



Universität
Zürich^{UZH}

Masterthesis

Zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Unterschiedliche Regulationsdichte hinsichtlich Bewertungsmethodik von internationalen Immobilienanlagegefässen

Verfasser:	Fabian Linke Wannerstrasse 1/84 8045 Zürich 079 / 745 73 42
Eingereicht bei:	Mihnea Constantinescu Clinical Visiting Assistant Professor NYU SCHACK Institute of Real Estate
Abgabedatum:	10.08.2012

INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	II
ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	III
TABELLENVERZEICHNIS.....	IV
EXECUTIVE SUMMARY.....	V
1 EINLEITUNG	1
1.1 Ausgangslage und Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung	3
1.3 Vorgehen und Aufbau der Arbeit	4
2 GRUNDLAGEN.....	5
2.1 Begriffe.....	6
2.1.1 Deutsche offene Immobilienfonds.....	7
2.1.2 US – Real Estate Investment Trust.....	8
2.1.3 Schweizer Immobilienfonds.....	9
2.2 Wertermittlungsverfahren für Renditeliegenschaften.....	10
2.2.1 Deutschland: Normative Herleitung der Wertermittlungsverfahren	13
2.2.1.1 Ausgewählte Wertermittlungsverfahren und Anwendungsbereich	14
2.2.1.2 Ertragswertverfahren als zentrales Wertermittlungsverfahren	15
2.2.2 USA: Uniform Standards of Professional Appraisal Practice.....	16
2.2.2.1 Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen	17
2.2.2.2 DCF Methode als zentrales Wertermittlungsverfahren.....	18
2.2.3 Schweiz: Herleitung der Wertermittlungsverfahren.....	19
2.2.3.1 Ausgewählte Wertermittlungsverfahren und Anwendungsbereiche	20
2.2.3.2 DCF Methode als zentrales Wertermittlungsverfahren.....	21
3 GEGENÜBERSTELLUNG DER BEWERTUNGSMETHODEN	22
3.1 Fair Value Beurteilung der DCF Methode (USA/Schweiz).....	23

3.2 Ergebnis sowie Stärken/Schwächenanalyse der DCF Methode:.....	24
3.3 Fair Value Beurteilung des Ertragswertverfahren (Deutschland)	25
3.4 Ergebnis sowie Stärken/Schwächenanalyse des Ertragswertverfahrens.....	25
3.5 Fazit.....	26
4 EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG AM TRANSAKTIONSMARKT	27
4.1 Eigenschaften und Trends des Transaktionsmarktes	27
4.2 Methodisches Vorgehen der Untersuchung	29
4.3 Empirische Untersuchung: Kapital- vs. Ertragswertverfahren.....	31
4.3.1 Vergleichsberechnungen nach Kapital- und Ertragswertverfahren.....	31
4.3.2 Objektberechnung nach Kapitalwertverfahren.....	32
4.3.3 Objektberechnung nach Ertragswertverfahren.....	34
4.4 Empirische Untersuchung: Transaktionspreis vs. Verkehrswert.....	36
4.4.1 Vergleich: Deutscher offener Immobilienfonds.....	37
4.4.2 Vergleich: US-REIT	38
4.4.3 Vergleich: Schweizer Immobilienfonds	39
5 RESULTAT	40
5.1 Ergebnisanalyse Vergleichsberechnung Kapital- und Ertragswertverfahren.....	40
5.2 Ergebnisanalyse Vergleich Transaktionspreis – Verkehrswert.....	41
5.3 Diskussion der Ergebnisse.....	42
5.4 Aufzeigung von Implikationen	42
6 SCHLUSSBETRACHTUNG	43
6.1 Fazit.....	43
6.2 Diskussion	43
6.3 Ausblick.....	44

Anhang

Literaturverzeichnis

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EUR	Euro
FASB	Financial Accounting Standards Board
IAS 40	International Accounting Standard 40
IFRS	International Financial Reporting Standards
InvG	Investmentsteuergesetz
IPD	Investment Property Databank
IRC	Internal Revenue Code
IVS	International Valuation Standards
KAG	Kollektivanlagegesetz
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAV	Net Asset Value / Nettoinventarwert
REIT	Real Estate Investment Trust
RICS	The Royal Institute of Chartered Surveyors
TEGoVA	The European Group of Valuers' Associations
USD	US-Dollar
USA	United States of America / Die Vereinigten Staaten von Amerika
WertV	Wertermittlungsverordnung
WertR	Wertermittlungsrichtlinie

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Gliederung der Arbeit	5
Abbildung 2:	Ebenen der Wertermittlungsstandards	6
Abbildung 3:	Ermittlung des Ertragswertes	16
Abbildung 4:	Ergebnisse Discounted Cash Flow Objektberechnung	33
Abbildung 5:	Ergebnisse Ertragswert Objektberechnung	36

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Untersuchungsgrundlage	3
Tabelle 2:	Bewertungsmethoden im Vergleich	12
Tabelle 3:	Global Transparency Index 2012	29
Tabelle 4:	Erhebungsgrundlage Immobilienanlagegefäße	31
Tabelle 5:	Auswertung SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	38
Tabelle 6:	Auswertung Credit Suisse Real Estate Fund International	39

EXECUTIVE SUMMARY

Die vorliegende Masterthesis geht der Forschungsfrage nach, ob verschieden regulierte Immobilienanlagegefässe unterschiedlich am Immobilientransaktionsmarkt auftreten. Der Fokus liegt darauf, ob aufgrund abweichender Bewertungsmethode möglicherweise Transaktionspreise für Immobilien bezahlt werden, welche ein anders reguliertes Investmentgefäss nicht hätte bezahlen können.

Die Voraussetzung ist, dass die Anlagevehikel das exakt gleiche Renditeziel desselben Investmentobjekts anstreben. Das einzige unterscheidende Kriterium soll schlussendlich die Bewertungsmethodik sein, welche die Vehikel dazu bringen einen gewissen Offertpreis zu bieten. Die herangezogenen Investitionsgefässe sind einerseits der deutsch offene Immobilienfonds, der US-REIT und der Schweizer Immobilienfonds.

In der Grundlagenermittlung werden die Bewertungsmethoden nach Ertragswertverfahren und nach Kapitalwertverfahren gegenübergestellt. Dabei lässt sich festhalten, dass die moderne dynamische Discounted Cash Flow Methode wie sie in der Schweiz und den USA Anwendung findet einer Fair Value Bestimmung der Liegenschaft im Vergleich zur Deutschen Ertragswertberechnung sehr nahe kommt.

In der empirischen Untersuchung am Transaktionsmarkt wurden in der ersten Phase dieselbe Liegenschaft nach den Bewertungsmethoden der drei Anlagegefässe bewertet.

Die Resultate sind miteinander vergleichbar.

- Nach dem Ertragswertverfahren: USD 135.9 Mio.
- Nach der Ein-Perioden-Kapitalisierungsmethode gemäss US-amerikanischer Berechnung: USD 135.1 Mio.
- Nach der Discounted Cash Flow Methode in der Schweiz: USD 133.4 Mio.

In der zweiten Phase wurden Transaktionsdaten aus der Datenbank von Real Capital Analytics mit den publizierten Verkehrswerten gemäss Jahresberichten der Anlagegefässe. Die Auswertung hat ergeben, dass beim Schweizer Immobilienfonds keine Immobilientransaktion über dem Verkehrswert bezahlt wurde. Bei den deutschen offenen Immobilienfonds gab es eine Minderheit an bezahlten Transaktionspreisen, welche über dem zeitlich folgenden Verkehrswert zu liegen kam. Es lässt darauf schliessen, dass unterschiedliche Bewertungsmethoden am Immobilienmarkt die Akteure unterschiedlich handeln lässt und somit – wohl mitunter dem Einfluss der vordefinierten Zielrendite – Transaktionspreise bezahlt werden, die bewertungstechnisch über dem Marktwert zu liegen kommen.

1 EINLEITUNG

1.1 Ausgangslage und Problemstellung

Die Immobilien- und Finanzmärkte rückten in den vergangenen Jahren immer enger zusammen und werden sich durch die Globalisierung und den Anlagedruck verschiedener Investoren weiter annähern. Die Bedeutung von Real Assets (Realanlagen) als Anlageklasse – und darunter werden Immobilienanlagen subsummiert – sind im persönlichen Anlageportfolio kaum mehr wegzudenken. Aufgrund Diversifikationsüberlegungen sollte jedoch nicht nur im Heimmarkt (home bias) investiert werden, sondern auch im Ausland respektive global. Internationale Immobilien weisen wiederum eine andere Korrelation zu Aktien- oder Obligationenanlagen auf als zum Beispiel Schweizer Immobilien. Beim Investor kann aber bereits eine Einzelliegenschaft ein gewisses Klumpenrisiko darstellen. Eine Immobilie kaufen und unterhalten zu können, setzt gewissen Kapitalbedarf und im Falle von Renditeliegenschaften auch Fachkenntnisse voraus. Hier ist das Zusammenrücken der Immobilien- und Finanzmärkte wohl am besten zu veranschaulichen. Über Immobilienanlagegefässe, welche meist durch ein professionelles Management geleitet werden, erhält der Investor die Möglichkeit sich an einem Liegenschaftsportfolio zu beteiligen. Aufgrund der Charakteristika, wie zum Beispiel die tiefe Korrelation zu anderen Anlageklassen, die relative Wertstabilität und geringe Wertschwankung, sowie die vergleichsweise konstante Ertragssicherheit von Immobilieninvestments, ist die Nachfrage nach Immobilienanlagegefässen in den letzten Jahren stark gestiegen. Dies zeigt unter anderem auch der Blick auf die Studie des Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index per 30. Juni 2012.¹ Schweizer Pensionskassen, deren Vermögenswerte bei der Credit Suisse im Rahmen eines Global Custody verwahrt werden, weisen in ihrer Anlageallokation einen Immobilienanteil von 21.3% aus. Dies ist verglichen zum Immobilienanteil per 30. Juni 2007 von 14.4% oder per 30. Juni 2003 von 10.0% eine starke Zunahme.^{2/3} Aufgrund dieses von der Investitionsnachfrage getriebenen Bedürfnis für Immobilienanlagegefässe erhöhte sich die Anzahl an Vehikeln am Markt rasant. Im Jahre 1971 gab es in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) insgesamt 34 Real Estate Investment Trusts (REIT), welche eine Marktkapitalisierung

¹ Vgl. Credit Suisse AG 2012, S. 7

² Vgl. Credit Suisse AG 2007, S. 6

³ Vgl. Credit Suisse Asset Management 2003, S. 4

von USD 1.5 Mrd. aufwiesen. Per Ende 2011 verzeichnete REIT.com insgesamt 160 REITs mit einer Marktkapitalisierung von USD 450.5 Mrd.⁴ Ein ähnliches Bild gibt auch der Schweizer Immobilienfondsmarkt ab. So nahm das totale Fondsvermögen von Dezember 2003 von CHF 11.3 Mrd. bis Ende 2011 auf CHF 26.1 Mrd. zu.⁵⁶ Es liegt auf der Hand, dass immer mehr Anlagegefässe ihren geografischen Investitionsfokus erweitern und dadurch einen globalen und grenzüberschreitenden Investitionsansatz im Immobiliensektor verfolgen. Die Investoren suchen ihrerseits weitere Anlagemöglichkeiten mit Renditepotenzial und diversifizieren mit Immobilienanlagegefässe mit globalem Fokus ihre geografischen Risiken im Immobilienportfolio. Dies hat sich vor allem im europäischen Raum mit der Einführung des Euros gezeigt, da das Wechselkursrisiko bei cross-border Investitionen entfiel.

Die Transparenz der Immobilientransaktionen wurde im letzten Jahrzehnt in vielen Immobilienmärkten extrem erhöht. Mitunter ein Grund war die Renditeberechnungsdatenbank der Investment Property Databank IPD. Die ausgewiesenen Kennzahlen der Datenbank beinhalten unter anderem Nettomietzinseinnahmen und Wertsteigerungen, welche auf jährlichen Liegenschaftsbewertungen basieren. Die Frage ist aber, nach welcher Methodik diese Liegenschaftsbewertung zustande kommt und ob ein Resultatvergleich von Land A mit Land B gemacht werden kann. Gewisse Länder weisen nach wie vor ihre eigenen regulatorischen Vorschriften auf, wie eine Liegenschaft zu bewerten und deren Verkehrswert zu schätzen ist. Für ein international investierendes Immobilienanlagegefäss und deren Anleger ist dies ein entscheidender Punkt.

Das globale Anlagevehikel konsolidiert die Verkehrswertschätzungen der einzelnen lokalen Liegenschaften im Geschäftsbericht. Die einheitliche Bewertung des Immobilienensembleportfolios erfolgt nach den regulatorischen Auflagen des Domizillandes des Anlagevehikels. Der Anleger hat das Interesse, eine möglichst aktuelle und marktnahe Bewertung seines Investments vorgelegt zu erhalten und zielt mit seiner Finanzanlage auf eine angemessene Rendite mit antizipiertem Risiko ab.

Die Herausforderung liegt in der unterschiedlichen Bewertungsmethodik der Immobilienanlagegefässe.

⁴ vgl. REIT.com 2012, o. S.

⁵ vgl. Swiss Funds Association SFA 2003, o. S.

⁶ vgl. Swiss Fund Data 2012, o. S.

1.2 Zielsetzung

Die vorliegende Arbeit geht der Frage nach, ob verschieden regulierte Immobilienanlagegefäße unterschiedlich am Immobilientransaktionsmarkt auftreten. Der Fokus liegt darauf, ob aufgrund abweichender Bewertungsmethode möglicherweise Transaktionspreise für Immobilien bezahlt werden, welche ein anders reguliertes Investmentgefäß nicht hätte bezahlen können.

Die Voraussetzung ist, dass die Anlagevehikel das exakt gleiche Renditeziel desselben Investmentobjekts anstreben. Das einzige unterscheidende Kriterium soll schlussendlich die Bewertungsmethodik sein, welche die Vehikel dazu bringen einen gewissen Offertpreis zu bieten. Die Absicht dieser Masterthesis liegt darin herauszufinden, ob Immobilienanlagegefäße aufgrund ihrer unterschiedlichen Bewertungsmethoden eine Verzerrung von Transaktionspreisen herbeiführen können.

Folgende Arten von Immobilienanlagegefäße und ihre spezifischen Bewertungsmethoden bilden die Untersuchungsgrundlage dieser Thesis:

Anlagegefäß	Land	Bewertungsmethode	Statisch/ Dynamisch
Offener Immobilienfonds	Deutschland	Ertragswertverfahren nach WertV / WertR	Statisch
US-REIT	USA	USPAP: a) sales approach b) income approach c) cost approach	Dynamisch
Immobilienfonds nach KAG	Schweiz	DCF-Bewertung	Dynamisch

Tabelle 1: Untersuchungsgrundlage

Untersucht wird das Konstrukt des deutschen offenen Immobilienfonds, welches die Methodik des statischen Ertragswertverfahrens anwendet. Weiter folgt der US-REIT, welcher nach den Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) aus drei praxiserprobten Methoden auswählen kann. Die erste Wahl ist der „sales approach“ – eine Vergleichswertmethode – die zweite Wahl der „income approach“, welcher sich an die Discounted Cash Flow Bewertung hält und drittens die Sachwertbetrachtung „cost approach“. Als drittes Konstrukt folgt der Schweizer Immobilienfonds nach dem

Kollektivanlagegesetz (KAG), welcher sich an die dynamische Discounted Cash Flow (DCF) Bewertung hält.

Das Ziel dieser Arbeit ist es im Sinne der Investorenrelevanz die Forschungsfrage zu klären, ob die unterschiedlichen Bewertungsmethoden dieser drei Anlagevehikeln zu abweichenden offerierten Transaktionspreisen führen könnten und somit die Rendite des Endanlegers beeinflusst. Dies ist in einer umfassenden Betrachtungsweise von grosser Relevanz, da sowohl Transaktionsverzerrungen am Immobilienmarkt als auch Renditeverwässerungen je nach Wahl des Investmentvehikels andererseits möglich sind.

Die hier vorliegende Arbeit legt den Fokus auf die regulatorische Bewertungsmethodik der Immobilienanlagegefässe. Steuerliche, strategische oder management-bezogene Kriterien werden in den einzelnen Vehikeln nicht berücksichtigt.

In einer empirischen Untersuchung soll einerseits eine mögliche Abweichung der unterschiedlichen Bewertungsmethoden anhand eines Referenzobjektes durchgerechnet und andererseits publizierte Transaktionspreise von Liegenschaften mit deren Verkehrswerten im zeitnahesten Geschäftsbericht verglichen werden.

1.3 Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Im nachfolgenden Hauptteil werden in Kapitel 2 die Grundlagen erarbeitet. Die Begriffserklärung fokussiert sich auf die relevanten Charakteristika der Immobilienanlagegefässe. Im zweiten Schritt werden die länderspezifischen Bewertungsmethoden in Deutschland, den USA und der Schweiz auf deren Anwendungsbereiche, Begriffsbestimmungen und Wertermittlungsverfahren untersucht. In Kapitel 3 folgt die Gegenüberstellung der länderspezifischen Bewertungsmethoden. Im anschliessenden vierten Kapitel folgt die empirische Untersuchung des Transaktionsmarktes. Nach Erklärung der methodischen Vorgehensweise werden die Auswertungsergebnisse, die in der Zielsetzung genannten Forschungsfrage gegenübergestellt. Das Ergebnis der Auswertung wird in Kapitel 5 diskutiert und auf deren Einfluss geprüft.

Im Schlussteil wird in Kapitel 6 das Fazit gezogen, eine reflektierende Diskussion geführt und ein Ausblick gegeben.

Die Gliederung der Arbeit wird in nachfolgender Abbildung 1 nochmals kurz skizziert.

Begriffe
Bewertungsmethode
• Deutschland
• USA
• Schweiz
Gegenüberstellung der Bewertungsmethoden
Empirische Untersuchung am Transaktionsmarkt
• Eigenschaften und Trends
• methodisches Vorgehen
• Auswertungen
Resultat
• Diskussion der Ergebnisse
• Implikationen

Abbildung 1: Gliederung der Arbeit

2 GRUNDLAGEN

Wie bereits eingangs erwähnt ist die Globalisierung und die fortschreitende Internationalisierung der Kapitalmärkte treibende Kraft, um auch im Immobilienmarkt mehr Transparenz zu schaffen. Laut den Swiss Valuation Standards (2012) ist es das Ziel eine Standardisierung im internationalen Umfeld zu erreichen, welche eine Minimierung von Wertabweichungen oder Meinungsunterschieden hinsichtlich der unterschiedlichen Bewertungsmethoden, Wertbegriffe und Wertdefinitionen verfolgt.⁷ Die Grundlagen in dieser Arbeit bilden die regulatorischen Werke für die Länder Deutschland, USA und Schweiz. Die übergeordneten Standards liefern dabei die methodischen Leitplanken zu den nationalen Regelwerken. In der folgenden Abbildung 2 nach Brühl (2004) werden die Hierarchieebenen dargestellt.⁸ Um die Transparenzschaffung voranzutreiben, wird sich der Grad der internationalen Akzeptanz, wie auch die Regulierungsdichte weiter verbreiten müssen.

⁷ vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) 2012a, S. 21

⁸ vgl. Brühl 2004, S. 31

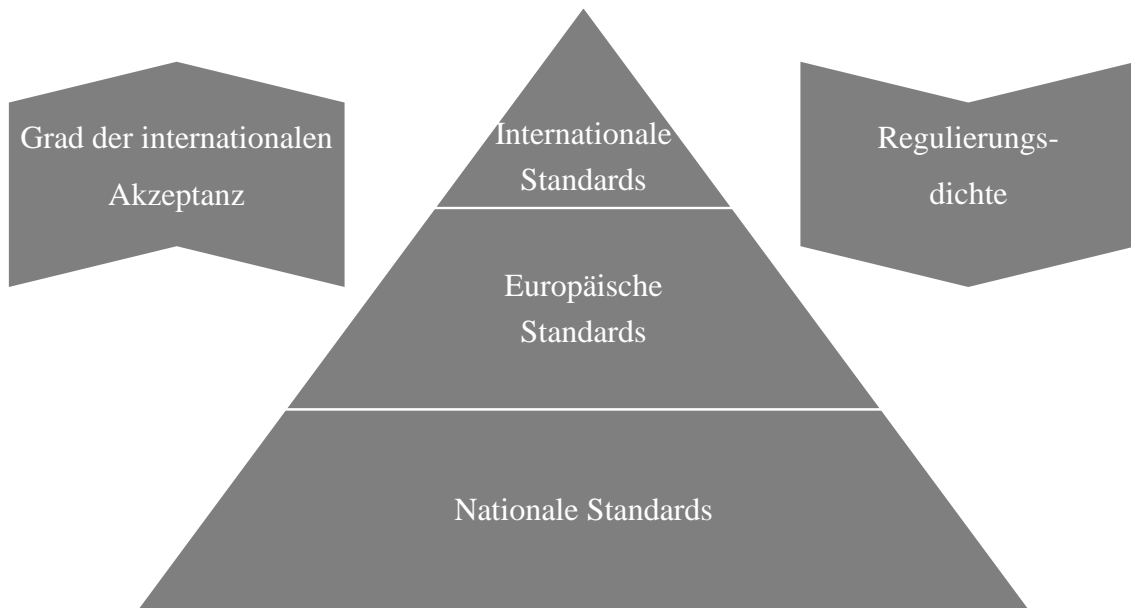


Abbildung 2: Ebenen der Wertermittlungsstandards, Brühl (2004), S. 31

Was nicht beiseitegelassen werden darf, ist die zunehmende Orientierung an den International Financial Reporting Standards (IFRS). Börsenkotierte Immobiliengesellschaften unterliegen der Auflage ihren Geschäftsbericht nach IFRS und den spezifischen Regulationen des International Accounting Standards 40 – Investment Property – zu publizieren.

Die nationalen und übergeordneten Bewertungsstandards sind somit entscheidend für die Bewertung der Immobilienanlagegefäße. Die Investoren haben ein Interesse den möglichst korrekten Preis für ihr Investment zu bezahlen respektive eine möglichst korrekte Zwischenbewertung als Reporting zu erhalten.

Somit werden in den folgenden Kapitel einerseits die Immobilienanlagegefäße und andererseits die angewendeten Bewertungsmethoden unter die Lupe genommen.

2.1 Begriffe

Im Folgenden werden die relevanten Begriffe vorab kurz definiert. Fokus dieser Arbeit ist es aus der Perspektive von Investoren, welche in eines der nachstehend näher erklärten Anlagegefäße investieren, die angewendete Bewertungsmethodik zu betrachten.

Die herangezogenen Investitionsgefäße sind einerseits der deutsch offene Immobilienfonds, der US-REIT und der Schweizer Immobilienfonds.

2.1.1 Deutsche offene Immobilienfonds

Der deutsche offene Immobilienfonds ist ein Anlagegefäss, welches seit 1969 in einem gesicherten rechtlichen Rahmen existiert und überwiegend in Grundstücke und Gebäude investiert.⁹ Per Ende 2011 wurden gemäss dem Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) in deutschen offenen Immobilienfonds gesamthaft EUR 85.2 Mrd. verwaltet.¹⁰ Die DekaBank Gruppe ist mit verwalteten EUR 20.5 Mrd. der Spitzenreiter bei den Publikumsfonds, gefolgt von der Union Investment Gruppe mit EUR 18.3 Mrd. Weitere grosse Fondshäuser mit dem Fokus auf Immobilienfonds sind die Commerz Real Gruppe, die SEB Gruppe und Credit Suisse Gruppe.

Wie die Bezeichnung des Anlagegefässes es namentlich ausweist, ist das Fondskonstrukt für Anleger offen, um Anteilscheine von der Kapitalgesellschaft zu kaufen respektive zurückzugeben. Die grundsätzlich unbegrenzte Ausgabe oder Rückgabe von Fondsanteilscheinen werden in der Regel börsentäglich zum veröffentlichten Ausgabe- respektive Rücknahmepreis getätigt. Die Grundlage für die tägliche Bewertung ist die Kalkulation der im offenen Immobilienfonds enthaltenen Vermögenswerte. Somit werden Fondsanteilsscheine zum berechneten inneren Wert des Fondsvermögens – auch als Nettoinventarwert (NAV) bezeichnet - nach Abzug der Rücknahmekommission respektive Aufschlag der Ausgabekommission veräussert oder gekauft.¹¹

Der deutsche offene Immobilienfonds untersteht in seiner Form als Kapitalanlagegesellschaft dem Investmentsteuergesetz (InvG). Im sogenannten Verkaufsprospekt eines jeden deutschen offenen Immobilienfonds wird definiert, wie die Verkehrswerte einer Immobilie bestimmt werden:

„Der Verkehrswert einer Immobilie wird bestimmt durch den Preis, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage der Immobilien ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“¹² Weiter definiert der Verkaufsprospekt, dass eine vom Fonds neu erworbene Liegenschaft bis maximal 12 Monate nach Erwerb zum Kaufpreis in den Geschäftsberichten ausgewiesen werden darf. Anschliessend wird der zuletzt vom Sachverständigenausschuss festgestellte Wert veranschlagt.

⁹ vgl. Bujotzek 2007, S. 29

¹⁰ vgl. BVI 2012, S. 69

¹¹ vgl. Gabler Wirtschaftslexikon 2012, o. S.

¹² CS EUROREAL 2011, S. 146

2.1.2 US – Real Estate Investment Trust

Der amerikanische US-Real Estate Investment Trust (REIT) findet seinen Ursprung in den Jahren 1960, als dem Publikum ein Anlagevehikel zur Verfügung gestellt wurde, wodurch sich der Investor am Eigenkapital eines kommerziellen Immobilienportfolios beteiligen konnte. Zuvor bestanden keine indirekten Investitionsmöglichkeiten um Management, Eigentümerschaft, Informationen und Fremdfinanzierung in einem Anlagevehikel zu vereinen.¹³ Garrigan und Parsons eruierten drei Hauptgründe, weshalb REITS Anfangs der 1990er Jahre vermehrt den Gang an die Börse tätigten. Als erster und wichtigster Grund war der Zugang zum Kapitalmarkt und somit die Aufnahme von Eigenkapital. Der zweite Grund war die Reduktion der Fremdverschuldung. In der Zeit um 1980-1990 gerieten viele REITs in eine Refinanzierungsschwierigkeit, welche sie vor die Entscheidung stellte: „go broke or go public“. Der dritte hauptsächliche Grund war die Erbschaftsplanung grosser Immobilieneigentümer, welche befürchteten dass Liegenschaften verkauft werden mussten, um die Erbschaftssteuer beglichen zu können. Dies zog zwei wesentliche Vorteile nach sich: erstens war es steueroptimiert und zweitens überlebte die Immobilienfirma den Gründer.¹⁴

Die US-REITs unterliegen den gleichen Regulatorien der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) wie jede andere normale öffentlich gehandelte US-Unternehmung. Der grosse Vorteil aber ist die steuerliche Handhabung. Die Steuerstruktur eines REIT birgt den Vorteil, dass wenn die Bedingungen in Section 856 Internal Revenue Code (IRC, US-amerikanisches Einkommenssteuerrecht) erfüllt werden, keine Körperschaftssteuern bezahlt werden müssen. Zudem sind REITs teilweise von der State Income Tax auf Bundesstaatenebene befreit. Die wichtigsten Qualifikationsauflagen bestehen darin, dass mindestens 75% des Gesamtvermögens in Immobilien oder immobiliengesicherten Kredite investiert sind, mindestens 75% des Nettoertrags aus Immobilieneinnahmen resultieren und mindestens 90% des steuerbaren Einkommens in Form einer Dividende an die Anteilsinhaber ausbezahlt werden.¹⁵ Zudem muss der REIT mindestens 100 Anteilseigner aufweisen und keine fünf Aktionäre dürfen zusammen mehr als 50% des Eigenkapitals beherrschen.¹⁶

¹³ vgl. Garrigan/Parsons 1998, S. xiii

¹⁴ vgl. Garrigan/Parsons 1998, S. 9-10

¹⁵ vgl. Nowak 2005, S. 163-164

¹⁶ vgl. Linneman 2004, S. 169-171

Wie Eingangs in Kapitel 1.1 erwähnt, hat sich die US REIT-Industrie seit 1971 bis Ende 2011 hinsichtlich Marktkapitalisierung rund verdreihundertfacht. Die grössten börsenkotierten US-REITs sind Bestandteile im Index FTSE EPRA/NAREIT Developed North America Index Series. Per Ende Juli 2012 steht an vorderster Stelle nach Marktkapitalisierung die Simon Property Group, welche sich auf den Verkaufsflächenmarkt fokussiert und eine Indexgewichtung von 9.94% ausmacht. Auf Rang zwei reiht sich HCP mit einer Indexgewichtung von 4.05% ein, dicht gefolgt von Ventas mit einem Indexanteil von 4.04%. Beide zuletzt genannten REITs konzentrieren sich auf Investitionen in Gesundheitsimmobilien. Die 20 grössten REITs machen rund 57.21% des ganzen Index aus.¹⁷

Da die US-REITs täglich an der Börse gehandelt werden, ergibt sich der Preis eines Anteilsscheins aufgrund des Angebots und der Nachfrage. Die Frage stellt sich nun, ob der Börsenkurs die Höhe des inneren (fairen) Wertes reflektiert oder ob am Markt ein Aufschlag (Premium) oder ein Abschlag (Discount) resultiert. Um den inneren Wert zu berechnen stützt sich der Investor auf den jährlichen Nachweis der Anforderungen der IRC mit der Rechnungslegung. Der Geschäftsbericht weist die Bewertung der Liegenschaften zum Marktwert auf.

2.1.3 Schweizer Immobilienfonds

Der Schweizer Immobilienfonds ist ein vertraglicher Anlagefonds, welcher auf einem Kollektivanlagevertrag zwischen der Fondsleitung, der Depotbank und dem Anleger basiert. Der Investitionsfokus liegt darin, in direkten oder indirekten Grundbesitz einschliesslich Zubehör zu investieren. Im Fondsreglement kann definiert werden, dass Anlagen im Ausland zulässig sind. Eine Mindestdiversifikation auf zehn Grundstücke muss gewährleistet sein. Zudem besteht die Pflicht auf den Abschluss jedes Rechnungsjahres den Verkehrswert aller im Fonds gehaltenen Grundstücken schätzen zu lassen. Ebenfalls bedarf es einer Verkehrswertschätzung vor einem Erwerb oder Verkauf eines Grundstückes. Das Kollektivanlagegesetz (KAG), welchem der Schweizer Immobilienfonds unterliegt, definiert, dass mindestens zwei natürliche oder eine juristische Person als Schätzungsexperten für den Fonds beauftragt sein müssen. Der Immobilienfonds ist ein geschlossener Fonds bis zu dem Zeitpunkt, wenn die Fondsleitung den Entscheid trifft, tranchenweise neue Anteilsscheine auszugeben. Der Anleger hat die Möglichkeit

¹⁷ vgl. EPRA Research 2012, S. 138

seine Fondsanteilsscheine auf das Ende eines Rechnungsjahres unter Einhaltung der Kündigungsfrist von zwölf Monaten bei der Fondsleitung zu kündigen. Die Fondsleitung ist jedoch verpflichtet über eine Bank oder einen Effekthändler einen regelmässigen börslichen oder ausserbörslichen Handel sicherzustellen.¹⁸

Somit bietet ein Schweizer Immobilienfonds dem Anteilsscheininhaber eine börsentägliche Liquidität. Der Börsenkurs eines Fondsanteilsscheins kann wiederum einen Aufschlag (Agio) oder Abschlag (Disagio) gegenüber dem Nettoinventarwert (NAV) aufweisen. Der Schweizer Immobilienfondsindex SXI Real Estate Funds beinhaltet 24 börsenkotierte Immobilienfonds, welche ausschliesslich in Schweizer Immobilien investieren. Der gesamte Index weist eine Marktkapitalisierung von total CHF 28.4 Mrd. per Ende Juli 2012 auf.¹⁹ Der grösste börsenkotierte Immobilienfonds macht per 31. Juli 2012 einen Anteil von 21.6% am Index aus und ist namentlich der UBS (CH) Property Fund - Swiss Mixed „Sima“, welcher zu rund 50% in Wohnbauten und zu rund 50% in kommerzielle Bauten investiert. Der zweit- und drittgrösste Immobilienfonds im Index sind der Credit Suisse Real Estate Fund Siat mit 8.2% Indexanteil und der Credit Suisse Real Estate Fund LivingPlus mit 8.1%. Nicht im Index aufgenommen ist der Credit Suisse Real Estate Fund Global, der bislang einzige börsenkotierte Immobilienfonds, welcher direkt in internationale Liegenschaften investiert. Des Weiteren ist der Credit Suisse Real Estate Fund International über den Sekundärmarkthandel für qualifizierende Anleger zugänglich und bietet sich als zweiten Schweizer Immobilienfonds mit internationalen Immobilieninvestments an.

2.2 Wertermittlungsverfahren für Renditeliegenschaften

Aufgrund der Globalisierung von Immobilieninvestitionen und dem Zusammentreffen von internationalen und lokalen Marktteilnehmern ist die Verständnisfrage, was genau unter dem Begriff Marktwert verstanden wird essentiell. Dieser Frage und der unterschiedlichen Auslegung wird in diesem Abschnitt nachgegangen. Die wohl am Häufigsten benutzte generelle Definition liefert uns das „Red Book“ respektive die IVSC, TEGoVA und RICS:

¹⁸ vgl. PricewaterhouseCoopers 2009, S. 17-18

¹⁹ vgl. SIX Swiss Exchange 2012, o. S.

“Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“²⁰

Wichtig zu unterscheiden ist, dass es sich hierbei um einen nach einer gewissen Methode kalkulierten Betrag handelt, welcher auf diesen Stichtag eruiert wurde. Zu welchem Transaktionspreis die Liegenschaft schlussendlich veräussert respektive gekauft wurde, ist ein anderes Paar Schuhe und kann je nach Umständen vom geschätzten Marktwert abweichen. Dementsprechend ist es relativ schwierig zu definieren, was ein verkaufsbereiter Veräusserer ist. Die Frage stellt sich, was die Absichten dieses Marktteilnehmers sind – muss er eventuell zwangsveräussern, ist der Marktzyklus auf einem Niveau, wo er einen Wertgewinn realisieren möchte, etc.? Der Verkäufer wird seine Liegenschaft am Markt testen wollen, um dadurch den bestmöglichen Preis erzielen zu können. Wiederum muss relativiert werden in welchem Marktumfeld sich die Akteure befinden. Auch Immobilienmärkte sind zyklisch und können sich in fallender beziehungsweise steigender Preisentwicklung befinden. Die Herausforderung eines Schätzungsexperten ist es somit, mit den gegebenen Informationen und seinen Marktkenntnissen das Preisentiment für diese Liegenschaften am Markt abzubilden.

Gemäss RICS wie auch TEGoVA soll die Bewertung der Immobilie mit derjenigen Bewertungsmethode erfolgen, welche das Ziel der Aufgabenstellung und den vorherrschenden Rahmenbedingungen bestmöglich erreicht. Die verwendete Methode ist offenzulegen und soll sich durch Transparenz, Verständlichkeit, Praktikabilität, Genauigkeit und Kosteneffizienz auszeichnen. Die in Betracht gezogenen zu verwendenden Methoden sollen anerkannt und praktikabel sein.^{21/22}

Eine wichtige Relativierung gemäss RICS ist, dass eine Wertermittlung keine umfängliche Due Dilligence ersetzen kann. Wichtige Aspekte wie zum Beispiel:

- Detaillierte Marktanalyse
- Detaillierte rechtliche Prüfung
- Detaillierte Bauzustandsanalyse
- Umweltanalysen

²⁰ The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) 2012a, S. 30

²¹ vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) 2012a, S. 36

²² vgl. The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) 2009, S.37-38

- Grundlagenverifikation
- Nutzerabklärungen²³

werden im Gegensatz zu einer Due Diligence in einer üblichen Wertermittlung dementsprechend auch nicht vorausgesetzt.

Für die Bewertung von Immobilien stehen verschiedene Varianten von Bewertungsansätze zur Verfügung. Die Methoden mit der grössten Praxisrelevanz sind die Vergleichswertmethode, die Ertragswertmethode und die Sachwertmethode.

In Anlehnung an die Swiss Valuation Standards (SVS) werden die praxisrelevanten drei Methoden in Tabelle 2 gegenübergestellt.

Vergleichswertmethoden	
Methode	Kurzbeschreibung
Vergleichswertmethode	Wert ergibt sich mittels Zu- und Abschlägen auf den Transaktionspreis von Referenzobjekten.
Kennwertmethode	Wert ergibt sich anhand der Einheitspreise von Referenzobjekten.
Hedonische Methode	Wert wird empirisch anhand von Objekt- und Lageeigenschaften basierend auf Freihandtransaktionen ermittelt.
Ertragswertmethoden	
Methode	Kurzbeschreibung
Ertragskapitalisierung	Wert ergibt sich durch die Kapitalisierung der jährlich erzielbaren Brutto- oder Nettomietträge.
Barwertmethode	Wert setzt sich aus einzelnen Barwerten von über eine bestimmte Zeitdauer anfallenden Erträgen und Aufwendungen zusammen.
Discounted Cash Flow Methode	Wert leitet sich aus der Summe der in den einzelnen Zeitperioden anfallenden und diskontierten Geldströme ab.
Sachwertmethode	
Methode	Kurzbeschreibung
Sachwertmethode (Substanz-/Realwertmethode)	Wert setzt sich zusammen aus dem Zeitwert der baulichen Anlagen auf einem Grundstück, den Kosten für Umgebungsarbeiten, den Baunebenkosten sowie dem Landwert.

Tabelle 2: Bewertungsmethoden im Vergleich, vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) 2012a, S. 37-39.

²³ vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) 2012a, S. 44

Die genannten Methoden können jedoch je nach Immobilienmarkt und Investitionsland in der es eine Immobilie zu bewerten gilt (hier: Deutschland, USA und die Schweiz) aufgrund lokaler Nuancen in ihrer Systematik voneinander abweichen, was in den nachfolgenden Abschnitten verdeutlicht wird. Vorab kann jedoch bereits darauf hingewiesen werden, dass innerhalb des Methodenvergleichs Deutschland eine Sonderrolle einnehmen wird, da es aufgrund der historischen Entwicklung des Bewertungssystems eine sehr starke gesetzliche Verankerung erfuhr, woraus sich eine Einzigartigkeit entwickelte, die grosse Unterschiede zu den übrigen Bewertungssysteme der anderen Betrachtungsmärkte generierte.

2.2.1 Deutschland: Normative Herleitung der Wertermittlungsverfahren

Für die Bundesrepublik Deutschland bilden unter anderem das Baugesetzbuch (BauGB) und die Wertermittlungsverordnung (WertV), ergänzt durch die Wertermittlungsrichtlinien (WertR) sowie das Hypothekendarstellungsgesetz im Wesentlichen den rechtlichen Rahmen zur Bewertung von Immobilien. Zur Schaffung einer gemeinsamen Basis enthalten die genannten Gesetzeswerke vor allem Definitionen für im Immobilien- und Bankbereich geläufige Wertbegriffe sowie Grundsätze zur Ermittlung von spezifischen Werten. Eine zentrale Begrifflichkeit stellt dabei der *Verkehrswert* dar, welcher im § 194 BauGB als ein Wert bezeichnet wird, welcher durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstandes der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnlich oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre. Der Verkehrswert ist damit ein von tatsächlichen Merkmalen eines Grundstücks sowie von der erwarteten Entwicklung wertbeeinflussenden Faktoren geprägter auf einen bestimmten Stichtag bezogener objektiver Preis, der sich weitgehend unabhängig von den persönlichen Verhältnissen der Marktteilnehmer am freien Markt zwischen Anbieter und Nachfrager bildet.²⁴

Im *Verkehrswert* finden alle am Bewertungsstichtag von den Marktteilnehmer als relevant erachteten preisbeeinflussenden Umstände ihren Niederschlag. Der *Verkehrswert* ist damit also ein Wert für Jedermann, welcher innerhalb des Immobilienwesens oder im allgemeinen Kreditverkehrsgeschäft über entsprechende Gutachter und Sachverständigen

²⁴ vgl. Maier 1999, S. 182

dige oder auch von kreditwirtschaftlichen Praktikern ermittelt wird. Diese beziehen sich dabei i.d.R. auf ein oder mehrere traditionelle Verfahren, die sich durch unterschiedliche Bewertungsphilosophien auszeichnen und die je nach Nutzungszwecks des Investors anzuwenden sind.

2.2.1.1 Ausgewählte Wertermittlungsverfahren und Anwendungsbereich

Die zur Verfügung stehenden traditionellen Bewertungsverfahren ergeben sich dabei abschliessend aus dem § 8 WertV²⁵:

„(1) Zur Wertermittlung sind das Vergleichswertverfahren (§ 15) einschliesslich des Verfahrens zur Bodenwertermittlung (§ 16), das Ertragswertverfahren (§§ 17 bis §20), das Sachwertverfahren (§§ 21 bis 23) oder mehrere dieser Verfahren heranzuziehen.“

Der Einsatz eines Bewertungsverfahrens hängt dabei generell von dem zu bewertenden Immobilienobjekt und dessen Nutzung, aber auch von den zur Verfügung stehenden Informationen bzw. Daten, ab.

Die Grundidee des *Vergleichswertverfahrens* (§ 15 WertV) ist den Verkehrswert auf Basis eines marktorientierten Verfahrens (d.h. auf Basis für Vergleichsobjekte realisierter Transaktionspreise) zu ermitteln. Dabei sollen die Kaufpreise für Liegenschaften herangezogen werden, die hinsichtlich ihrer wertbestimmenden Faktoren, mit dem zu bewertenden Grundstück in ausreichender Art und Weise übereinstimmen. Die wesentliche Voraussetzung für die Anwendung dieses Verfahrens ist dementsprechend das Vorliegen einer hinreichend grossen Anzahl übereinstimmender zeitnah bewertete Vergleichsobjekte. Aufgrund der Individualität und der fehlenden Vielzahl an Vergleichsobjekten reduziert sich jedoch in der Praxis die Zahl mittels des Vergleichswertverfahrens bewertbaren bebauten Objekte auf ein Minimum.²⁶

Die Ermittlung des Verkehrswertes nach dem Sachwertverfahren (§§ 21 bis 23 WertV) wird auf Basis der Grundstücks- und Gebäudeherstellkosten vollzogen. Der Sachwert einer Immobilie errechnet sich dabei als Summe aus dem Bodenwert, dem Wert der baulichen Anlagen und dem Wert der sonstigen Anlagen. Bei der Ermittlung des Her-

²⁵ Immobilienwertermittlungsverordnung – ImmoWertV 2010, o. S.

²⁶ vgl. Maier 1999, S. 186

stellungswertes der baulichen Anlagen sind Abschläge für Wertminderungen wegen Alters, Bauschäden oder Baumängel vorzunehmen sowie sonstige wertbeeinflussende Faktoren zu berücksichtigen. Das Sachwertverfahren kommt zur Anwendung, wenn die Ersatzbeschaffungskosten entscheidend sind, was beispielsweise bei der Festlegung von Versicherungswerten der Fall ist. Das Bewertungsverfahren gewinnt auch dann an Bedeutung, wenn dem zu bewertenden Objekt nicht der Renditeaspekt, sondern die Eigenutzung (andere nicht quantifizierbare Vorteils- und Nutzungsaspekte) im Vordergrund stehen.

Im Gegensatz zum Vergleichs- bzw. Sachwertverfahren wird der Bewerter bei der Anwendung des Ertragswertverfahren in einem stärkeren Masse dazu gezwungen, zukunftsorientierte Annahmen zu treffen und sich gleichzeitig mit theoretischen finanzwirtschaftlichen Überlegungen auseinander zu setzen. Die Idee oder Bewertungsphilosophie den Wert einer Immobilie aus künftigen Ertragsentwicklungen abzuleiten, setzt eine enge Interdependenz zwischen dem aufgrund der erwartenden Nutzungsmöglichkeiten sich ergebenden Cash Flow und den daraus erwachsenden Risikopotentiale voraus. Aufgrund seiner Cash Flow Orientierung wird das Ertragswertfahren in der Praxis bei Verkehrswertschätzungen von Immobilienankäufen zu Kapitalanlagezwecken, da hier der Investitionsgedanke in ein Renditeobjekt im Vordergrund steht.

Aufgrund der Fokussierung der Ausarbeitung auf die Bewertungsmethodiken innerhalb von Immobilienanlagegefässen, steht letzterer Anwendungsbereich eindeutig im Vordergrund. Der Verkehrswert von Immobilien innerhalb Immobilienanlagegefässen in Deutschland (namentlich offene Immobilienfonds) werden über eidesstattlich bestellte Gutachter und Sachverständige hauptsächlich über das Ertragswertverfahren bestimmt, wobei in den meisten Fällen zur Ergänzung (und zur Bestimmung des Substanzwertes) das Sachwertverfahren zusätzlich herangezogen wird.²⁷

Aufgrund der Dominanz und zentralen Rolle des Ertragswertverfahrens und dessen Nähe zu den existierenden angelsächsischen Verfahrenstechniken wird nachfolgend diese traditionell deutsche Cash Flow orientierte Bewertungssystematik beschrieben.

2.2.1.2 Ertragswertverfahren als zentrales Wertermittlungsverfahren

Folgende in Abbildung 3 dargestellte Berechnungssystematik liegt bei der Ermittlung des Ertragswertes gemäss § 15 – 20 WertV zugrunde:

²⁷ vgl. Maier 1999, S. 188 ff

<u>Ermittlung des Ertragswertes (gem. § 15 – 20 WertV)</u>	
	Jahresrohertrag
-	Bewirtschaftungskosten
=	Jahresreinertrag
-	Bodenwertverzinsung
=	Gebäudereinertrag
*	Vervielfältiger (Rentenbarwertfaktor)
=	Vorläufiger Gebäudeertragswert
+/-	Zu- oder Abschläge sonstiger wertbeeinflussender Faktoren
=	Ertragswert der baulichen Anlagen
+	Bodenwert
=	Ertragswert der Immobilie

Abbildung 3: Ermittlung des Ertragswertes, vgl. Maier (1999), S. 190

Zu Beginn des Ertragswertverfahrens steht die Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Reinertrages eines bebauten oder unbebauten Grundstücks. Dieser errechnet sich dabei als Differenz aus dem bei ordnungsgemässer Bewirtschaftung und zulässiger Nutzung nachhaltig zu erzielenden Jahresrohertrag und den abhängig von der Immobilienart unterschiedlich hohen Bewirtschaftungskosten. Aufgrund der Tatsache, dass die Wertermittlungsverordnung in § 15 (2) eine getrennte Ermittlung des Bodenwertes und des Wertes der baulichen Anlagen vorsieht, muss vom Jahresreinertrag des Grundstückes der Bodenwertverzinsungsbetrag in Abzug gebracht werden, um zum Gebäudereinertrag zu gelangen.²⁸ Die Berechnung des Ertragswertes des Grundstücks erfolgt mittels des Rentenbarwertfaktors, der auch als Vervielfältiger bezeichnet wird und durch die Parameter Liegenschaftszins und Restnutzungsdauer des Gebäudes bestimmt wird. Sonstige wertbeeinflussende Faktoren im Sinne des § 19 WertV sind je nach Anfall über entsprechende Zu- oder Abschläge in Anrechnung zu bringen. Gebäudeertragswert und Boden(ertrags-)wert ergeben den Ertragswert der Immobilie.²⁹

2.2.2 USA: Uniform Standards of Professional Appraisal Practice

Die Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) stellen seit 1987 die qualitativen Bewertungsnormen für die USA dar und wurde von den grösseren Be-

²⁸ vgl. Maier 1999, S. 189-191

²⁹ vgl. Maier 1999, S. 190-191

wertungsorganisationen in Nordamerika adaptiert. Es ist die Absicht der Appraisal Foundation, der Begründerorganisation der USPAP, ein Regelwerk für Immobiliengutachter zu erstellen, welches das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Immobilienbewertungen fördert und sichert.³⁰ Die USPAP unterscheiden drei Arten von Immobilienbewertungen:

- das in sich abgeschlossene Wertgutachten (self contained appraisal report)
- das summarische Wertgutachten (summary appraisal report)
- und das eingeschränkt verwendbare Wertgutachten (restricted use appraisal report).

Der Unterschied dieser drei Gutachten liegt in den erforderlich auszuweisenden Mindestinformationen, wobei ersteres den höchsten Informationsgehalt aufweist und das eingeschränkt verwendbare Wertgutachten das niedrigste. Die Absicht eines Wertgutachtens ist eine sachkundige Stellungnahme des Immobilienmarktwertes aufgrund einer hypothetischen Grundstücksübertragung zum festgelegten Zeitpunkt zu erstellen.³¹ Deckungsgleich mit der in Kapitel 2.2 erwähnten Definition, wird in der USPAP die Definition des Marktwertes (market value) als der realistische Preis erklärt, welcher in einem freien Konkurrenzmarkt ohne Zwänge auf Seiten des Käufers wie Verkäufers zustande kommt.

Hierbei ist der Begriff „Marktwert“ (market value) vom „Verkehrswert“ (fair value) zu unterscheiden. Erstgenannter ist ein Schätzwert, der davon ausgeht, dass zum Zeitpunkt des Abschlusses des Wertgutachtens die Liegenschaft verkauft wird, wohingegen der „Verkehrswert“ die Annahme impliziert, dass die Immobilie in naher Zukunft veräußert werden soll.³²

2.2.2.1 Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen

Den Gutachtern stehen nach USPAP, analog zu Tabelle 2, drei mögliche Ansätze für die Bestimmung des Marktwertes zur Verfügung:

- Beim Verkaufs- oder Vergleichswertansatz (sales approach) werden Daten von Vergleichsobjekten hinzugezogen und um objektspezifische Korrekturen adaptiert.
- Beim Ertragswertansatz (income approach) wird der Marktwert aufgrund der zukünftig geschätzten und diskontierten Zahlungsströmen bewertet.

³⁰ vgl. Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2009, S. U-6

³¹ vgl. Montgomery 2004, S. 1-2

³² vgl. Montgomery 2004, S. 1-2

- Nach dem Kosten- oder Sachwertansatz (cost approach) wird der Marktwert durch den Wert des Grundstücks und den geschätzten Wiederherstellungskosten der Bebauung bestimmt.³³

Die Wahl des Bewertungsansatzes ist je nach Immobilie dem Gutachter überlassen. Ebenfalls gemäss den International Accounting Standard 40 (IAS 40) – Investment Property – kann die Bewertung entweder nach „fair value“ oder „at cost“ erfolgen. Wichtig ist, dass in einem Portfolio einheitlich bewertet wird. In Paragraph 45 und 46 der IAS 40 wird auf die Anwendung der Discounted Cash Flow Methode hingewiesen, sofern der „fair value“ über die Vergleichswertmethodik in einem aktiven Markt nicht angewendet werden kann.³⁴ Gemäss dem Ernst & Young IFRS Real Estate Survey vom Januar 2011 haben von den 38 befragten internationalen Immobiliengesellschaften über 90% die „fair value“ Methodik nach IAS 40 Investment Property für die Schätzung ihrer Immobilieninvestments angewendet. Unter der Anwendung von IAS 40 wählte die Mehrheit der Befragten den Ansatz der Discounted Cash Flow Methodik.³⁵

2.2.2.2 DCF Methode als zentrales Wertermittlungsverfahren

Die Mehrheit der in den USA veräusserten Renditeliegenschaften werden auf der Preisbasis des Ertragspotenzials kalkuliert. Für einen Anleger, welcher die Immobilie aufgrund ihrer Ertragskraft akquiriert, wird der Ertragswertansatz (income approach) die entscheidende Determinante sein. Somit werden die zukünftigen Cash Flows treibende Kraft der Immobilienwertermittlung.

Das dynamische Verfahren der Discounted Cash Flow Methode wandelt eine Reihe von zukünftigen Zahlungsströmen in ein zeitpunktdefiniertes Werturteil. Der Bewertungsexperte hat die Aufgabe aus dem ihm vorliegenden Daten und Erwartungen zukünftige Cash Flows adäquat zu prognostizieren. Der typische Zeithorizont für die Zukunftsbeurteilung beträgt zehn Jahre. Auf das Ende des Betrachtungszeitraums wird eine Veräusserung unterstellt, welcher Erlös als Residualwert bezeichnet wird. Dieser wird i.d.R. als Netto Cash Flow der elften Periode durch einen Kapitalisierungssatz abgezinst.³⁶

³³ vgl. Montgomery 2004, S. 2-3

³⁴ vgl. International Accounting Standard 40 (IAS 40) 2000: S. 5-6

³⁵ vgl. Ernst & Young 2011, S. 3

³⁶ vgl. Naubereit 2010, S. 368-369

Durch die Differenzierung der prognostizierten zukünftigen Zahlungsströme eignet sich die Discounted Cash Flow Methode besonders für komplexere und grössere Immobilien. Ertragspotenziale können mit den Eingabedaten wie beispielsweise der Marktmiete, dem Leerstandspotenzial, den eigentümerseitigen Betriebskosten, den Gebäudeunterhaltskosten oder dem Diskontierungssatz gesteuert werden.

2.2.3 Schweiz: Herleitung der Wertermittlungsverfahren

In der Schweiz gibt es bis auf einige Ausnahmen keine gesetzliche Vorgabe, wie Immobilien zu bewerten sind. In Anlehnung an die Bewertung von Unternehmen ist die Bewertung eher an eine betriebswirtschaftliche Disziplin gebunden, die dem Bewerter eine grundsätzliche Handlungsfreiheit zugesteht, wie seine Vorgehensweise ist und welches Wertermittlungsverfahren bzw. welche Methodik zur Anwendung kommt.³⁷ Um eine gewisse Systematik zu verfolgen und damit einer aufkommenden Willkür Einhalt zu gebieten, orientiert sich die Bewertung von Immobilien an den von einschlägigen Berufsverbänden ausgearbeiteten Standards. Diese Standards sind jedoch nicht systematisch aufgebaut, sondern orientieren sich i.d.R. an unterschiedlichen Bewertungsanlässen.

Qualitäts- und Standesregeln für die Bewertung von Liegenschaften in der Schweiz gehen auf die Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer des Schweizerischen Verbandes der Immobilienwirtschaft zurück. Diese wurde 1986 mit dem Ziel gegründet, interessierten Kreisen, wie private und institutionelle Grundeigentümer, Behörden und Branchenverbände aus der Bau- und Immobilienwirtschaft, bei der Auswahl von qualifizierten Gutachtern zu helfen sowie die Aus- und Weiterbildung der Experten zu fördern. Strenge Aufnahmebedingungen und geschützte Berufsbezeichnungen verpflichten zur Einhaltung der vorgegebenen Qualitäts- und Standesregeln insbesondere derjenigen des SVIT Schweiz.³⁸

Weiterhin pflegt die Fachkammer eine enge Zusammenarbeit mit dem amtlichen Bewertungsexperten aus der Schweizerischen Vereinigung der kantonalen Grundstücksbewertungsexperten SVKG, wobei die Herausgabe gemeinsamer gesamtschweizerisch anerkannten Bewertungsnormen im Vordergrund stand. Inhaltlich werden dabei neben den traditionell klassischen Bewertungsmethoden auch moderne dynamische Verfahren

³⁷ vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Swiss Valuation Standards (SVS), S. 3

³⁸ vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Swiss Valuation Standards (SVS), S. 27

zur Verkehrswertermittlung beschrieben, die von Schätzern zur Evaluierung von Immobilienpreisen herangezogen werden können.

Der im Jahr 1998 neu gegründete Schweizer Immobilienschätzer-Verband (SIV), welcher 2007 das Schweizerische Institut für Immobilienbewertung SIREA (Schweizerisches Institut für Immobilienbewertung, welches Immobilienfachleute zu Bewerterinnen und Bewertern ausbildet) gründete, hatte zwar 2009 die Herausgabe eines Fachbuches mit dem Titel „Die Immobilienbewertung“ initiiert, darüber hinaus jedoch keine weiteren neuen Standards gesetzt, sondern anerkannte Wertermittlungsverfahren und Teile des von SIREA verwendeten Ausbildungsmaterials zusammengefasst. Der Fokus verblieb damit auf die bereits definierten und bestehenden Bewertungsmethoden, welche durch den Berufsverband SVKG SEK/SVIT definiert wurden.

2.2.3.1 Ausgewählte Wertermittlungsverfahren und Anwendungsbereiche

Bei den traditionellen und klassischen Bewertungsmethoden handelt es sich explizit um die Vergleichswert-, Realwert- und Ertragswertermittlung. Dagegen spricht man im Falle einer Barwertmethode sowie bei einer Discounted Cash Flow-Analyse aufgrund der zukunftsorientierten Betrachtungsweise von einer dynamischen Methode, um Immobilien zu bewerten. Zur Ermittlung des Marktwertes (Verkehrswertes) kommt u.a. auch die sogenannte Mischwertmethode zum Einsatz, die heute allerdings mehrheitlich nur noch in den amtlichen Bewertungsverfahren (Steuerwerterhebungen) standardisiert Anwendung findet. Die Verifizierung des aus dem Ertragswert abgeleiteten Marktwertes bzw. Kaufpreises mittels des Sachwertes soll auf Empfehlung von Swissbanking jedoch weiterhin Anwendung finden, jedoch ohne dabei eine Mischung der Werte vorzunehmen. Die Wertermittlung erfolgt in Abhängigkeit der Objektart differenziert unter Berücksichtigung von Nutzungsrechten an Grundstücken.³⁹

Jüngste Publikationen (2011) wie beispielsweise das Bewertungslehrbuch „Immobilienökonomie und Bewertung von Liegenschaften“ zeigen eine deutliche Tendenz in Richtung dynamische Bewertungsmethoden sowie ökonomische Entwertungslehren für Bauten und Anlagen bzw. eigene ökonometrische Modelle. Obgleich, wie im vorigen Abschnitt bereits erwähnt, das 2009 durch den SIV herausgegebene Fachbuch keine neuen Standards setzt, präferiert auch dieses Werk eher ökonomisch (Cash Flow) getriebene Bewertungsmodelle und beurteilt eine Real- und Mischwertschätzung zur Ermittlung

³⁹ vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Swiss Valuation Standards (SVS), S. 26-28

des Marktwertes einer Immobilie als ungeeignet. Teile des Real- oder Substanzwertes finden aber bei der Ermittlung von Wiederherstellungskosten oder bei Entwertungen von Immobilien Berücksichtigung.

Betrachtet man diese Entwicklungen kann festgehalten werden, dass ähnlich wie in Deutschland oder den USA, die Wertermittlung sehr stark von der Absicht der Nutzung abhängt. Die Erstellungskosten und damit das Realwert- oder Substanzwertverfahren ist hier eher bei Versicherungstechnischen Zusammenhängen oder bei Rückbauvorhaben von Interesse. Das Sachwertverfahren wird häufig nur als Ergänzungsgutachten zu Validierungszwecken verwendet, welches das Hauptgutachten basierend auf einem Ertragswertprinzip vervollständigen soll.

Im Gegensatz zu Deutschland, die auf ein traditionell klassisches statisches Verfahren setzt, findet in der Schweiz das moderne dynamische Discounted Cash Flow Verfahren Anwendung. Dabei liegt die Hauptbestrebung in der Findung einer Wertbestimmungsmethode, die in der Lage ist, den inneren Wert der Immobilien zu bestimmen.

2.2.3.2 DCF Methode als zentrales Wertermittlungsverfahren

Auch in der Schweiz basiert das theoretische Grundprinzip der Discounted Cash Flow Methode auf der Vorstellung, dass sich der aktuelle Wert einer Immobilie aus der Summe der Barwerte zukünftig erwarteter und damit unsicherer Zahlungen ableiten lässt. Der Käufer eines Grundstücks erwirbt mit dem Investitionsobjekt einer Immobilie nichts anderes als eine Reihe zukünftiger Zahlungen. Mit zunehmender Breite der durch die Liegenschaft initiierten Zahlungsströme, d.h. Ein- und Auszahlungen, erhöht bzw. vermindert sich der Gegenwartswert eines Immobilienobjektes. Bei der Discounted Cash Flow Methode handelt es sich dabei um ein Verfahren, welches die durch das Bewertungsobjekt während eines bestimmten Zeitraums ausgelösten Ein- und Auszahlungen explizit berücksichtigt;⁴⁰ die anfallenden Einzahlungs- bzw. Auszahlungsüberschüsse der einzelnen Perioden werden darüber hinaus mit einem ökonomisch sinnvollen und individuell zu bestimmenden Diskontierungsfaktor abgezinst. Damit können alle quantifizierbaren Faktoren, die den Wert einer Immobilieninvestition beeinflussen, explizit erfasst und in die Barwertberechnung integriert werden. Diese differenzierte Erfassung der zukünftigen Zahlungsströme in quantitativer und zeitlicher Hinsicht zwingt damit die Immobiliensachverständigen bei der Ermittlung des Immobilienwertes sich systema-

⁴⁰ vgl. Maier 1999, S. 193

tisch und umfassend gedanklich mit der zukünftigen Entwicklung der einzelnen wertbeeinflussenden Determinanten auseinanderzusetzen. Die Discounted Cash Flow Methode eignet sich aufgrund der detailgenauen Möglichkeit der Erfassung von Daten in besonderer Weise zur Bewertung komplexer gewerblich oder gemischt-genutzter Grossobjekte um Investitionsentscheidungen rendite- und risikoorientiert vorzubereiten. Der Ansatz pauschalisierter Zu- und Abschläge kann dadurch weitgehend vermieden werden.⁴¹ Betrachtet man die zentralen Wertermittlungsverfahren dieser Arbeit, so findet sich eine Gemeinsamkeit im Versuch den tatsächlichen „inneren“ Wert einer Immobilie zu ermitteln. Die Marktteilnehmern ziehen diesen „inneren“ Wert als eine Art Benchmark heran, welcher als Definition von allen Marktteilnehmern akzeptiert wird und als fair erachtete, theoretische Basis dient. Welche Kriterien das Wesen des Fair Values beschreiben, welche Verfahren die grössten Übereinstimmung in Bezug auf diese Kriterien aufweisen und wie die zentralen Wertermittlungsverfahren im direkten Vergleich (Gemeinsamkeiten, Unterschiede) gegeneinander abschneiden, wird im Kapitel 3 „Gegenüberstellung der Bewertungsmethoden“ eruiert.

3 GEGENÜBERSTELLUNG DER BEWERTUNGSMETHODEN

Um einen ganzheitlichen und detaillierten Vergleich anstellen zu können, ist es zunächst essentiell ein Verständnis dafür zu entwickeln, welche Merkmale einen „fairen“ inneren Wert charakterisieren. Danach kann untersucht werden, ob dieser in den hier explizit beschriebenen Bewertungsmethoden vorzufinden ist.

In der Literatur haben sich folgende Anforderungen an einen Fair Value durchgesetzt, die sich wie folgt beschreiben lassen:

- Als *Vergleichsmassstab* dient der innere Wert den Marktteilnehmern zur Ermittlung von Ertrags- und Risikopotentialen.
- Der innere Wert ist eine *zeitabhängige Grösse* und wird vor dem Hintergrund gegebener Informationen festgestellt, wobei er sich auf einen fixen Zeitpunkt bezieht und nur für eine begrenzte Zeitdauer Gültigkeit besitzt.

⁴¹ vgl. Maier 1999, S. 193-194

- Der innere Wert ist eine zukunftsorientierte Grösse, d.h. seine Höhe bemisst sich an der künftigen Entwicklung wertbestimmender Faktoren. Die Vergangenheit übt keinen direkten Einfluss auf die Berechnung des Wertes aus.⁴²
- Im inneren Wert spiegeln sich die Wirkungen aller wertbestimmender Faktoren also sowohl objektspezifische Themen als auch Themen des Umfeldes betreffend wider. Ein umfassende gedankliche Durchleuchtung der Folgezeit, welche sich aus der Immobiliennutzung ergeben, ist deshalb unerlässlich.
- Der innere Wert ist also kein Wert für Jedermann. Er fällt für jeden einzelnen Schätzer unterschiedlich hoch aus und ist abhängig von der Auswahl der als wertbeeinflussend erachteten Faktoren und der individuellen Erwartungshaltung des Bewerterers hinsichtlich deren künftigen Entwicklung.
- Die zur Ermittlung des Fair Values eingesetzten Verfahren müssen in der Lage sein, die wertbeeinflussenden Determinanten in Ihrer Gänze exakt zu erfassen, flexibel auf Datenänderungen zu reagieren und Risikopotentiale darzustellen.⁴³

Da eine starke Überlappung zwischen den in den USA und der Schweiz angewendeten Bewertungsverfahren besteht, reduziert sich der Abgleich der Bewertungsmodelle auf die Discounted Cash Flow Methode USA/Schweiz und dem Ertragswertverfahren, welches in Deutschland zum Tragen kommt. Auch werden lediglich diese beiden Verfahren auf die Existenz der Fair Value Merkmale hin untersucht.

3.1 Fair Value Beurteilung der DCF Methode (USA/Schweiz)

- Bei der Discounted Cash Flow Methode können alle quantifizierbaren Merkmale, welche den Wert einer Immobilie bestimmen, erfasst und in die Barwertbetrachtung einbezogen werden. Diese differenzierte Erfassung der künftigen Zahlungsströme in quantitativer und zeitlicher Hinsicht zwingt den Immobilienexperten bei der Bestimmung des Verkehrswertes sich systematisch und umfassend gedanklich mit der zukünftigen Entwicklung der einzelnen, wertbeeinflussenden Determinanten auseinanderzusetzen (= *zeitliche und zukunftsbezogene Dimension ist gegeben*).
- Die Discounted Cash Flow Methode eignet sich aufgrund der differenzierten Möglichkeit der Erfassung des Dateninputs in besonderer Weise zur Bewertung kom-

⁴² vgl. Maier 1999, S. 184

⁴³ vgl. Maier 1999, S. 184

plexer Grossobjekte, um Investitionsentscheidungen rendite- und risikoorientiert vorzubereiten (= *geforderte Ganzheitlichkeit und Flexibilität ist gegeben*)⁴⁴

- Der bei der Discounted Cash Flow Methode errechnete Ertragswert kann unterschiedlich interpretiert werden. Stützen sich die Inputdaten in ihrer Eingabe auf den in der Wertermittlungsvorordnung hinterlegten Parameter, kann eine einfache Überführung der Discounted Cash Flow Methode in das traditionelle Ertragswertverfahren erfolgen. Der auf diese Weise ermittelte Barwert kommt dem objektivierten Wert im Sinne des Verkehrswertes gemäss Baugesetzbuch recht nahe. Fließen allerdings verstärkt persönliche Erwartungen in die Wertermittlung mit ein, so liefert die Discounted Cash Flow Methode einen eher subjektivierten und entscheidungsorientierten Immobilienwert (= *kein Wert für jedermann*)
- Innerhalb der Discounted Cash Flow Methode, welche ein dynamisches, modernes Bewertungssystem darstellt, kann der Bewerter seiner subjektiven Vorstellung entsprechend zwischen verschiedenen Zinssätzen wählen. Damit ist diese Methode eine Kalkulationsmethode, die den direkten Vergleich zwischen unterschiedlichen Anlagealternativen zulässt (= *kann als Vergleichsmassstab herangezogen werden*)⁴⁵

3.2 Ergebnis sowie Stärken/Schwächenanalyse der DCF Methode:

In der Gesamtbetrachtung lässt die Fair Value Beurteilung der Discounted Cash Flow Methode eine positive Ergebniseinschätzung zu. Sie kann damit als geeignet betrachtet werden, den inneren Wert einer Liegenschaft zu bestimmen. Eine unverkennbare Stärke dieses Ansatzes liegt in der Tatsache begründet, dass es durch die differenzierte Erfassung der Inputdaten deutlicher gelingt, die den Wert einer Immobilie beeinflussenden Determinanten zu trennen und zu quantifizieren. Ein zentrales Problem, was bei der Discounted Cash Flow Methode am stärksten zu betonen ist, liegt in der Einschätzung der künftigen Zahlungsströme begründet. Immobilienspezifische Erfahrung, sowie umfassende Volks- und betriebswirtschaftliche Kenntnisse des Sachverständigen sind zwingende Voraussetzung für die Konzeption eines solchen fundierten Bewertungsansatzes.

⁴⁴ vgl. Maier 1999, S. 194

⁴⁵ vgl. Maier 1999, S. 194

3.3 Fair Value Beurteilung des Ertragswertverfahren (Deutschland)

- Das Ertragswertverfahren stellt bei der Ermittlung des Immobilienwertes auf den „nachhaltig erzielbaren“ Ertrag ab. Durch diese Bestimmung wird der Bewerter genötigt sich mit den existierenden wertbeeinflussenden Faktoren, sowie der Nutzungsmöglichkeit und der sich daraus ergebenden Cash Flow Entwicklung zu beschäftigen. Generell stellt jedoch dieses Verfahren auf einen während der gesamten Nutzungsdauer konstant gehaltenen Jahresrohertrag ab, was den Gestaltungsrahmen des Ansatzes erheblich einschränkt (*= zeitliche und zukunftsorientierte Dimension ist eingeschränkt gegeben*)
- Die Ertragswertberechnung auf Basis der Bestimmungen die sich aus der Wertermittlungsverordnung ergeben, scheint für wohnwirtschaftlich genutzte Immobilien vertretbar, erreicht aber aufgrund ihrer statischen und wenig flexiblen Handhabbarkeit bei Grossobjekten oder Management/Betreiberimmobilien ihre Grenzen (*= geringe Flexibilität und Ganzheitlichkeit im Rahmen der statischen Anwendung gegeben*)
- Innerhalb der Ertragswertberechnung wird der Reinertrag mittels eines Rentenbarwertfaktors (Liegenschaftszins wird als Kapitalisierungszinssatz angenommen) kapitalisiert. Die Wertermittlungsverordnung definiert den Liegenschaftszins als Zinssatz, mit dem der Verkehrswert von Liegenschaften im Durchschnitt marktüblich verzinst wird. Damit wird das Ertragswertverfahren zu einem „Vergleichswertverfahren“ reduziert, welches gleichartige Objekte einer Risikoklasse über einen einheitlichen Diskontierungssatz abrechnet (*= aufgrund der mangelnden Flexibilität in der Anwendung verschiedener Zinssätze, kann das Verfahren nicht als Vergleichsmaßstab dienen*)⁴⁶

3.4 Ergebnis sowie Stärken/Schwächenanalyse des Ertragswertverfahrens

In der Gesamtbetrachtung lässt die Fair Value Beurteilung des Ertragswertverfahrens eine eher negative Ergebniseinschätzung zu. Aufgrund der geringen Anpassungsspielräume des Dateninputs an die konkreten Erwartungen des Bewerter kann das Ertragswertverfahren den inneren Wert, im Sinne eines Fair Values nur unbefriedigend und unvollständig abbilden. Als effektives Instrument zur Steuerung der Risiken und damit

⁴⁶ vgl. Maier 1999, S. 190 - 191

zur Betrachtung der Verkehrswertentwicklung lässt sich dieses Bewertungsverfahren damit nur eingeschränkt einsetzen. Des Weiteren wird bei diesem statischen klassischen Verfahren von einer Ergebnisglättung gesprochen, da bei der Ermittlung des Ertragswert zunächst die Bodenwertverzinsung aus dem Gesamtrohertrag herausgerechnet wird, um nach Aufzinsung des Gebäudereinertrags, den Bodenwert als konstantes Berechnungselement dem vorläufigen Gebäudereinertrag zuzurechnen. Darüber hinaus wird über die gesamte Nutzungsdauer von einem konstant gehaltenen Jahresrohertrag ausgegangen, was ebenfalls für eine Einschränkung im Bewertungsmodell spricht.

3.5 Fazit

Im direkten Vergleich beider Bewertungssysteme lässt sich festhalten, dass die moderne dynamische Discounted Cash Flow Methode wie sie in der Schweiz und den USA Anwendung findet einer Fair Value Bestimmung der Liegenschaft im Vergleich zur Deutschen Ertragswertberechnung sehr nahe kommt. Dabei ergeben sich sowohl die Stärken auch als die Vorteile dieser Bewertungsmethodik direkt aus den Charakteren die einen Fair Value als solchen auch bestimmen.

4 EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG AM TRANSAKTIONS-MARKT

4.1 Eigenschaften und Trends des Transaktionsmarktes

Drei Haupttrends wurden am globalen Immobilieninvestitionsmarkt im 2011 erkannt. Erstens waren die Märkte in der ersten Jahreshälfte stabiler als in der von der erneut aufflackernden Wirtschaftsunsicherheit geplagten zweiten Hälfte des Jahres. Zweitens waren die Investoren im Dilemma ob sie sich auf die Hauptmärkte der entwickelten Länder fokussieren sollten, wo hohe Preise zu tiefen Renditen resultierten oder ob sie sich auf alternative Märkte konzentrieren sollten, wo die Unsicherheit wie aber auch die entschädigende Rendite höher sind. Drittens zeigte sich der Trend dazu hin, dass vermehrt in Verkaufsflächen investiert wurde.

So wurde von Real Capital Analytics ein Transaktionsvolumen im 2011 von total rund USD 792 Mrd. ausgewiesen. Dies war eine Zunahme zum Vorjahr um 17%. Die fünf Jahreshistorie zeigt seit dem Einbruch im 2009 wieder eine aufstrebende Entwicklung des jährlichen Transaktionsvolumen:

- 2007: USD 1'036 Mrd.
- 2008: USD 504 Mrd.
- 2009: USD 381 Mrd.
- 2010: USD 582 Mrd.
- 2011: USD 792 Mrd.⁴⁷

Jones Lang LaSalle weist in ihrer Publikation Global Capital Flows 2011 die erfassten Zahlungsströme kommerzieller Immobilientransaktionen aus. Die grenzüberschreitenden An- und Verkäufe (cross border transactions) nahmen im 2011 um fast USD 125 Mrd. gegenüber dem Jahr 2010 zu. Dies ist eine Volumensteigerung von rund 47% und zeigt auf, dass Investoren vermehrt über die lokalen Landesgrenzen hinausschauen um Investitionsmöglichkeiten wahrzunehmen. So sind auch die Transaktionsvolumen von international agierenden Anlagegefässe aufgrund neuer Investorenmitteln aus Kapitalaufnahmen und Emissionen stetig gestiegen. Die internationalen Zahlungsströme verzeichnen, dass der Investitionsfokus im 2011 klar auf Europa gelegt wurde. Rund USD 18.4 Mrd. flossen netto in den europäischen Immobilienmarkt. Die Region Americas

⁴⁷ vgl. Real Capital Analytics 2012, S. 1

verzeichnete einen Nettozahlungsstrom von positiven USD 1.3 Mrd. und die Region Asia Pacific von rund USD 1.5 Mrd. Negative Nettozahlungsströme waren einerseits in der Region mittlerer Osten mit USD -4.4 Mrd. und die von Jones Lang LaSalle definierte Region „Global“ mit USD -16.8 Mrd. zu verzeichnen. Unter der Region „Global“ verstehen sich Investorengefäße oder –gruppen, welche das zu investierende Gemeinschaftskapital aus mehreren Regionen aufgenommen haben. Die Richtlinie lautet dabei, dass nicht mehr als 70% des Gesamtkapitals eines Vehikels aus einem einzigen Land ausmachen darf.⁴⁸

Immobilien Eigentümer, worunter auch die in Kapitel 2.1 erwähnten Investitionsgefäße zählen, besaßen per Ende 2011 einen Wert an internationalen, kommerziell genutzten Immobilien von rund USD 12‘110 Bio. Dies unterteilt sich einerseits auf USD 3‘980 Bio. im privaten Eigenkapital (private equity), worunter auch nicht-gelistete Anlagegefäße wie beispielsweise die deutschen offenen Immobilienfonds zählen. Weiter in den Bereich privater Verschuldung (private debt) mit einer Höhe von USD 5‘806 Bio., was die Fremdverschuldung der privaten Eigenkapitalinvestoren (private equity) ausmacht. Auf der anderen Seite weist das Publikums-Eigenkapital (public equity), worunter die börsenkotierten und somit dem Investorenpublikum zugänglichen Anlagegefäße zählen, ein Volumen von USD 834 Bio. auf. Die Fremdverschuldung (public debt) bei den Publikums-Gefäßen beträgt dabei USD 1‘491 Bio. Dabei beträgt die globale Immobilienverschuldung rund 60% und befindet sich aus Gründen der verschärften Kreditpolitik der Finanzintermediären in einem abnehmenden Trend.⁴⁹

Der Immobilienmarkt und die darin investierenden Anlagevehikel rückten in den letzten Jahren bei Investoren vermehrt in den Fokus ihrer Anlageallokation. Mit der Wichtigkeit dieser Anlage, steigt auch die Nachfrage nach aufsichtsrechtlicher Regulation, Investorenschutz und Transparenz. Letzteres ist ein wichtiges Merkmal für entwickelte Immobilienmärkte und widerspiegelt sich in der Attraktivität für Immobilieninvestoren. Mit Firmen wie Real Capital Analytics oder Jones Lang LaSalle wurden Markttransaktionen von Jahr zu Jahr transparenter dargestellt und stehen den Immobilienmarktteilnehmer als Informationsbasis zur Verfügung. Weitere treibende Kräfte sind Immobilienzeitschriften, wie zum Beispiel IPE Real Estate, welche das Handeln der Marktakteuren unter die Lupe nehmen.

⁴⁸ vgl. Jones Lang LaSalle 2012a, S, 1-7

⁴⁹ vgl. DTZ Research 2012, S. 5

So resultiert gemäss Auswertung von Jones Lang LaSalle die Tabelle 3 mit den transparentesten Immobilienmärkten, welche von den USA angeführt wird. Allgemein weisen die angelsächsischen Immobilienmärkte eine höhere Transparenz auf.

	Globaler Rang	Markt	Composite Score
Hohe Transparenz	1	USA	1.23
	2	United Kingdom	1.33
	3	Australien	1.36
	4	Holland	1.38
	5	Neuseeland	1.48
	6	Kanada	1.56
	7	Frankreich	1.57
	8	Finnland	1.57
	9	Schweden	1.66
	10	Schweiz	1.67
Transparent	11	Hong Kong	1.76
	12	Deutschland	1.80
	13	Singapur	1.85
	14	Dänemark	1.86
	15	Irland	1.96

Tabelle 3: Global Transparency Index 2012, vgl. Jones Lang LaSalle 2012b

4.2 Methodisches Vorgehen der Untersuchung

Um der Forschungsfrage nachzugehen, ob die unterschiedlichen Anlagegefässe für dieselbe Liegenschaft abweichende Marktpreise bezahlen würden, wird das methodische Vorgehen kurz erklärt.

In einem ersten Analyseteil wird eine ausgewählte Liegenschaft nach den unterschiedlichen Bewertungsmethoden auf deren Wert berechnet. Da sich der US-REIT wie auch der Schweizer Immobilienfonds auf das Kapitalwertverfahren der in der Praxis weit verbreiteten Discounted Cashflow Methode abstützt, resultieren lediglich zwei Kalkulationen. Einerseits die Berechnung nach der Discounted Cashflow Methodik und andererseits aufgrund der Ertragswertmethode nach Usanz von deutschen offenen Immobilienfonds.

Die zu betrachtende Immobilie befindet sich an der New York Avenue 1099 in Washington DC, USA. Eigentümerin der Liegenschaft ist der Schweizer Immobilienfonds Credit Suisse Real Estate Fund International, welcher die Immobilie am 21.09.2009 erwarb. Die in dieser Arbeit verwendeten Liegenschaftsdaten basieren auf dem Stichtag des Geschäftsjahresabschluss per 31.12.2011.⁵⁰ Um jedoch eine aussagekräftige empirische Auswertung vornehmen zu können, liegen dieser Arbeit Immobilienkennzahlen vor, welche den publizierten Datenumfang des Jahresberichtes übertreffen.

Im zweiten Analyseteil werden Transaktionsdaten der Datenbank von Real Capital Analytics mit den in den Jahresberichten der einzelnen Immobilienanlagegefässen publizierten Verkehrswerten verglichen. Dabei wird die Datenbank von Real Capital Analytics nach „Company“ – oder für die vorliegende Arbeit zutreffender Begriff „Immobilienanlagegefäss“ – auf deren Akquisitionen und Verkäufe von Liegenschaften durchsucht. Real Capital Analytics weist nebst den Vertragsparteien den bestätigten Kauf- respektive Verkaufspreis aus. Als Vergleichskennzahl wird der ausgewiesene Verkehrswert der einzelnen Geschäftsberichte herangezogen. Dabei wird darauf geachtet, dass die Verkehrswertschätzung zeitlich möglichst nah am Akquisitions- respektive Verkaufsdatum liegt. So wird bei einem Liegenschafts Kauf einerseits der Transaktionswert mit dem nächsten ausgewiesenen Verkehrswert im Geschäftsbericht verglichen. Umgekehrt wird der letzte berechnete Verkehrswert aus dem Geschäftsbericht dem Verkaufspreis gegenübergestellt.

Eine Ausnahme stellt sich, da bei deutschen offenen Immobilienfonds in der Rechnungslegung die Möglichkeit besteht die angekauften Objekte bis zu maximal 12 Monaten mit dem Kaufpreis exklusive Anschaffungsnebenkosten im Geschäftsbericht anzugeben. In solchen Fällen wird der nächstmögliche Verkehrswert hinzugezogen, welcher von den Schätzungsexperten neu berechnet wurde.

Ziel ist es die zeitliche Differenz zwischen den Transaktions- respektive Berichtszeitpunkt so klein wie möglich zu halten, da die hier angewendete Vergleichsmethode ansonsten Verzerrungen erleiden würde.

⁵⁰ vgl. Credit Suisse Real Estate Fund International 2012, S. 16-18

Die in dieser Erhebung betrachteten Immobilienanlagegefäße werden in der folgenden Tabelle 4 nach deren Arten aufgelistet:

Deutsche offene Immobilienfonds	<ul style="list-style-type: none"> ▪ SEB ImmoPortfolio Target Return Fund ▪ DEKA Immobilienglobal ▪ UniImmo Global
US-REIT	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Simon Property Group ▪ Vornado
Schweizer Immobilienfonds	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Credit Suisse Real Estate Fund International

Tabelle 4: Erhebungsgrundlage Immobilienanlagegefäße

Es ist anzumerken, dass die Auswahl der US-REITs aufgrund der Marktkapitalisierung erfolgte. Eine Verzerrung ergibt sich dadurch, dass die deutschen offenen Immobilienfonds, wie auch der Schweizer Immobilienfonds Credit Suisse Real Estate Fund International international vorwiegend in Büroliegenschaften investiert sind. Simon Property Group fokussiert sich auf Einkaufszentren in globalen Immobilienmärkten wohingegen Vornado vorwiegend Bürogebäude auf US-amerikanischem Boden ins Portfolio kauft. Die beiden anderen gross-kapitalisierten US-REITs HCP und Ventas fokussieren sich wie bereits in Kapitel 2.1.2 angesprochen auf Gesundheitsimmobilien. Aufgrund der nicht vergleichbaren Nutzung und v.a. Mikrolage werden HCP und Ventas in der Auswertung nicht betrachtet.

4.3 Empirische Untersuchung: Kapital- vs. Ertragswertverfahren

4.3.1 Vergleichsberechnungen nach Kapital- und Ertragswertverfahren

Auf der Basis der Endjahresbewertung 2011 des Credit Suisse Real Estate Fund International liegen dieser Arbeit spezifische Liegenschaftsdaten der Immobilie an der New York Avenue 1099 in Washington DC, USA vor, welche am Markt teilweise nicht verfügbar sind.

Washington DC ist die Hauptstadt und der Regierungssitz der USA. Aufgrund der Nähe zur Regierung und Politik verzeichnet die Region eine stabile wirtschaftliche Lage, was sich auch auf die geringere Volatilität des Immobilienpreismarktes Washington DC

auswirkt. Die Wertstabilität und langfristig gesicherte Nachfrage von Mieterseite her, rechtfertigt die Wahl dieser Büroliegenschaft an diesem Standort.

4.3.2 Objektberechnung nach Kapitalwertverfahren

In einer ersten Phase wird die Liegenschaft nach der Kapitalwertverfahren betrachtet. In der Praxis hat sich in der Schweiz wie auch in den USA bei publikumszugänglichen Investitionsvehikel die Bewertungsmethode der Discounted Cash Flow durchgesetzt. Die Bewertung erfolgt unter Berücksichtigung der gängigen Standards nach TEGoVA (Europäischer Bewertungsstandard), nach dem Red Book der Royal Institution of Chartered Surveyors sowie nach den International Valuation Standards.

In Anlehnung an den Bewertungsbericht des vom Credit Suisse Real Estate Fund International eingesetzten Schätzungsexperten Wüest & Partner werden im ersten Schritt die zukünftigen Zahlungsströme der Perioden eins bis zehn wie auch ab dem Jahr elf definiert.

Auf der Ertragsseite entwickeln sich die Soll-Mietzinserträge auf Basis von möglichen Vertragsindexierungen an die Teuerung, Staffeltarifen oder Vertragslaufzeiten mit den einzelnen Mietern. Die Ertragsausfälle werden aufgrund möglicher Leerstände und Inkassoverluste prognostiziert.

Auf der Kostenseite werden die nicht überwältzbaren Betriebskosten trotz Triple net Verträgen⁵¹ aufgelistet. Die Höhe der Betriebskosten ist stark von den Leerständen im Objekt abhängig, da die Vermarktungskosten darin einkalkuliert werden. Die Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten werden mit einer Annuitätenpauschale pro Quadratmeter angesetzt und fliessen in die Kalkulation ein.

Mit dem realen Diskontierungssatz, welcher bei dieser Liegenschaft auf 5.35% angesetzt wurde und unter Einbezug einer jährlichen Teuerungsannahme von 3.5% werden die periodenspezifischen Nettoerträge auf den Bewertungsstichtag 31.12.2011 abdiskontiert.

Wie in Abbildung 4 dargestellt wird, ergibt das Ergebnis der Discounted Cash Flow Bewertung einen heutigen Marktwert oder Net Present Value von USD 133.41 Mio., was einer Bruttorendite von 6.2% Annuität im Verhältnis zum Marktwert entspricht.

⁵¹ Ein Triple net Vertrag beinhaltet, dass sämtliche Neben- und Betriebskosten sowie die Instandhaltung von Dach und Fach (Fassade), inklusive der strukturellen Massnahme von der Mieterschaft übernommen wird.

Um die in Kapitel 4.2 eingeschränkte methodische Vorgehensweise hinsichtlich der Zusammenlegung der Kapitalwertberechnung nach US-amerikanischem und Schweizer Standard zu rechtfertigen, ist hier anzumerken, dass dieser Arbeit ebenfalls eine externe Liegenschaftsschätzung des Sachverständigen CB Richard Ellis für das gleiche Referenzobjekt vorliegt. Auf die Bewertungsergebnisse von CB Richard Ellis soll hier nur zusammenfassend eingegangen werden. In einem ersten Schritt wurde eine Marktanalyse unter den Aspekten von Leerstandsziffern, Nachfrageentwicklung am Mietermarkt, Fertigstellungen von Bauprojekten und Angebotsausweitung von Mietflächen erstellt. Im zweiten Schritt wurde einer Vergleichswertmethode gefolgt. Dabei wurden zeitnahe Transaktionen von Liegenschaften herangezogen, welche hinsichtlich Objektgrösse, Nutzung, geografischer Lage und Erstellungsjahr vergleichbar sind. Im nächsten Schritt erfolgte eine einkommenskapitalisierte Betrachtung, welche sich auf einen Marktmietvergleich stützte. Schlussendlich wurde in einer Ein-Jahres-Kapitalisierung eine Wertindikation der Liegenschaft von USD 135.1 Mio. errechnet. In der folgenden mehrjährigen Betrachtung der Discounted Cash Flow Berechnung ergab sich ein Marktwert von USD 133.4 Mio.

4.3.3 Objektberechnung nach Ertragswertverfahren

In der zweiten Phase werden nun die Immobiliendaten in der Ertragswertmethodik verwendet um einen Marktwert zu errechnen. Hierbei muss in einem ersten Schritt der Bodenwert kalkuliert werden. Die Grundstücksfläche der Parzelle an der New York Avenue 1099, Washington DC, USA beträgt $1'610 \text{ m}^2$. Der angenommene Bodenrichtwert von USD 18'000 pro Quadratmeter basiert auf der Preisschätzung von einem Drittel der Gestehungskosten.

Im zweiten Schritt der Kalkulation wird der Ertragswert ermittelt. Dabei wird zuerst der Jahresrohertrag, welcher marktüblich erzielbar wäre definiert. Der Soll-Mietertrag wird in der vorliegenden Betrachtung auf USD 8'198'688 angenommen. Dem Ertrag werden die Bewirtschaftungskosten, welche sich aus den Komponenten nicht umlagefähigen Betriebskosten, Mietzinsausfallwagnis, Verwaltungskosten und Instandhaltungskosten zusammensetzen, abgezogen. Die nicht überwälzbaren Betriebskosten belaufen sich aufgrund der Triple net Verträgen auf rund USD 70'000. Dies ergibt den Jahresreinertrag. Davon wird im nächsten Schritt der Bodenertragsanteil subtrahiert, welcher sich aus dem prozentualen Liegenschaftszins vom Bodenwert berechnen lässt. Der Liegen-

schaftszinssatz wurde auf 5.5% angesetzt. Das Resultat beziffert schlussendlich den Gebäudeertragsanteil.

Der Gebäudeertragsanteil wird mit dem Rentenbarwertfaktor oder auch Vervielfältiger genannt, zum Gebäudeertragswert multipliziert. Der Vervielfältiger berechnet sich nach folgender Formel:

$$\frac{q^n - 1}{q^n (q - 1)}$$

Wobei q der Zinsfaktor ($1 + i$) ist und n die Restnutzungsdauer in Jahren darstellt. Die Liegenschaft wurde im 2008 erstellt und befindet sich in einem Top Zustand. Im vorliegenden Referenzobjekt wurde eine Restnutzungsdauer von 66 Jahren angenommen. Die gewählte Gesamtnutzungsdauer von 70 Jahren, abzüglich der bereits vier vergangenen Jahre liegt es konservativ im Mittelfeld der üblich verwendeten Bandbreite von ca. 50 bis 80 Jahren.

Dem Gebäudeertragswert werden schlussendlich Zu- oder Abschläge sonstiger wertbeeinflussender Faktoren subtrahiert, was den Ertragswert der baulichen Anlagen ergibt. Zum Schluss wird der Bodenwert wieder addiert, was den finalen Ertragswert von USD 135.9 Mio. ergibt.

Die numerische Aufstellung der Kalkulation ist in Abbildung 5 ersichtlich:

1	Bodenwert		
	Grundstücksfläche in m ²	1'610	
	Bodenrichtwert USD/m ²	18'000	
	Bodenwert		28'980'000
2	Ertragswert		
2.1	Jahresrohertrag		
	Marktüblich erzielbarer Jahresrohertrag		8'198'688
2.2	Bewirtschaftungskosten		
	Nicht umlagefähige Betriebskosten		70'000
	Mietausfallwagnis		
	3% von 8'198'688	+	245'961
	Verwaltungskosten		
	1.0% von 8'198'688	+	81'987
	Instandhaltungskosten		
	9 USD pro 16'563 m ²	+	<u>149'067</u>
	Summe Bewirtschaftungskosten		547'015
2.3	Jahresreinertrag		
	Marktüblich erzielbarer Jahresrohertrag		8'198'688
	Bewirtschaftungskosten	-	<u>547'015</u>
	Jahresreinertrag		7'651'673
2.4	Bodenertragsanteil		
	Liegenschaftszinssatz	5.5%	
	Bodenwert	28'980'000	
	Bodenertragsanteil		- <u>1'593'900</u>
2.5	Gebäudeertragsanteil		6'057'773
2.6	Ertragswert der baulichen Anlagen		
	Restnutzungsdauer	66	
	Liegenschaftszinssatz	5.5%	
	Vervielfältiger nach ImmoWertV		* <u>17.7</u>
	Gebäudeertragswert		106'925'544
2.7	Zu- oder Abschläge sonstiger wertbeeinflussender Faktoren		- 0
2.8	Ertragswert		
	Bodenwert		28'980'000
	Ertragswert der baulichen Anlagen		<u>106'925'544</u>
	Ertragswert		<u>135'905'544</u>

Abbildung 5: Ergebnisse Ertragswert Objektberechnung

4.4 Empirische Untersuchung: Transaktionspreis vs. Verkehrswert

Um den Rahmen des empirischen Untersuchungsteil in dieser Arbeit nicht zu sprengen, wird in den nachfolgenden Unterkapiteln pro Kategorie der Immobilienanlagegefässe nur auf ein Exemplar näher eingegangen. Die Ergebnisse aller Beobachtungen werden zusammengefasst dargelegt.

4.4.1 Vergleich: Deutscher offener Immobilienfonds

Von den in Tabelle 4 genannten deutschen offenen Immobilienfonds, wird hier die empirische Auswertung anhand des Beispiels vom SEB ImmoPortfolio Target Return Fund betrachtet.

Der SEB ImmoPortfolio Target Return Fund weist gemäss Jahresbericht zum 31.12.2011 ein Immobiliengesamtvermögen, was die Summe aller Verkehrswerte beziffert, von knapp EUR 1.5 Mrd. auf. Insgesamt umfasst das Liegenschaftsverzeichnis 49 Objekte, welche sich in 13 Ländern verstreuen.⁵²

Real Capital Analytics erfasste in ihrer Datenbank 14 Transaktionen mit einem Volumen von total EUR 877.1 Mio. Diese Ankäufe respektive der eine Verkauf stellen die eine Seite des Datenvergleichs dar. Die andere Seite wird von den ausgewiesenen Verkehrswerte der einzelnen Geschäftsberichte je Periode gespeist.

In nachstehender Tabelle 5⁵³ resultiert die Differenz zwischen dem realistisch zu verwendenden und möglichst zeitnahen Verkehrswert und dem ausgewiesenen Transaktionswert der Real Capital Analytics Datenbank.

Drei der insgesamt 13 Akquisitionen weisen beim Kaufpreis einen höheren Wert als den nachfolgenden Verkehrswert gemäss Jahres- oder Halbjahresbericht auf. Zwei Liegenschaftskäufe zeigten keine Abweichung zwischen dem bezahlten Kaufpreis und dem Verkehrswert über zwei respektive drei Jahre hinaus.

Die Liegenschaft Am Gleisdreieck 8 in München, Deutschland wurde im Juni 2010 für EUR 20.4 Mio. gekauft und musste per 31.12.2010 mit einem Verkehrswert von EUR 19.2 Mio. in den Büchern erfasst werden. Dadurch resultiert eine Differenz von 6.43%, welche aus Sicht der Verkehrswertschätzung im früheren Transaktionszeitpunkt bezahlt wurde. Die entgegen gesetzte Betrachtung würde proklamieren, dass die Liegenschaft bei der erstmaligen Bewertung für den Jahresbericht einen Abwertungsverlust von - 6.04% auf den Kaufpreis verzeichnen musste.

Die Liegenschaften in Warschau, Polen und in Milton Keynes, Grossbritannien wiesen ebenfalls einen höheren Kaufpreis als Verkehrswert aus.

⁵² Vgl. SEB ImmoPortfolio Target Return Fund 2012, S. 4

⁵³ Tabelle 5 ist in vergrößerter Form im Anhang aufzufinden.

SEB ImmoPortfolio Target Return Fund

Verkäufe			RCA	Verkaufs-	Differenz	Verkehrswerte in EUR per				
Land	Ort	Strasse	In EUR	datum	In %	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010
Deutschland	Münster	Stubengasse 11-33	76'900'000	Nov 11	8.46%					70'900'000
Käufe			RCA	Kaufs-	Differenz	Verkehrswerte in EUR per				
Land	Ort	Strasse	In EUR	datum	In %	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010
Deutschland	München	Am Gleisdreieck 8	20'400'000	Jun 10	6.43%					19'168'000
Spanien	Las Rozas	Calle de Gabriel Garcia Márquez 1	108'000'000	Mai 10	-7.69%				108'000'000	117'000'000
Grossbritannien	London	St. Paul's Churchyard	125'700'000	Jun 10	-2.10%				128'400'000	127'113'730
Polen	Warschau	Ullica Domaniewska 49	93'000'000	Mrz 10	9.41%				85'000'000	90'780'603
Grossbritannien	London	Threadneedle St 1	39'700'000	Dez 09	-7.29%			42'820'000	46'600'000	44'249'625
Grossbritannien	London	Portman Square 43-45	128'000'000	Dez 09	-15.51%				151'500'000	143'698'824
Deutschland	Münster	Stubengasse 11-33	68'000'000	Dez 09	-4.23%			71'000'000	71'000'000	70'900'000
Deutschland	Köln	Cäcilienkloster 2-10	75'500'000	Okt 09	-0.13%				75'600'000	75'200'000
Grossbritannien	Milton Keynes	Snelshall St	35'100'000	Sep 08	14.18%			30'740'000	33'040'000	35'900'000
Polen	Lodz	Al Pilsudskiego 22	16'400'000	Jul 08	-4.09%			17'100'000	17'100'000	16'600'000
Deutschland	Düsseldorf	Theodorstrasse 180	21'700'000	Mai 08	0.00%			21'700'000	21'700'000	21'400'000
Deutschland	Münchingen	Lingwiesenstrasse 11-13	16'500'000	Feb 08	-6.78%			17'700'000	17'600'000	17'400'000
Slowakei	Bratislava	Suche Myto 1	37'100'000	Mai 07	0.00%	37'100'000	37'100'000	37'100'000	35'600'000	35'600'000

Tabelle 5: Auswertung SEB ImmoPortfolio Target Return Fund

Bei den anderen deutschen Immobilienfonds, namentlich dem DEKA Immobilienglobal, dem UniImmo Global und dem Grundbesitz Global sah die Situation ähnlich aus. Die Minderheit der Fondstransaktionen verzeichneten einen höheren Kaufpreis als anschließenden Verkehrswert. Es kann aber weder geografisch noch periodisch eine Zuordnung gemacht werden.

4.4.2 Vergleich: US-REIT

Die meisten US-amerikanischen Real Estate Investment Trusts sind an der Börse kotiert und unterliegen zwangsweise der Börsenaufsicht. Damit geht ebenfalls die Rechnungslegungsvorschrift nach US-GAAP oder IFRS einher.

Diese Arbeit fokussiert sich auf diejenigen US-REITs, welche teilweise einen globalen Investitionsfokus verfolgen und eine grosse Börsenkapitalisierung aufweisen. Dementsprechend sind die Geschäftsbericht umfassend, da sich das Anlagevolumen der Immobilienportfolios in zweistelligen Milliardenbeträge beziffern lassen.

Somit konnte bei den grossen US-REITs, namentlich Simon Property Group oder Vornado Realty Trust keine Portfolioanalyse durchgeführt werden, da keine Einzelligenschaftsdaten ausgewiesen werden.

Aufgrund der bereits in Kapitel 3 erläuterten Überlappung zwischen den in den USA und der Schweiz angewendeten Bewertungsverfahren der Discounted Cash Flow Methode, wird hier auf die Analyse und den Vergleich zum Schweizer Immobilienfonds verwiesen, wo Portfoliodaten im Geschäftsbericht ausgewiesen werden.

4.4.3 Vergleich: Schweizer Immobilienfonds

Im Schweizer Immobilienfondsmarkt gibt es erst zwei Anlagefonds, welche sich auf direkte Immobilien im Ausland fokussieren. Dabei ist der Credit Suisse Real Estate Fund Global ein Aufbauportfolio, welches erst im November 2011 lanciert wurde. Der grössere Bruder, Credit Suisse Real Estate Fund International ist ein seit dem Februar 2005 emittierter Fonds für institutionelle Investoren. Per Ende Geschäftsbericht 2011 wies der Fonds ein Immobilienanlagevermögen von rund CHF 2.4 Mrd. in 9 Ländern auf.

In Tabelle 6⁵⁴ werden die in der Real Capital Analytics Datenbank erfassten Immobilientransaktionen im Gegenwert von rund CHF 887 Mio. aufgelistet. Die Transaktionswerte wurden wiederum mit den letzten publizierten Verkehrswerten verglichen. Im Unterschied zu den deutschen offenen Immobilienfonds, gibt es die Klausel bei den Schweizer Immobilienfonds nicht, dass der Kaufpreis bis zu 12 Monaten im Geschäftsbericht ausgewiesen werden dürfte. Der Credit Suisse Real Estate Fund International lässt sein Immobilienportfolio halbjährlich durch die eingesetzten externen Schätzungs-experten bewerten.

In der Datenbank werden zwei Verkäufe aufgeführt, welche beide über dem letzten Verkehrswert verkauft werden konnten.

Bei den Einkäufen, welche bis zum Oktober 2008 zurückreichen, wurden ebenfalls keine Transaktionspreise über dem nächstfolgenden Verkehrswert bezahlt.

Credit Suisse Real Estate Fund International													
Verkäufe Land	Ort	Strasse	RCA		Verkaufs- datum	Differenz In %	Verkehrswerte in CHF per						
			In USD	In CHF			31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010	30.06.2011	31.12.2011	
Singapore	Singapore	112 Robinson Rd	130'790'191	121'530'245	Jan 11	-16.96%			100'918'952				
Kanada	Toronto	85 Ellesmere Rd	60'035'829	55'785'292	Okt 10	-14.27%	47'824'589						
Käufe Land	Ort	Strasse	RCA		Kauf- datum	Differenz In %	Verkehrswerte in CHF per						
			In USD	In CHF			31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010	30.06.2011	31.12.2011	
Deutschland	München	Lansberger Strasse 294-300	93'797'525	86'599'140	Feb 12								
USA	Chicago	250 South Wacker	90'000'000	83'628'000	Dez 11	-5.29%							88'301'493
Wales	Cardiff	5 Callaghan Square	22'223'894	20'650'442	Okt 11	-2.80%							21'246'354
Deutschland	Berlin	Krumme Strasse 48	79'699'028	74'056'337	Jul 11	-1.98%							75'553'509
Holland	Amsterdam	MediArena 2	82'572'726	76'726'577	Sep 10	-9.08%				84'393'478	82'451'076		80'627'637
England	London	15 Appold St	82'137'891	76'322'528	Feb 10	-11.34%			86'086'755	75'184'372	69'373'811		74'870'873
USA	Boston	470 Atlantic Ave	106'250'000	98'727'500	Sep 09	-14.19%		115'056'375	120'365'427	107'564'340	97'368'880		107'919'891
England	Leeds	Cross Barstow St	26'296'693	24'434'887	Sep 09	-10.20%		27'210'421	29'539'889	25'508'983	24'034'808		25'329'956
USA	Washington	1099 New York Ave	90'500'000	84'092'600	Sep 09	-13.92%		97'689'375	103'208'879	108'114'279	98'884'480		124'751'691
England	Bristol	Temple Quay	35'616'804	33'095'134	Aug 09	-14.10%		38'528'621	40'091'002	38'528'154	35'687'230		38'234'718
Chile	Santiago	Calle Santa Magdalena 181	26'021'972	24'119'616	Jun 09	-18.38%			29'624'903	32'646'702	30'147'716		30'758'212
Australien	Canberra	62 Northbourne Ave	29'955'504	27'834'654	Okt 08	-10.68%	31'163'033	38'117'823	38'099'935	40'606'073	38'717'063		39'295'678

Tabelle 6: Auswertung Credit Suisse Real Estate Fund International

V.a. die Liegenschaft in Boston, USA verzeichnete bereits nach 3 Monaten eine positive Wertsteigerung von 16.54%. Auffällig ist, dass die Nachkrisenzeit im 2009 für den Credit Suisse Real Estate Fund International ein optimaler Einkaufszeitpunkt darstellte.

⁵⁴ Tabelle 6 ist in vergrößerter Form im Anhang aufzufinden.

5 RESULTAT

5.1 Ergebnisanalyse Vergleichsberechnung Kapital- und Ertragswertverfahren

Eine erste Schlussfolgerung konnte bereits vom Entscheid abgeleitet werden, dass in der Gegenüberstellung der drei Anlagevehikel nur zwei Bewertungsmethoden verglichen werden konnten. So sind die Kapitalwertverfahren basierend auf der Discounted Cash Flow Methode für die USA wie auch für die Schweiz das gängigste Bewertungsmodell. Wie in Kapitel 4.3.2 angesprochen liegt dieser Arbeit eine nach den US-Amerikanischen Standards entsprechenden und einen nach Schweizer Gesetzeskonformen Discounted Cash Flow Bewertung vor. Der Unterschied ist, dass die von CB Richard Ellis erstellte Bewertung breiter abgestützt ist und sich nicht ausschliesslich auf die Discounted Cash Flow Bewertung fokussiert. Ergänzend flossen Komponenten aus Marktanalysen und Vergleichswerten ein.

Der Vergleich zwischen der Discounted Cash Flow Methode und dem Ertragswertverfahren nach deutschem Standard zeigt v.a. in der Grundlage einen Unterschied, als dass der Bodenwert separat in die Bewertung einfließt. Wie in Kapitel 3 dargestellt wurde, unterscheiden sich die zwei Methoden fundamental hinsichtlich dynamischen und statischen Bewertung. Die Ertragswertmethode nach deutscher Handhabung zielt auf eine über Jahre hinweg orientierte Glättung der Verkehrswertentwicklung. Eine einzelne Jahresbetrachtung und –vergleich bringt im vorliegenden Berechnungsbeispiel keine grosse Abweichung.

So sind auch die Resultate miteinander vergleichbar.

- Nach dem Ertragswertverfahren: USD 135.9 Mio.
- Nach der Ein-Perioden-Kapitalisierungsmethode gemäss US-amerikanischer Berechnung: USD 135.1 Mio.
- Nach der Discounted Cash Flow Methode in der Schweiz: USD 133.4 Mio.

Die Resultate liegen allesamt nahe beieinander. Bei beiden Methoden können bereits feine Anpassungen in den Komponenten, wie zum Beispiel die Anpassung des Kapitalisierungs- oder Liegenschaftszinssatzes zu abweichenden Resultaten führen.

Werden nun die vorliegenden Resultate auf die Forschungsfrage angewendet, so kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass ein deutscher Immobilienfonds, welches aufgrund der Ertragswertmethode bewertet für die gleiche Liegenschaft mehr bieten

würde. Diese Erkenntnis würde also die These stützen, dass aufgrund unterschiedlicher Bewertungsgrundsätze eine Verzerrung der Immobilientransaktionspreise möglich ist. Ein Erklärungsgrund hierzu ist die Betrachtungsweise der Bewertungsansätze. Wo die Bewertung nach Wertermittlungsverordnung einen konstant gehaltenen Jahresrohertrag über die gesamte Nutzungsdauer ansieht, wirkt die Discounted Cash Flow Methode dynamisch und bildet die prognostizierten einzelnen Zahlungsströme der Zukunft ab.

5.2 Ergebnisanalyse Vergleich Transaktionspreis – Verkehrswert

Die gewählte Datenmenge zur Analyse war verhältnismässig klein. Es ist jedoch zu rechtfertigen, dass den Investoren nicht viele international direkt investierende Anlagegefässe zur Verfügung stehen. In der Schweiz decken die zwei genannten Immobilienfonds das Universum zurzeit bereits ab. Im deutschen Anlagemarkt sind die in der vorliegenden Arbeit verwendeten offenen Fonds die Gefässe, welche für einen Investor am zugänglichsten sind. Bei den US-amerikanischen REITs reduziert sich die relativ grosse Masse an Real Estate Investment Trusts auf ein paar wenige mit einer globalen Anlagestrategie.

Die Auswertung hat jedoch ergeben, dass beim Schweizer Immobilienfonds keine Immobilientransaktion über dem Verkehrswert bezahlt wurde. Bei den deutschen offenen Immobilienfonds gab es eine Minderheit an bezahlten Transaktionspreisen, welche über dem zeitlich folgenden Verkehrswert zu liegen kam. Dies wiederum liefert einen Grund, welcher zur Annahme schliessen lässt, dass durch das geglättete Bewertungsverfahren einen längerfristiger Anlagehorizont berücksichtigt werden kann. Es könnte ein Indiz sein, dass es dem Portfoliomanagement erlaubt eventuell kurzfristig von der Zielrendite abzuweichen und dadurch für eine Liegenschaft einen höheren Preis zu bezahlen.

Da die Transaktionen in den betrachteten Portfolios meist bis fünf Jahre zurückreichen und die gewählten Anlagegefässe eher einen konservativen Investitionsansatz verfolgen und somit in Core-Immobilienmärkte mit weniger Volatilität investieren, gab es auch im Bereich der Verkehrswertschwankungen eher geringe Änderungen.

Werden die Transaktionen genauer betrachtet, welche ein grösseres negatives Delta aufweisen, so sind es die Märkte USA im 2009, Grossbritannien im 2008, Polen im 2010 und Deutschland im 2010. Es lässt sich vielleicht eine Aussage zu Grossbritannien machen, welcher Markt im 2008 in eine Krisenzeit abdrehte. Bei Polen im 2010 könnte es eventuell einen bereits vorangeschrittener Nachfragetrend gewesen sein, so dass das Markttiming bereits verpasst wurde.

5.3 Diskussion der Ergebnisse

Die Erkenntnisse aus dem Theorieteil hinsichtlich der Gegenüberstellung der Bewertungsmethoden, wie auch der empirischen Auswertungen liefern auf der vorliegenden Datenbasis eine relativ klare Aussage. Dennoch muss die Anzahl Erhebungen hinterfragt werden, obschon es unmöglich ist in gewissen Märkten mit den hier auferlegten Zielen weitere Datenquellen beizuziehen.

Um die Resultate in der hier vorliegenden Arbeit zu verifizieren, wird das Research Dokument von RICS herangezogen. Im RICS Report January 2012 wurde in den Märkten von Frankreich, Deutschland, Holland und UK Transaktionsverkaufspreise von Immobilien mit den letzten Verkehrswerten verglichen. Im Bericht wurden 1'540 Marktbewertungen über die Zeitperiode von 2009/2010 gesammelt und ausgewertet. Konklusion war, dass ein Delta zwischen dem Verkehrswert und dem Verkaufspreis besteht. Dies variierte von Frankreich mit 8.8% bis 14.2% in Deutschland in der Betrachtungsperiode 2010.

Es ist nicht ganz vergleichbar, da nicht bekannt ist, wer als Liegenschaftseigentümer auftritt. Die in dieser Arbeit vorliegenden Auswertung erweitert die Betrachtung des RICS-Reports um eine weitere Determinante. Den regulatorischen Hintergrund eines Immobilienverkäufers wurde bei RICS gänzlich ausgeblendet.

Deckungsgleich kann aber der Schluss gezogen werden, dass v.a. im deutschen Markt eine höhere Abweichung zu beachten ist. Dies verifiziert die hier vorliegenden Ergebnisse. Wie bereits eingangs erwähnt, lassen sich viele Investoren nach wie vor vom home bias leiten. Dementsprechend werden die von RICS analysierten deutschen Daten vermehrt von deutschen Investitionsgefässen, welche den lokalen Bewertungsrichtlinien folgen.

5.4 Aufzeigung von Implikationen

Die Auswertung könnte implizieren, dass tatsächlich eine Verzerrung am Immobilien-transaktionsmarkt stattfindet. Die Diskussion um die Besserstellung respektive Schlechterstellung der unterschiedlichen Bewertungsmethoden hat keine Relevanz für diese Arbeit und wird auch nicht behandelt.

Es ist bekannt, dass die Performanceentwicklung sich bei geglätteten Bewertungsverfahren stabiler entwickelt als bei marktnahen Bewertungen. Die Volatilität ist eine Eigenschaft, welche der Investor mit der Wahl des Anlagegefässes übernimmt. Somit

muss der Investor in erster Linie seine Entscheidung treffen in welches Anlagevehikel investiert werden soll. Immer unter dem Aspekt, dass die Bewertungsmethoden ebenfalls unterschiedlich sein können.

Ein zweiter Einfluss wird es auf die Akteure am Immobilientransaktionsmarkt haben. Unterschiedlich regulierte und dadurch flexiblere Teilnehmer können bei Bieterverfahren die Oberhand gewinnen.

6 SCHLUSSBETRACHTUNG

6.1 Fazit

Die Auswertungen in Kapitel 4 haben ergeben, dass die Bewertungsmethoden in einer zeitlich engen Betrachtung zu ähnlichen Resultaten führen. Dies wurde anhand der Bewertung der Liegenschaft in Washington deutlich aufgezeigt. Ein längerfristiger Betrachtungszeitraum, wie es in Kapitel 4.4 mit den historischen Transaktionsdaten verglichen wurde, zeigt ein anderes Bild. Es lässt darauf schliessen, dass unterschiedliche Bewertungsmethoden am Immobilienmarkt die Akteure unterschiedlich handeln lässt und somit – wohl mitunter dem Einfluss der vordefinierten Zielrendite – Transaktionspreise bezahlt werden, die bewertungstechnisch über dem Marktwert zu liegen kommen.

6.2 Diskussion

Der Fragestellung konnte aufgrund des Theorieteils und der Berechnung respektive Auswertung der Datenbank entgegnet und eine Antwort geliefert werden. Angriffspunkt ist das geringe zur Verfügung stehende Datenmaterial. Einerseits aufgrund der noch nicht so lange vorherrschenden Transparenz am Immobilienmarkt und andererseits aufgrund der geringen Anzahl an börsenkotierte, transparente und international investierende Immobilienanlagevehikel. Die Datenbank von Real Capital Analytics ist marktführend, weist aber noch keine lange Historie auf. Zudem muss die Datenqualität sicherlich kritisch hinterfragt werden. Deshalb wurden Transaktionspreise mit den jeweiligen Geschäftsberichten der Anlagegefässe nochmals auf deren Korrektheit überprüft.

6.3 Ausblick

Die Diskussion über die unterschiedlichen Bewertungsmethoden, deren Vor- und Nachteile, wie auch deren Philosophie wird auch in Zukunft die Gemüter erhitzen. Aus Investorensicht ist es relevant zu wissen, in was für ein Gefäß investiert wurde und welche Erwartungen gehegt werden können. Ob die Teilnehmer am Transaktionsmarkt sich über die Konkurrenzsituation bewusst sind, ist wohl eher fraglich. Es müssten sicherlich weitere Evidenzen gesammelt werden um ein breiter abgestütztes Ergebnis erhalten zu können. Das Problem wird wohl weiterhin die relativ geringe Anzahl an international agierende Investitionsgefäße sein.

ANHANG

Tabelle: UniImmo Global

Verkäufe		RCA		Verkehrswerte in EUR per	
Land	Ort	Strasse	in EUR	in %	30.09.2011
Singapore	Singapore	3 Changi S Ave	46'366'932	-17.62%	38'196'000
UniImmo Global					
Käufe	Ort	Strasse	RCA	Differenz	Verkehrswerte in EUR per
Land			in EUR	in %	30.09.2009 31.03.2010 30.09.2010
Polen	Warschau	Domaniewska 39a	102'333'333	-0.26%	102'600'000
Portugal	Lissabon	Avenia Do Colegio Militar 37	70'766'667	-2.09%	72'280'000
USA	Aurora	20900 E 36th St	25'400'000	0.08%	25'380'000
Singapore	Singapore	3 Changi S Ave	32'450'000	-1.98%	33'104'000 36'277'000 37'376'000
Polen	Katowice	Generala Kazimierza Pulaskiego 60	95'000'000	0.32%	95'000'000 94'700'000 94'700'000 95'000'000
Japan	Tokyo	3-10-1 Harumi Chuo-ku	110'200'000	-11.28%	124'211'000 142'574'000 139'450'000 140'076'000 154'975'000
Japan	Tokyo	1-8-2 Jingumae	91'650'000	-7.71%	99'303'000 113'983'000 108'969'000 100'111'000 110'759'000
Chile	Santiago	Teatinos 254-258	4'500'000	1.01%	4'455'000 4'163'000 3'996'000 4'746'000 5'147'000
Chile	Santiago	Bander 76	10'100'000	0.11%	10'089'000 10'354'000 9'938'000 11'064'000 11'999'000
Chile	Santiago	Avenida Ricardo Lyon 222	34'800'000	4.90%	33'176'000 34'226'000 32'850'000 37'554'000 40'726'000

LITERATURVERZEICHNIS

- Bärthel, J. (2007): Vergleichende Untersuchung von Bewertungsmethoden für Anlageneigenschaften in Deutschland und der Schweiz, CUREM, Zürich, Diplomarbeit, 2007
- Brühl, M. J. (2004): Bemessung von Marktwerten für Immobilien, Berlin 2004
- Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) (2012): BVI 2012 Daten – Fakten – Perspektiven. Online verfügbar unter: http://www.bvi.de/de/sonderseiten/bestellcenter/Downloads/Jahrbuch_2012.pdf [abgerufen am 17.07.2012]
- Bujotzek, P. (2007): Offene Immobilienfonds im Investmentsteuerrecht, Berlin 2007
- Credit Suisse AG (2012): Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, 2. Quartal 2012. Online verfügbar unter: https://www.credit-suisse.com/ch/unternehmen/institutionalclients/doc/pk_index_2_2012_de.pdf [abgerufen am 01.08.2012]
- Credit Suisse AG (2007): Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, 2. Quartal 2007. Online verfügbar unter: https://www.credit-suisse.com/ch/unternehmen/institutionalclients/de/doc/pki_ger_2q07.pdf [abgerufen am 01.08.2012]
- Credit Suisse Asset Management (2003): CSAM Schweizer Pensionskassen Index, 2. Quartal 2003. Online verfügbar unter: https://www.credit-suisse.com/ch/unternehmen/institutionalclients/de/doc/d_CSAM_PKI_Q203.pdf [abgerufen am 01.08.2012]
- CS EUROREAL (2011): Offener Immobilienfonds nach deutschem InvG – Jahresbericht zum 30. September 2011- Verkaufsprospekt und Vertragsbedingungen. Online verfügbar unter: https://www.credit-suisse.com/de/real_assets/doc/cs_euroreal_jb_30092011.pdf [abgerufen am 17.07.2012]
- Credit Suisse Real Estate Fund International (2012): Geprüfter Jahresbericht per 31. Dezember 2011. Online verfügbar unter: https://www.credit-suisse.com/asset_management/downloads/marketing/ar_ch_ger_if_csrefinter.pdf [abgerufen am 15.07.2012]
- DTZ Research (2012): Money into Property – Global 2012 – 26 April 2012. Online verfügbar unter: <http://www.dtz.com/Global/Research/Money+into+Property+2012+Global> [abgerufen am 01.08.2012]

- EPRA Research (2012): Monthly Statistical Bulletin – July 2012. Online verfügbar unter: http://www.epra.com/media/Monthly_Statistical_Bulletin_July_2012_1343779237112.pdf [abgerufen am 05.08.2012]
- Ernst & Young (2011): IFRS for real estate: current issues and financial statements survey – January 2011. Online verfügbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_for_Real_Estate:_Current_Issues_and_Financial_Statements_Survey/\\$FILE/12-%20EYG%20IFRS%20for%20Real%20Estate%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_for_Real_Estate:_Current_Issues_and_Financial_Statements_Survey/$FILE/12-%20EYG%20IFRS%20for%20Real%20Estate%202011.pdf) [abgerufen am 17.07.2012]
- Gabler Verlag (Hrsg.) (2012): Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Immobilienfonds. Online verfügbar unter: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/6451/immobilienfonds-v6.html> [abgerufen am 17.07.2012]
- Garrigan, R. T./Parsons, J. F. (1998): Real Estate Investment Trusts – Structure, Analysis, and Strategy, New York 1998
- Immobilienwertermittlungsverordnung – ImmoWertV (2010): Verordnung über die Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken, Bundesministerium der Justiz
- Jones Lang LaSalle (2012a): Global Capital Flows 2011 – 4th Quarter. Online verfügbar unter: <http://www.joneslanglasallesites.com/gcf/wp-content/uploads/2011/05/GlobalCapitalFlowQ1.pdf> [abgerufen am 03.08.2012]
- Jones Lang LaSalle (2012b): Global Transparency Index. Online verfügbar unter: <http://www.joneslanglasalle.com/GRETI/en-gb/Pages/GlobalTransparencyIndex.aspx> [abgerufen am 03.08.2012]
- Linneman, P. (2004): Real Estate Finance & Investments: Risks and Opportunities, 2. Aufl., Philadelphia 2004
- Maier, K. M. (1999): Risikomanagement im Immobilienwesen, Frankfurt am Main 1999
- Montgomery, M. K. (2004): Über die Arbeit mit Immobilien-Wertgutachten in den Vereinigten Staaten von Amerika, in: Shearman & Sterling LLP April (2004), S. 1-12
- Naubereit, P. (2010): Harmonisierung der internationalen Immobilienmärkte und Folgen für die immobilienbewertung, in: Informationen zur Raumentwicklung (6.2010)5, S. 365-376

- Nowak, M. (2005): Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs für die private Vermögensbildung und Altersvorsorge, in: Pelzl, W. (Hrsg.): Reihe Immobilienmanagement Band 8, Norderstedt 2005
- PricewaterhouseCoopers (2009): Kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz, 2. Aufl., Zürich 2008
- Real Capital Analytics (2012): Global Capital Trends – 2011 Year in Review. Online verfügbar unter: http://www.rcanalytics.com/Landing/gct/global_capital_trends.aspx [abgerufen am 01.08.2012]
- REIT.com (2012): Historical REIT Industry Market Capitalization: 1972-2011. Online verfügbar unter: <http://www.reit.com/DataAndResearch/US-REIT-Industry-MarketCap.aspx> [abgerufen am 01.08.2012]
- SEB ImmoPortfolio Target Return Fund (2012): Jahresbericht zum 31. Dezember 2011. Online verfügbar unter: http://www.sebassetmanagement.de/fileadmin/documents/documents/fundsfactsheet/jahresbericht/2011/980231_jahresbericht_311211.pdf [abgerufen am 17.07.2012]
- Swiss Funds Association SFA (2003): Marktstatistik, 2004. Online verfügbar unter: <https://www.sfa.ch/swiss-fund-market/history> [abgerufen am 01.08.2012]
- Swiss Fund Data (2012): Marktstatistiken – Schweizer Fondsmarkt, Dezember 2011. Online verfügbar unter: <http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/market/index> [abgerufen am 01.08.2012]
- SXI Swiss Exchange (2012): Historische Baskets – Juli 2012 – SXI – nsswiit_20120731.csv. Online verfügbar unter: http://www.six-swiss-exchange.com/indices/historical_baskets_de.html [abgerufen am 01.08.2012]
- TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) (2009): Europäische Bewertungsstandards 2009, 6. Aufl., 2009
- The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2012a) (Hrsg.): Swiss Valuation Standards (SVS) - Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland, 2. Aufl., Zürich 2012
- The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2012b): RICS Valuation – Professional Standards – Incorporating the International Valuation Standards – March 2012, Norwich 2012

Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (2009): 2008-2009 Edition.
Online verfügbar unter: <http://www.appraisalmanagementcompany.net/docs/USPAP.pdf> [abgerufen am 15.07.2012]

EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema Unterschiedliche Regulationsdichte hinsichtlich Bewertungsmethodik von internationalen Immobilienanlagegefässen 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 keine anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 10. August 2012

Fabian Linke