt, das ein positives BIP Wachstum von 2.4%, eine Arbeitslosenquote von 3% und eine Jahreststeuerung von 0.4% ausweist⁹⁵. Das Zielband der SNB für den Dreimonats-Libor lag während der Umfrage bei 0%-0.75%, wobei ein Dreimonats-Libor um 0.25% angestrebt wurde⁹⁶. Dieses Zielband wurde Anfang August 2011 auf 0%-0.25% eingengt und das Ziel für den Dreimonats-Libor so nahe bei Null wie möglich festgelegt⁹⁷. Das internationale Umfeld kann, auch drei Jahre nach der Finanzkrise, als äusserst volatil bezeichnet werden und wird unter anderem von einer übermässigen Staatsverschuldung in den Euroländern (Schuldenkrise) und dem bis 02.08.2011 drohenden Damoklesschwert einer Insolvenz der USA überschattet. Als Folge davon hat der Schweizer Franken zunehmend ausländisches Kapital angezogen und sich im internationalen Vergleich weiter aufgewertet. Der zu beobachtende Vertrauensverlust privater und professioneller Investoren in Anlagen am Kapitalmarkt hat eine Flucht des Kapitals in Sachwerte, wie Rohstoffe oder Immobilien in stabilen Märkten, ausgelöst. Diese Hintergründe, die Auswirkungen einer seit Jahre positiven Migration und historisch

⁹⁵ Staatssekretariat für Wirtschaft, SECO, Konjunkturtendenzen Sommer 2011, Datengrundlage bis Mitte Juni 2011

⁹⁶ Medienmitteilung Schweizerische Nationalbank; Geldpolitische Lagebeurteilung vom 16.Juni 2011

⁹⁷ Medienmitteilung Schweizerische Nationalbank vom 03.August 2011

günstige Finanzierungsmöglichkeiten haben für eine anhaltende hohe Nachfrage im Schweizer Immobilienmarkt gesorgt. Es wird erst rückwirkend analysierbar sein, welchen Effekt in welchem Umfang diese Rahmenbedingungen auf die Preisfestlegung beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz hatten.

Vor diesem Hintergrund wird auch zu untersuchen sein, ob sich eine partiell beobachtete Preisblase letztlich gebildet hat oder ob es sich dabei um eine auf das Inland beschränkte Beobachtung handelt, die bei globaler Betrachtung durch Deviseneffekte relativiert werden kann. Da Preisblasen erst rückwirkend identifizierbar sind, wird, falls eine solche im Entstehen oder bereits entstanden ist, erst in Zukunft die Möglichkeit zur Analyse bestehen, ob eine solche Blase allenfalls zu spät erkannt wurde, weil die Immobilienbewertungen sich zeitverzögert an die Handelspreise anpassten.

4.3 Ausblick

Zwecks Prüfung der quantitativen Relevanz der aus der durchgeführten Umfrage gewonnenen Feedbacks sind weitere strukturierte und fokussierte Analysen notwendig. Dabei wird das Interesse auch darauf zu legen sein, welche Auswirkungen Marktveränderungen auf das Verhalten der Marktakteure haben werden. Es wird in diesem Zusammenhang erwartet, dass sich eine Abschwächung oder eine Umkehr des positiven Preis- und Werttrends in einer zunehmenden Berücksichtigung von Portfoliodiversifikationsüberlegungen niederschlagen und der Risikoquantifizierung höheres Gewicht beigemessen wird. Dies sollte mit einer Reduktion der Zahlungsbereitschaft für eine Portfolioexpansion einhergehen.

Es wird weiter erwartet, dass sich die Divergenz zwischen Bewertung und Preisfestlegung um den Zeitpunkt einer Trendumkehr reduzieren wird. Von Interesse wird die Entwicklung der durch die Investoren tolerierten Abweichung der Preise von den Werten sein, die aktuell im Durchschnitt 8% beträgt. Eine Zinserhöhung sollte sich grundsätzlich in einer Erhöhung der absoluten Anfangsrenditen und damit in den Preisen und Werten niederschlagen. Sollte dies zum gegebenen Zeitpunkt nicht feststellbar sein, ist davon auszugehen, dass sich die Risikoeinschätzung für Schweizer Immobiliendirektanlagen weiter den Renditeerwartungen an Obligationen annähert. Dies würde eine Kombination weiterhin positiver makroökonomischer Einflüsse auf die Schweiz und eine anhaltende Unsicherheit auf den globalen Kapitalmärkten mit der gegebenenfalls weiteren Erstarkung des Schweizer Frankes voraussetzen.

Literatur- und Quellenverzeichnis

- Bar-Hillel, M. (1980). The Base-Rate Fallacy in Probability Judgments. *Acta Psychologica* , 44, 211-233.
- Baum, A., Crosby, N., Gallimore, P., McAllister, P., & Gray, A. (2000). *The influence of valuers and valuations in the workings of the commercial property investment market*. Department of Land Management and Development, The University of Reading & Department of Surveying, Nottingham Trent University. London: RICS Research Foundation.
- Bayes, T. (1763). Essay towards solving a problem in the doctrine of chances. *Phylosophical Transactions of the Royal Society of London* , 53, 370-418.
- Becker, G. M., DeGroot, M. H., & Marschack, J. (1964). Measuring Utility by a Single-Response Sequential Method. *Behavioral Science* , 9 (3), 226-232.
- Bergmann, A., Fausch, R., Bietenhader, D., Meier, P., & Altwegg, M. (Mai 2007). *KTI-Projekt Immobilien-Pool öffentlich-rechtliche Körperschaften, Schlussbericht*. Zürcher Hochschule Winterthur, Institut für Verwaltungsmanagement, Institut für Banking & Finance. Winterthur: Zürcher Hochschule Winterthur.
- Bundesamt für Statistik, BFS. (2011). *Gebäude- und Wohnungsstatistik 2009*. Neuchâtel: Bundesamt für Statistik, BFS.
- Bundesamt für Statistik, BFS. (29.06.2009). *Medienmitteilung Nr. 0350-0907-10*. Neuchâtel: Bundesamt für Statistik, BFS.
- Bundesamt für Statistik, BFS. (19.07.2010). *Medienmitteilung Nr. 0350-1006-30*. Neuchâtel: Bundesamt für Statistik, BFS.
- Bundesamt für Statistik, BFS. (19.07.2010). *Medientmitteilung 0350-1006-30*. Neuchâtel: Bundesamt für Statistik, BFS.
- Clayton, J., Geltner, D., & Hamilton, S. W. (2000, August 14). *Smoothing in Commercial Property Valuations: Evidence from Individual Appraisals*. University of Cincinnati Department of Finance. Cincinnati: Sauder School of Business Working Paper.
- Cox, J. C., & Grether, D. M. (1996). The preference reversal phenomenon: Response mode, markets and incentives. *Economic Theory* , 7, 381-405.
- Diaz III, J. (1997). An Investigation into the Impact of Previous Expert Value Estimates on Appraisal Judgement. *Journal of Real Estate Research* , 13 (1), 57-66.
- Diaz III, J. (1990). How Appraisers Do Their Work: A Test of the Appraisal Process and the Development of a Descriptive Model. *Journal of Real Estate Research* , 5 (1), 1-16.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work. 25, 383-417.
- Fisher, I. (1928). *The Money Illusion*. New York: Adelphi Company.
- Gallimore, P., & Gray, A. (2002). The role of investor sentiment in property investment decisions. *Journal of Property Research* , 19 (2), 111-120.

- Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate - Analysis & Investments*. Mason, OH, USA: South-Western.
- Guerra, F. (2008). *Abwicklung von Asset-Swap-Immobilientransaktionen in der Schweiz unter spezieller Berücksichtigung der Umwandlung von direkten Pensionskassen Immobilienanlagen zu Anlagestiftungen*. Zürich: Curem.
- Hasenmaile, F. (15. Oktober 2008). *Der Retail Asset Markt in der Schweiz*. Zürich: Credit Suisse Economic Research.
- Hauseigentümerverband Schweiz. (25. Juni 2011). *Immolexikon*. Abgerufen am 25. Juni 2011 von HEV Schweiz: <http://www.hev-schweiz.ch/vermieten-verwalten/immolexikon>
- International Accounting Standards Committee. (2011 (Version effective 01 January 2005, including amendments resulting from IFRSs issued up to 12-31-2010)). *International Accounting Standard 40 (IAS 40)*. London: IFRS Foundation.
- IPD / Wüest & Partner. (2011). Präsentation Annual Property Index Switzerland. (S. 8 & 10). Zürich: IPD / Wüest & Partner.
- Janis, I. L. (1972). *Victims of Groupthink: A Psychological Study of Foreign-Policy Decisions and Fiascoes*. Boston: Houghton Mifflin.
- Jarvik, M. E. (1951). Probability learning and negative recency effect in the serial anticipation of alternative symbols. *Journal of Experimental Psychology*, 41, 291-297.
- Jenny, A. (2008). *Die Messbarkeit der Qualität von Immobilienbewirtschaftungsdienstleistungen aus der Sicht institutioneller Immobilieninvestoren*. Zürich: Curem.
- Jensen, M. C. (1994). SELF-INTEREST, ALTRUISM, INCENTIVES & AGENCY THEORY. *Journal of Applied Corporate Finance*, VII (2), 12-13.
- Jones Lang LaSalle. (2010). *Global Real Estate Transparency Index 2010*. Abgerufen am 13. 06 2011 von Jones Lang LaSalle: http://www.joneslanglasalle.com/Documents/GlobalTransparencyIndex/Global_Transparency2010_FINAL.pdf
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2), 263-291.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo bias. *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1), 193-206.
- KPMG AG; Hochschule Luzern - Wirtschaft; KloessRealEstate; Fahrländer PartnerAG;. (2011). *Immobilien- und Hypothekarmarkt - Quo vadis?* Zurich: KPMG AG.
- Loepfe, A. (26.02.2010). Einführung in das 1. Modul MAS Real Estate. (S. 46). Zürich: Universität Zürich, Curem.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, VII (1), 77-91.

- Meier, P., Altwegg, M., Bermann, A., Fausch, R., & Bietenhader, D. (2007). *Immobilien-Pool für öffentlich rechtliche Körperschaften - Schlussbericht KTI-Projekt (750.2. ESPP-ES)*. Winterthur: Institut für Verwaltungsmanagement und Institut für Banking & Finance; Zürcher Hochschule Winterthur.
- Miles, J. A., & Ezzell, J. R. (1980). The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15 (3), 719-730.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Myers, S. C., & Turnbull, S. M. (1977). Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News. *The Journal of Finance*, 32 (2), 321-333.
- Petitjean, M. (2011). Analyse unterschiedlicher Risikofaktoren und deren Einfluss auf die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften. In U. C. University of Zurich, *Immobilienwirtschaft aktuell* (S. 11). Zürich: vdf, Hochschulverlag AG an der ETH Zürich.
- Prien, U. (16. 06 2011). Basiszinssatz für Immobilienmarktrisiko. (B. Seger, Interviewer) Zürich.
- Rajki, F. (2006). *Die Positionierung von Immobilien-Anlageprodukten auf institutionellen Märkten*. Zürich: Curem.
- Schalcher, H.-R., Boesch, H.-J., Bertschy, K., Sommer, H., Matter, D., Gerum, J., et al. (2011). *Was kostet das Bauwerk Schweiz in Zukunft und wer bezahlt dafür?* Zürich: vdf Hochschulverlag.
- Schauvelberger, E. (16.06.2011). Institutionelle im Clinch. *Handelszeitung, Immobilien Special* (24), 54.
- Schnorf, P. (16.04.2010). Immobilienmarktforschung / Teil 2, Präsentation Curem. (S. 7-9). Zürich: Universität Zürich.
- Schulz, H.-R., & Würmli, P. (12/2004). *Miete und Eigentum, Detailauswertung der Gebäude und Wohnungserhebung 2000*. Basel: Bundesamt für Statistik und Bundesamt für Wohnungswesen.
- Schulz, H.-R., & Würmli, P. (April 2005). *Wohnen 2000*. Grenchen: Bundesamt für Wohnungswesen (BWO).
- Schweizerische Nationalbank. (03.08.2011). *Die Nationalbank trifft Massnahmen gegen den starken Franken*. Zürich: Schweizerische Nationalbank.
- Schweizerische Nationalbank. (16.06.2011). *Geldpolitische Lagebeurteilung vom 16.Juni 2011*. Zürich / Bern: Schweizerische Nationalbank.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Sharpe, W. F. (Fall 1994). The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*, 21, 49-58.
- Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance - Decisions that Create Value*. New York, USA: McGraw-Hill/Irwin.

- Shefrin, H. (2001). Do Investors Expect Higher Returns from Safer Stocks Than from Riskier Stocks? *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 2, No. 4 , 176-181.
- Sotelo, R. (2010). Anmerkungen zur Finanzkrise aus immobilienökonomischer Sicht. *GuT Gewerbemiete und Teileigentum* , 53, 82-92.
- Sotelo, R. (11.03.2011). Ökonomie der Anlageprodukte. (S. 38). Zürich: Universität Zürich, Curem.
- Staatssekretariat für Wirtschaft SECO. (2011). *Konjunkturtendenzen Sommer 2011*. Bern: SECO, Staatssekretariat für Wirtschaft, Direktion für Wirtschaftspolitik.
- Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making* , 12, 183-206.
- The European Group of Valuer's Association. (2009). EVS 3. In *European Valuation Standards, Sixth Edition* (S. 43). TEGoVA.org.
- The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Chapter Switzerland. (2007). *Swiss Valuation Standards (SVS) - Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland*. Zurich, Switzerland: vdf Hochschulverlag AG an der ETH Zürich.
- Thomas, C. P. (2011). Management indirekter Immobilien-Anlagen. *Universität Zürich, Curem*, (p. 15). Zürich.
- Tversky, A., & Thaler, R. H. (1990). Anomalies: Preference Reversals. *Journal of Economic Perspectives* , 4 (2), 201-211.
- Waegner, I. (2007). *4-Quadranten-Ansatz, Mögliche Potentiale der Portfoliodiversifizierung für Schweizer Institutionelle Investoren*. Zürich: Curem.
- Wellner, K. (2003). *Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems - Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios* (Bd. 3). Leipzig: Books on Demand GmbH.
- Wellner, K. (14. Februar 2011). Immobilien Investment Management. (S. 46). Zürich: Universität Zürich, Curem.
- Wittorf, E. (1999). *Diplomarbeit*. Zürich: Institut für Banking und Finance.
- Wolfson, J., & Shreiber, E. (5. November 1998). The Down-Side of a Sellers Market. *Realty Times* , S. accessed online http://realtytimes.com/rtpages/19981105_sellersmkt.htm, May 17, 2011.
- Zaborowsky, C. (2011). Der "wahre" Immobilienwert. *immobilia* , 78 (6), 20-21.

Anlagen

Anlage 1; Fragebogen zur Beurteilung durch Investoren

Fragebogen Investoren
1. Zu welcher Gruppe von Anlegern zählen Sie sich?
2. Wie oft bewerten Sie Ihren Bestand?
3. Setzen Sie einen externen Bewerter ein?
4. Wie lange (in Jahren) arbeiten Sie schon mit Ihrem Bewerter zusammen
5. Bewirtschaften Sie Ihr Portfolio selbst oder lassen Sie es durch Dritte bewirtschaften?
6. In der Akquisition: Wie werden Ankaufsobjekte bewertet?
7. In der Akquisition: Wie werden Neubauprojekte bewertet?
8. Welche Rolle spielt die Bewertung bei Ihrem Anlageentscheid
9. Wenn Sie die Bewertung nur indikativ einsetzen, welche Toleranz zur Bewertung lassen Sie bei der Preisfestlegung zu?
10. Ermitteln Sie die Strukturkomponente zu Performancemessung Ihres Portfolios?
11. Wie würden Sie Ihren Investitionsstil charakterisieren?
12. Die vielen Presseberichte über eine Überhitzung des Immobilienmarktes. Was hatten diese für eine Wirkung auf Sie?
13. Liegen die aktuellen Bewertungs-Diskontsätze durchschnittlich höher oder tiefer als die Sätze, die Sie 2003/2004 (12 Mt. Libor ca. 0.5%) angewandt haben (Angabe in +/- BPS)
14. Angenommen, Ihr aktuelles Portfolio weist eine Nettorendite von 5.1% auf dem Verkehrswert aus. Sie selbst oder Ihr Unternehmen wollten die Rendite durch Akquisitionen erhöhen. Wo denken Sie, dass Sie realistischerweise innerhalb von 5 Jahren hinkommen können?
15. Glauben Sie, dass die Schätzungsergebnisse Ihrer Bewerter die im Markt aktuell bezahlten Preise adäquat abbilden?
16. Sie haben die einmalige Chance, eine Liegenschaft zu erwerben, die Ihnen mit 53%iger Sicherheit eine Rendite von 12.4% bringt. Als Alternative können Sie in eine Immobilie investieren, die mit 90%iger Sicherheit eine Rendite von 5.5% bringt. Sind Sie bereit, für den 12.4%er eine Prämie zu bezahlen, um diese zu kaufen?
17. Wenn Sie mit Leverage (Fremdfinanzierung) arbeiten: Wie werden die erwarteten Finanzierungskosten bei Ihrer Preisfestlegung berücksichtigt? - Wenn Sie Eigenkapital verwenden, wie berücksichtigen Sie Ihre Opportunitätskosten?
18. Wie weist Ihr Bewerter den Diskontsatz aus?
19. Spielen Realooptionen bei Ihren Investitionsentscheiden eine Rolle?
20. Falls Sie schon mal einen Verlust auf einer Immobilie gemacht haben: Waren Sie nachher eher konservativ bei der Preisfestlegung?
21. Die Immobilienpreise steigen mehrheitlich auf breiter Front nun schon seit längerer Zeit. Glauben Sie, dass dieser Trend anhalten kann?
22. Ist es möglich, dass Sie auf einen augenscheinlich guten Kauf verzichten, wenn Sie der Meinung sind, dass Sie in Zukunft allenfalls noch an bessere Investitionen gelangen?
23. Sind Sie bereit, mehr für eine Immobilie zu bezahlen, wenn diese zu einer besseren Diversifikation Ihres Portfolios beiträgt?

24. Werden Sie durch so genannte Brutto- oder Nettorenditen, die Sie aus dem Transaktionsmarkt erfahren, beeinflusst?
25. Falls Ihnen vom Verkäufer der Immobilie die Bewertung eines anerkannten Bewertungsinstitutes vorgelegt wird: Hat dies Einfluss auf Ihre Preisfindung?
26. Werten Sie bei einer Akquisition den Markt für Vergleichsobjekte statistisch aus (Leerstände, Mietzinsniveaus, Neubauten, Infrastrukturprojekte etc.)
27. Kann es auch mal sein, dass Sie für eine Immobilie mehr bezahlen als Sie dies bei reiner Renditebetrachtung tun würden, weil Sie z.B. der Meinung sind, dass das Objekt gut zu Ihrem Unternehmen passt oder gut für Ihr Unternehmensprestige ist?
28. Nehmen wir an, ein Projekt/Objekt läuft nicht so, wie Sie sich das vorgestellt haben. Sie haben die Wahl, dieses entweder mit Verlust zu verkaufen oder durch eine relativ riskante Investition eventuell doch noch einen Erfolg zu erzielen. Was tun Sie?
29. Würden Sie von sich selbst (oder ihrem Unternehmen) sagen, dass Sie spezialisiert auf ein Immobiliensegment sind und deshalb das Pricing in diesem Segment besser im Griff haben?
30. Entscheiden Sie ab und zu auch einmal aus dem Bauch heraus?
31. Sehen Sie bei direkten Immobilienanlagen eine Blasenbildung?
32. Sie haben die Wahl zwischen zwei Objekten. Das eine Objekt bietet Ihnen mit 85%iger Sicherheit eine zukünftige Rendite von 5%, die andere Liegenschaft ermöglicht Ihnen eine Rendite von 11%, aber Sie haben ein 50% Risiko, dass diese Rendite nicht erzielt werden kann. Welche Liegenschaft kaufen Sie?
33. Weshalb denken Sie, dass "Core" Immobilien zu tieferen (Anfangs-)Renditen eingekauft werden?
34. Sind Sie der Meinung, dass bei "Core" Immobilien zukünftig notwendige Investitionen durch die Erwerber eher ausgeblendet werden?
35. Sie haben die Möglichkeit, eine Immobilie zu erwerben, von der Sie überzeugt sind, dass sie in 5 Jahren eine Perle sein wird, auch wenn dies die heutigen Fundamentaldaten noch nicht zeigen oder gewisse Unsicherheiten bestehen. Sind Sie bereit, für diese Akquisition eine Prämie zu zahlen?
36. Hat die Attraktivität einer Liegenschaft (visuell, konzeptionell oder aufgrund subjektiver Wertentwicklungspotenziale) einen Einfluss auf Ihre Preisfestlegung?
37. Sind Sie bereit, höhere Preise zu bezahlen, um ein Wachstum in Ihrem Portfolio zu erreichen, auch wenn dies zulasten Ihrer Portfoliorendite geht?
38. Die Zinsen waren in diesem Jahrtausend schon einmal tief. Wie finanzieren Sie heute im Vergleich zu 2003/2004?
39. Wie hoch in % des Verkehrswertes ist Ihr durchschnittlicher Fremdfinanzierungsgrad?
40. Bei welchem Zinsspread sehen Sie Ihre Schmerzgrenze (Spread = Ihr Nettoliegenschaftsertrag [vor Finanzierung] nach Abzug aller [z.B. eigene Management-]Kosten minus Ihre Refinanzierungskosten)
41. Annahme: Sie haben Ihre Finanzierung entweder über Caps oder über Swaps abgesichert. Sind Sie überzeugt, dass Sie damit Ihre Finanzierungsrisiken über die nächsten 10 Jahre im Griff haben und sich über Ihre Cashflows deshalb keine Gedanken machen müssen?
42. Hat Ihre Finanzierungsstruktur bei der Preisfestlegung einen Einfluss?
43. Spielen so genannte "Best Owner" Prinzipien bei Ihren Investitionsentscheidungen eine Rolle?

44. Wenn Sie eine Immobilie verkaufen: Wären Sie bereit, so viel für diese Immobilie zu bezahlen, wie Sie selbst dafür verlangen?
45. Wenn Sie ein Portfolio erwerben können: Sind Sie allenfalls bereit, für einzelne Assets mehr zu bezahlen, weil Sie die Risiken auf mehrere Investitionsgefässe verteilen können?
46. Wenn Sie in einem Bieterprozess erfahren, in welcher Höhe Konkurrenzangebote liegen: Sind Sie bereit, Ihr eigenes Angebot danach anzupassen, wenngleich Ihre Bewertung diesen Preis (noch) nicht stützt?
47. Werden die Resultate früherer Investitionsentscheidungen in Ihrer Preisfestlegung berücksichtigt?
48. Die Ihnen zur Verfügung gestellten Informationen zu einer Liegenschaft haben Sie überzeugt und Sie möchten die Immobilie erwerben. Nun gehen Sie an die Besichtigung und da läuft einiges schief. Die Allgemenflächen sind lausig gereinigt, einige Mieter sind mehr als unkooperativ und die Besichtigung ist miserabel geführt. Hat dies einen Einfluss auf Ihre Preisfestlegung?
49. Sie haben die letzten Jahre erfolgreich eingekauft und sich selbst zum Ziel gesetzt, oder haben die Vorgabe erhalten, das Akquisitionsvolumen jedes Jahr um 5% zu steigern. Sind Sie bereit, für diese Zielerreichung Abstriche bei der Qualität der einzukauften Immobilien zu machen?
50. Entscheiden Sie sich für eine Investition aufgrund ihres NPV oder aufgrund ihres IRR?
51. Erstellen Sie für eine Akquisition ein Liquiditätsbudget, das sich auf die Gesamtportfolioliquidität abstützt?
52. Nehmen wir an, Sie sind in Bieterprozessen 5 Mal hintereinander nicht zum Zug gekommen. Passen Sie fortan Ihr Kaufgebot nach oben an?
53. Nehmen wir an, eine sichere Obligation verfügt über eine Rendite von 2.5% und die langfristige Performance von Aktien beträgt 7.5%. Wie müsste aus Ihrer Sicht eine diversifiziertes Immobilienportfolio rentieren (% Nettorendite), damit Sie dieses als Anlage bevorzugen (ohne Leverage-Effekte)?
54. Wie schätzen Sie die mittelfristigen (5-10 Jahre) Wertentwicklungspotenziale von Schweizer Immobilienanlagen ein?
55. Fliessen makroökonomische Faktoren, wie z.B. ein möglicher Rückgang der Immigration oder eine Änderung des Zinsumfeldes, in Ihre Preisüberlegungen mit ein und werden diese Überlegungen quantifiziert?
56. Märkte zeichnen sich durch Zyklen aus. Manche Zyklen sind länger, andere kürzer. Spielen Marktzyklen bei Ihren Preisüberlegungen eine Rolle?
57. Sie waren gestern an einer Präsentation zum Immobilienmarkt der Region XY. Heute haben Sie die Möglichkeit, eine Immobilie zu erwerben, die in der gestrigen Präsentation als "Must Have" dargestellt wurde. Hat dies Einfluss auf Ihre Preisfestlegung?
58. Auf welcher Ebene findet bei Ihnen bei einer Akquisition die Preisfestlegung statt?
59. Wem obliegt letztendlich der definitive Anlageentscheid?
60. Sie haben die Wahl, in einen Neubau (Wohnen) mit prognostizierter NCF Rendite von 5.1% zu investieren oder in eine rollend und gut unterhaltende Wohnrenditeliegenschaft mit Baujahr 1974 und einer historischen Nettocashflowrendite (auf den zu zahlenden Kaufpreis gerechnet) von 6.2%. Welche Immobilie wählen Sie?
61. Welchen Renditezuschlag machen Sie für Projektentwicklungen (in %) im Vergleich zu Bestandsobjekten - Gehen Sie bei dieser Aussage davon aus, dass ein GU/TU ein Kostendach für die Entwicklungskosten garantiert.

Anlagen

62. Wenn Sie in Projektentwicklungen investieren: Lassen Sie sich die Erfüllung über "sichere" Fertigstellungsgarantien absichern?
63. Haben Sie einen implementierten Prozess zur Risikoquantifizierung bei Immobilienakquisitionen?
64. Sie hegen Zweifel an gewissen Objekteigenschaften. Andererseits hatten Sie bei früheren Akquisitionen bereits ähnliche Zweifel und Ihre Kaufentscheidung hat sich im Nachhinein als gut erwiesen. Blenden Sie Ihre aktuellen Vorbehalte deshalb bei der Preisfestlegung aus?
65. Stützen Sie sich bei der Preisbildung auf historische Bewirtschaftungs- und Investitionskosten ab oder erstellen Sie hierfür ein eigenes Budget
66. Was haben Prognosen über einen bevorstehenden Anstieg der Inflationsrate für Auswirkungen auf die Festlegung Ihrer Ankaufspreise?
67. Sie wollten kürzlich eine Liegenschaft erwerben, doch Ihre Partner waren dagegen. Im Nachhinein hat sich herausgestellt, dass Sie recht hatten. Versuchen Sie Ihre Partner bei der nächsten Kaufgelegenheit umso mehr zu überzeugen?
68. Vergleichen Sie die Performance Ihres Portfolios mit der Performance des Schweizer Immobilienindex (z.B. IPD, IAZI, KGAST)?
69. Falls Sie in einem Anstellungsverhältnis sind: Haben Sie eine Bonuskomponente in Ihrem Gehalt?
70. Annahme: Nachdem der Markt in den letzten 5 Jahren jährlich um 6% nach unten korrigierte, hat er letztes Jahr um 9% zugelegt. Sind Sie der Meinung, dass jetzt ein guter Zeitpunkt zum Einstieg wäre?
71. In welches Immobiliensegment investieren Sie bevorzugt?
72. Haben Informationen über bezahlte Preise im Markt einen Einfluss auf Ihre eigene Preisfestlegung?

Anlage 2; Fragebogen zur Beurteilung durch Investoren

Fragebogen Bewerter
1. Welches sind die mehrheitlich verwendeten Bewertungsmethoden für professionelle Investoren
2. Welches sind die mehrheitlich verwendeten Bewertungsmethoden für institutionelle Investoren
3. Wie oft bewertet die Mehrheit Ihrer Kunden den Bestand
4. Wie lange (Jahre) arbeiten Sie durchschnittlich mit einem (Haupt-)Kunden zusammen
5. Welche Rolle spielt die Bewertung beim Anlageentscheid Ihrer Kunden?
6. In welches Immobiliensegment wird Ihrer Meinung nach zurzeit bevorzugt investiert?
7. Ermittelt die Mehrheit Ihre Kunden die Strukturkomponente zur Performancemessung ihres Portfolios?
8. Werden Sie bei Akquisitionen Ihrer professionellen/institutionellen Kunden für Bewertungen eingesetzt?
9. Wie oft legen Sie den Diskontsatz fest /überprüfen Sie diesen?
10. Die vielen Presseberichte über eine Überhitzung des Immobilienmarktes. Hatten diese auch eine Auswirkung auf Ihr Bewertungsverhalten?
11. Liegen die aktuellen Bewertungs-Diskontsätze durchschnittlich höher oder tiefer als die Sätze, die Sie 2003/2004 (12 Mt. Libor ca. 0.5%) angewandt haben (Angabe in +/-BPS)
12. Sind Sie der Meinung, dass Ihre Schätzungsergebnisse die im Markt aktuell bezahlten Preise adäquat abbilden?
13. Wissen sie, wie Ihre Kunden die erwarteten Finanzierungskosten bei ihrer Preisfestlegung berücksichtigen?
14. Arbeiten Sie mit Realoptionen, bzw. werden diese von Ihren Kunden verlangt?
15. Falls sich eine Ihrer Bewertungen im Nachhinein als zu optimistisch herausgestellt hat: Waren Sie nachher eher konservativ bei der Wertfindung?
16. Die Immobilienpreise steigen mehrheitlich auf breiter Front nun schon seit längerer Zeit. Glauben Sie, dass dieser Trend anhalten kann?
17. Sind Ihre Kunden bereit, mehr für eine Immobilie zu bezahlen, wenn diese zu einer besseren Diversifikation ihres Portfolios beiträgt?
18. Werden Sie durch so genannte Brutto- oder Nettorenditen, die Sie aus dem Transaktionsmarkt erfahren, beeinflusst?
19. Falls Sie vom Verkäufer einer Immobilie die Bewertung eines anderen Bewertungsinstitutes vorliegen haben: Hat dies Einfluss auf Ihre Bewertung?
20. Werten Ihre Kunden bei einer Akquisition den Markt für Vergleichsobjekte statistisch aus (Leerstände, Mietzinsniveaus, Neubauten, Infrastrukturprojekte etc.)?
21. Sehen Sie bei direkten Immobilienanlagen eine Blasenbildung?
22. Weshalb denken Sie, dass "Core" Immobilien zu tieferen (Anfangs-)Renditen eingekauft werden?
23. Sind Sie der Meinung, dass bei "Core" Immobilien zukünftig notwendige Investitionen durch die Erwerber eher ausgeblendet werden?
24. Hat die Attraktivität einer Liegenschaft (visuell, konzeptionell oder aufgrund subjektiver Wertentwicklungspotenziale) einen Einfluss auf Ihre Bewertung?
25. Sind Ihre Kunden bereit, höhere Preise zu bezahlen, um ein Wachstum in ihrem Portfolio zu erreichen, auch wenn dies zulasten ihrer Portfoliorendite geht?

26. Bei welchem Zinsspread sehen Sie die Schmerzgrenze für Investitionen bei der Mehrheit Ihrer Kunden (Spread = Nettoliegenschaftsertrag [vor Finanzierung] nach Abzug aller [z.B. eigene Management-]Kosten minus Refinanzierungskosten)?
27. Hat die Finanzierungsstruktur Ihrer Kunden bei der Preisfestlegung einen Einfluss?
28. Spielen so genannte "Best Owner" Prinzipien bei den Investitionsentscheidungen Ihrer Kunden eine Rolle?
29. Wenn Ihr Kunde ein Portfolio erwerben kann: Ist er bereit, für einzelne Assets mehr zu bezahlen, weil er die Risiken auf mehrere Investitionsgefässe verteilen kann?
30. Wenn Ihr Kunde in einem Bieterprozess erfährt, in welcher Höhe die Konkurrenzangebote liegen: Findet dann ein Gespräch mit Ihnen darüber statt, dass Sie Ihre Bewertung nochmals überarbeiten sollen, weil diese den zu erwartenden Preis noch nicht stützt?
31. Aufgrund der Ihnen zur Verfügung gestellten Informationen zu einer Liegenschaft sind Sie eher positiv eingestellt. Nun gehen Sie an die Besichtigung und da läuft einiges schief. Die Allgemeinflächen sind lausig gereinigt, einige Mieter sind mehr als unkooperativ und die Besichtigung ist miserabel geführt. Hat dies einen Einfluss auf Ihre Bewertung?
32. Ihr Kunde hat in den letzten Jahren erfolgreich Immobilien eingekauft und sich zum Ziel gesetzt, das Akquisitionsvolumen jedes Jahr um 5% zu steigern. Ist Ihr Kunde eher bereit, für diese Zielerreichung Abstriche bei der Qualität der einzukaufenden Immobilien zu machen?
33. Nehmen wir an, Ihr Kunde ist in Bieterprozessen 5 Mal hintereinander nicht zum Zug gekommen. Passen Sie Ihre Bewertungen eher nach oben an?
34. Nehmen wir an, eine sichere Obligation verfügt über eine Rendite von 2.5% und die langfristige Performance von Aktien beträgt 7.5%. Wie müsste aus Ihrer Sicht eine diversifiziertes Immobilienportfolio rentieren (% Nettorendite), damit die Mehrheit Ihrer Kunden dieses als Anlage bevorzugen (ohne Leverage-Effekte)
35. Wie schätzen Sie die mittelfristigen (5-10 Jahre) Wertentwicklungspotenziale von Schweizer Immobilienanlagen ein?
36. Fliessen makroökonomische Faktoren, wie z.B. ein möglicher Rückgang der Immigration oder eine Änderung des Zinsumfeldes, in Ihre Bewertung mit ein und werden diese Überlegungen quantifiziert?
37. Sie waren gestern an der Präsentation eines Spezialisten zum Immobilienmarkt der Region XY. Hat diese Expertenmeinung Einfluss auf Ihre Bewertung?
38. Welchen Risikozuschlag machen Sie für Projektentwicklungen (in %) - Gehen Sie bei dieser Aussage davon aus, dass ein GU/TU für die Entwicklungskosten ein Kostendach garantiert.
39. Wenn Ihr Kunde in Projektentwicklungen investiert: Lässt er sich die Erfüllung über "sichere" Fertigstellungsgarantien absichern?
40. Sie hegen Zweifel an gewissen Objekteigenschaften. Andererseits hatten Sie bei früheren Bewertungen bereits ähnliche Zweifel und die Kaufentscheidung Ihres Kunden hat sich im Nachhinein als gut erwiesen. Blenden Sie Ihre aktuellen Vorbehalte deshalb bei der Schätzung eher aus?
41. Stützen Sie sich bei der Bewertung ausschliesslich auf historische Bewirtschaftungs- und Investitionskosten ab oder erstellen Sie hierfür ein eigenes Budget?
42. Sie haben kürzlich eine Liegenschaft bewertet, doch Ihr Team / Ihr Kunde war anderer Meinung. Im Nachhinein hat sich herausgestellt, dass Sie recht hatten. Versuchen Sie Ihre Partner bei der nächsten Gelegenheit umso mehr zu überzeugen?

Anlagen

43. Hat die Mehrheit Ihrer Kunden einen implementierten Prozess zur Risikoquantifizierung bei Immobilienakquisitionen?
--

44. Auf welcher Ebene findet bei Ihren Kunden in der Akquisition die Preisfestlegung statt?

45. Haben Informationen über bezahlte Preise im Markt einen Einfluss auf Ihre Bewertung?
--

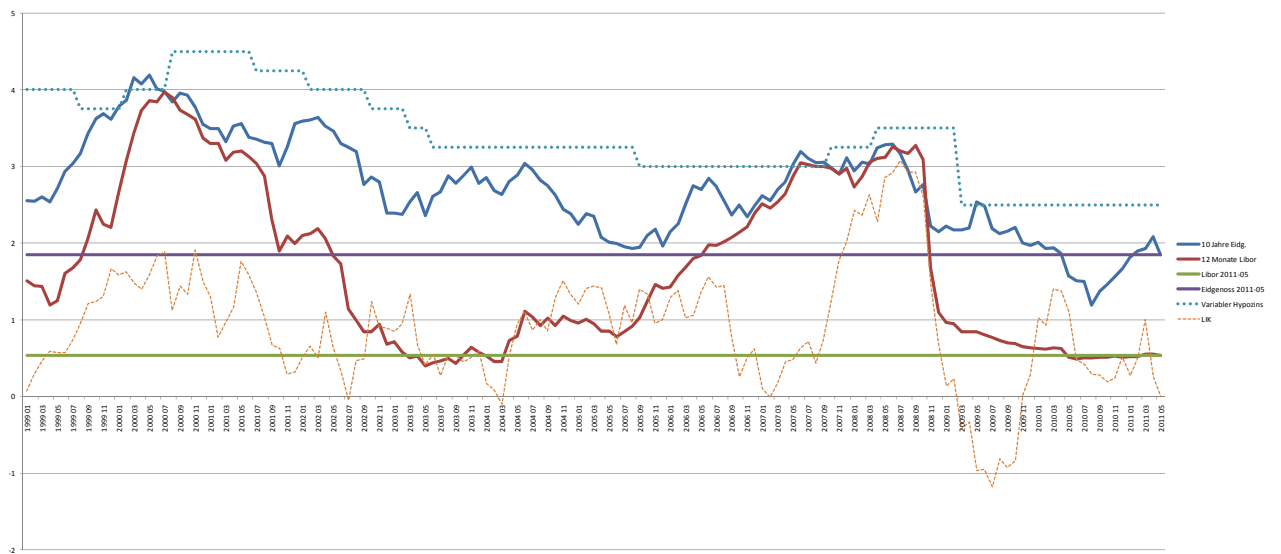
Anlagen

Anlage 3; Freie Übersetzung verhaltensökonomischer Begriffe

Englischer Begriff	Deutsche Übersetzung
Bias	Verzerrung / Neigung
Excessive Optimism	Übertriebener Optimismus
Overconfidence	Selbstüberschätzung / Vermessenheitsverzerrung
Confirmation Bias	Bestätigungsfehler
Illusion of control	Kontrollillusion
Status quo Bias	Status-quo-Verzerrung
Hindsight Bias	Rückschaufehler
Heuristics	Heuristiken
Representativeness	Repräsentativität
Availability	Verfügbarkeitsheuristik
Anchoring and Adjustment	Verankerungs- und Anpassungseffekt (Ankerheuristik)
Affect	Affekt
Framing Effects	Einbettungseffekte
Loss Aversion	Verlustaversion (Risikoaversion)
Narrow framing	Isolierte Individualbeurteilung
Aversion to a sure loss	Abneigung gegen einen sicheren Verlust
Weitere Effekte	
Preference Reversal	Präferenzumkehr
Base Rate Fallacy	Basisratenfehler
Gambler's Fallacy	Trugschluss des Spielers
Endowment Effekt	Besitztumseffekt
Mental accounting	Mentale Buchführung
Money Illusion	Geldillusion

Anlagen

Anlage 4; Zeitreihe Zins- und Inflationsentwicklung⁹⁸



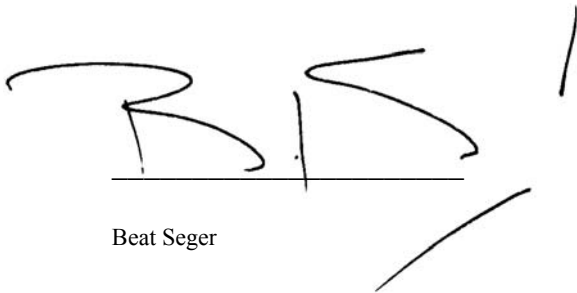
⁹⁸ Datenquellen: SNB, ZKB

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis mit dem Thema „Preisfestlegungsmechanismen beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 12. August 2011



Beat Seger