



**Universität
Zürich^{UZH}**

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Club Deals – Gestaltungsparameter und Erfolgsfaktoren

Verfasser:

Marcel Egger
Parkstrasse 49, 6340 Baar
m-e@gmx.ch
+41 79/488 89 95

Eingereicht bei:

Dr. Stephan G.C. Kloess

Abgabedatum:

17.08.2015

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary.....	VII
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangslage und Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung	1
1.3 Abgrenzung des Themas	2
1.4 Vorgehen	3
2 Grundlagen	5
2.1 Mikroökonomische Grundlagen	5
2.1.1 Klubgüter.....	5
2.1.2 Auktionstheorie	6
2.1.3 Informationsökonomie und Prinzipal-Agent-Theorie.....	7
2.2 Hintergrund und Begriffsdefinition	7
2.2.1 Geschichtlicher Hintergrund	7
2.2.2 Definition private und institutionelle Investoren	8
2.2.3 Definition Anlageliegenschaften.....	8
2.2.4 Definitionen von Club Deals.....	9
2.2.5 Gestaltungsparameter	9
2.2.6 Erfolgsfaktoren.....	10
2.3 Anlageuniversum	10
2.3.1 Grösse Anlageuniversum Schweiz.....	10
2.3.2 Anlagemöglichkeiten in Immobilien.....	11
2.3.3 Direktinvestition in Immobilien	12
2.3.4 Indirekte Investition in Immobilien	12
2.3.5 Kollektive Kapitalanlagen.....	12
2.3.6 Investitionsstile	13
2.3.7 Einordnung Club Deals ins Anlageuniversum	14
2.4 Gefässe für Club Deals	15
2.4.1 Aktiengesellschaft	15
2.4.2 Gesellschaft mit beschränkter Haftung	16
2.4.3 Luxemburgische S.à.r.l.	17

2.4.4	Gesamteigentum und einfache Gesellschaft	17
2.4.5	Miteigentum	18
2.4.6	Investmentclubs.....	18
2.5	Kollektivanlagengesetz	19
2.5.1	Das KAG	19
2.5.2	Kollektive Kapitalanlagen.....	20
2.5.3	Qualifizierte Anleger.....	23
2.5.4	Dem KAG nicht unterstellte Vehikel	24
3	Grundlegende Modelle von Club Deals	26
3.1	Das Modell I	26
3.1.1	Entstehung und Funktionsweise.....	27
3.1.2	Geschäftsführung	27
3.1.3	Mitbestimmung	27
3.2	Das Modell II	28
3.2.1	Entstehung und Funktionsweise.....	28
3.2.2	Geschäftsführung	28
3.2.3	Mitbestimmung	29
3.3	Das Modell III.....	29
3.3.1	Entstehung und Funktionsweise.....	29
3.3.2	Geschäftsführung	31
3.3.3	Mitbestimmung	31
3.4	Lösungsansätze der Prinzipal-Agent-Problematik.....	31
4	Gestaltungsparameter	32
4.1	Vehikel.....	33
4.1.1	Aktiengesellschaft	34
4.1.2	Gesellschaft mit beschränkter Haftung	35
4.1.3	Luxemburgische S.à.r.l.	35
4.1.4	Gesamteigentum und einfache Gesellschaft	35
4.1.5	Miteigentum	36
4.1.6	Investmentclub	37
4.2	Club Mitglieder	37
4.2.1	Anzahl Mitglieder	37
4.2.2	Operativ tätige Mitglieder.....	38
4.2.3	Finanzinvestoren	39

4.2.4	Investmentmanager	39
4.3	Investitionsstile und Exitstrategien	39
4.4	Immobilienutzungen	40
4.5	Finanzierung	40
4.6	Regelwerk	40
5	Erfolgsfaktoren	42
5.1	Qualitative Faktoren.....	43
5.2	Organisation	44
5.3	Verschiedene Faktoren.....	44
6	Ergebnisse.....	45
6.1	Resultate.....	46
6.1.1	Definition und Hintergrund.....	46
6.1.2	Anzahl Transaktionen und Volumen	47
6.1.3	Investoren und Initiatoren	47
6.1.4	Motivation von Investoren Club Deals zu tätigen.....	49
6.1.5	Einordnung und Abgrenzung von Club Deals zu kollektiven Kapitalanlagen.....	50
6.1.6	Club Deals und das KAG	51
6.2	Zusammenfassung.....	54
7	Schlussbetrachtung	55
7.1	Fazit.....	55
7.2	Diskussion.....	56
7.3	Ausblick	57
	Literaturverzeichnis	1
	Anhang	5

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
ABV	Aktionärsbindungsvertrag
FINMA	Finanzmarktaufsicht
GP – LP	General Partner – Limited Partner
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
LBO	Leveraged Buyout
KAG	Kollektivanlagengesetz
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
OR	Obligationenrecht
S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée
SICAF	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
ZGB	Zivilgesetzbuch

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Forschungsprozess	4
Abbildung 2: Investitionsmöglichkeiten in Immobilien	11
Abbildung 3: Anlageformen des KAG	21
Abbildung 4: KAG nicht unterstellte Einrichtungen	24
Abbildung 5: Struktur und Funktionsweise Modell I	26
Abbildung 6: Struktur und Funktionsweise Modell II	28
Abbildung 7: Struktur und Funktionsweise Modell III	29
Abbildung 8: Übersicht Gestaltungsparameter von Club Deals	33
Abbildung 9: Übersicht Erfolgsfaktoren von Club Deals	43

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Klassifizierung der Güter	5
Tabelle 2: Anzahl Transaktionen und Volumen	11
Tabelle 3: Investitionsstile	13
Tabelle 4: Darstellung Anlagevermögen von Club Mitgliedern	48
Tabelle 5: Zusammenfassung der Gestaltungsparameter, Erfolgsfaktoren und Resultate	54

Executive Summary

Aus Investorenkreisen war in den letzten Jahren ein zunehmendes Interesse an Club Deals zu vernehmen. Berater und Anbieter veröffentlichen Presseberichte über getätigte Transaktionen und bieten ihre Dienstleistungen an. Der Forschungsstand zu diesem Thema ist hingegen nur rudimentär. Vor diesem Hintergrund werden in dieser Arbeit Club Deals mit eigens erhobenen Daten auf verschiedenen Ebenen analysiert und umfassend beschrieben. Einbezogen werden ebenfalls mikroökonomische Theorien. Club Deals können als gemeinschaftliche Kapitalanlagen in einem geschlossenen, kleinen Kreis von Investoren bezeichnet werden. Die Anleger sind hauptsächlich wohlhabende Privatpersonen, die aus Gründen der Portfoliooptimierung und Limitierung von Klumpenrisiken in Club Deals investieren. Die Investitionen basieren immer auf einem konkreten Businessplan und die Liegenschaften werden in einer Zweckgesellschaft gehalten. Das Geschäftsmodell beinhaltet Investitionen in Immobilien mit den Investitionsstilen Value Added oder Opportunity. Dabei werden mit geeigneten Massnahmen grosse Wertsteigerungen herbeigeführt und die Liegenschaften danach rasch veräussert. Diese Strategien werden mit drei grundlegenden Modellen umgesetzt, bei welchen die Investoren unterschiedliche Rollen einnehmen. Der Club Deal beim Modell I wird von den Investoren selbst gegründet und auch geführt. Das Modell II entspricht bis auf die Auslagerung der operativen Geschäftsführung dem Modell I. Bei Modell III initiieren Anbieter die Clubs und Investoren erwerben bis zu 98 % der Anteile am Club. Die Anbieter erstellen und führen die Clubs ohne wesentliche Mitwirkung der Investoren. Das Regelwerk muss vor allem beim Modell III sehr umfassend sein, um auch der Prinzipal-Agent-Problematik Rechnung zu tragen. Neben einer regelmässigen Berichterstattung werden dazu meistens leistungsabhängige Entschädigungen der Anbieter vereinbart. Bei allen Modellen wird bei der Ausgestaltung auf die nicht Unterstellung unter das Kollektivanlagegesetz geachtet, um Anlage- sowie Finanzierungseinschränkungen zu vermeiden. Dazu werden die Clubs entweder von den Mitgliedern selbstverwaltet oder vom Gesetz aufgeführte Ausnahmen beansprucht. Der Investmentclub kann als weitere, für Club Deals geeignete Rechtsform künftig Verwendung finden. Die wichtigsten Stellgrössen werden mit sechs Gruppen von Gestaltungsparametern umschrieben und die identifizierten Erfolgsfaktoren bezeichnen die Determinanten für einen erfolgreichen Club Deal. Dabei gelten Vertrauen und Interessenkongruenz als gewichtige Faktoren.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage und Problemstellung

In den letzten Jahren tauchte der Begriff Club Deal international vermehrt im Zusammenhang mit Immobilientransaktionen auf. Schlagzeilen wie „IVG setzt weiteren Club Deal um“ oder „Why The Rich And Super-Rich Like Club Deals“ sind in den Medien zu lesen.¹ Diese subjektiven Beobachtungen können in Investorenumfragen gestützt werden. Beispielsweise wird in den Investment Intentions Surveys von INREV, erhöhtes Interesse an Club Deals festgestellt.² Bekannte Dienstleister wie Jones Lang LaSalle haben den Trend aufgegriffen und beraten beteiligte Parteien.³

In der internationalen Literatur finden sich Hinweise, dass vor allem Private Equity⁴ Firmen mit Club Deals auf Bedürfnisse von Anlegern in der letzten Dekade reagiert haben, um weitere innovative Produkte anbieten zu können.⁵ Diese Club Deals betreffen jedoch nicht Immobilien, sondern andere Anlageklassen.⁶ Selbst in der internationalen Literatur sind Club Deals in Verbindung mit Immobilien sehr gering abgedeckt. Berichte über Immobilien Club Deals können mehrheitlich Presseberichten, Interviews und Medienmitteilungen entnommen werden.

1.2 Zielsetzung

Investoren wie Anbieter sollen sich ein umfassendes Bild über Club Deals machen können. Dazu werden Club Deals auf verschiedenen Betrachtungsebenen analysiert. Daraus lassen sich folgende Ziele ableiten:

- die grundlegenden Modelle und deren Funktionsweise werden dargestellt
- im Kontext der kollektiven Kapitalanlagen wird der rechtlichen Rahmen analysiert
- die Rollen der Anleger und deren Motivation, in Club Deals zu investieren, werden transparent gemacht

¹ vgl. o. V. 2013, o. S. und Prince 2013, o. S.

² vgl. INREV 2015, S. 1

³ vgl. Experteninterviews

⁴ vgl. Law 2015, S. 331; Unter Private Equity Firmen werden Kapitalgesellschaften eingeteilt welche mit hohem Fremdkapitalanteil meist Unternehmungen übernehmen, restrukturieren und mit Gewinn wieder veräußern.

⁵ vgl. Baker/Kent 2013, S. 35-46

⁶ siehe Kapitel 2.3 betreffend der Definition von Anlageklassen

- die wesentlichen Gestaltungsparameter und Erfolgsfaktoren werden abgeleitet

Die Übertragung des Erkenntnisgewinns aus dieser Arbeit in die Praxis soll auf Ebene Investoren wie auch Anbieter erfolgen. Für Investoren kann sie Hilfestellung bieten, um selber Club Deals zu gründen oder in Club Deals von Anbietern zu investieren. Anbieter erhalten Einblicke in die Motivation von Investoren, die in Club Deals investieren und einen Überblick der Determinanten eines erfolgreichen Club Deals. Für die beiden Zielgruppen werden für eine schnelle Übersicht die wesentlichen Punkte der Gestaltungsparameter, Erfolgsfaktoren und Resultate am Schluss der Arbeit zusammengefasst.

1.3 Abgrenzung des Themas

Diese Arbeit fokussiert gemäss den obenstehenden Zielen auf die Ausgestaltung von Club Deals in der Schweiz. Der Forschungsprozess ist für die Identifikation der Gestaltungsparameter, Ableitung von Erfolgsfaktoren und Erfüllung der weiteren Ziele ausgelegt. Auf die Anlageimmobilien⁷ selbst wird nur soweit es dem Verständnis dient eingetreten. Für die Einordnung und Abgrenzung von Club Deals zu den einzelnen unter dem KAG⁸ regulierten kollektiven Kapitalanlagen, werden diese in den Grundzügen erläutert. Ebenfalls sind die für Club Deals relevanten Teile des Gesellschafts- und Sachenrechts kurz beschrieben. Von einer Auseinandersetzung steuerrechtlichen Aspekten wird abgesehen. Innerhalb der Anlageklasse Immobilien liegt der Fokus auf Investition in Eigenkapital, Fremdkapital hingegen wird nicht behandelt. In verschiedenen Kapiteln werden die Abgrenzungen für die einfachere Lesbarkeit jeweils anfänglich erwähnt. Diese Arbeit basiert auf Literatur aus unterschiedlichen Bereichen. Es folgen im gesamten Arbeitsverlauf Rückschlüsse und Verweise auf die Literatur. Aus nachfolgenden Werken werden die Hauptideen entnommen: Die mikroökonomischen Grundlagen stammen unter anderem aus der Literatur von Buchanan⁹ (Klubgüter), Berninghaus¹⁰ und McAfee/McMillan¹¹ (Auktionstheorie) und Meyer¹² (Informationsökonomie). Hauptsächlich Definitionen

⁷ siehe Definition in Kapitel 2.2.3

⁸ vgl. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006, Stand 1. Januar 2015, SR 951.31; Art. 8 und 9

⁹ vgl. Buchanan 1965

¹⁰ vgl. Berninghaus/Ehrhart/Güth 2010

¹¹ vgl. McAfee/McMillan 1987

¹² vgl. Meyer 1990

von Immobiliengrundlagen erfolgen aus dem Sammelwerk von Trübstein.¹³ Die verschiedenen Rechtsformen der Vehikel werden dem Werk von Meier-Hayoz/Forstmoser¹⁴ entnommen. Anson und Baker/Filbeck behandeln in ihren Werken alternative Anlageformen.¹⁵ Dabei wird auch auf den Club Deal als Möglichkeit im Zusammenhang mit Private Equity Firmen¹⁶ hingewiesen. Jutzi/Schären analysiert das kollektive Kapitalanlagegesetz detailliert.¹⁷ Innerhalb der alternativen Anlagen gehen Rottke/Rebitzer in ihrem Sammelband vertieft auf Private Equity ein. Im Rahmen der Beschreibung von Private Equity Fonds wird die Prinzipal-Agent Problematik dargestellt.¹⁸

1.4 Vorgehen

Die Erfüllung der Zielsetzung dieser Abschlussarbeit bedingt eine umfassende eigene Datenerhebung, da der Forschungsstand zu diesem Thema nur rudimentär ist. Als Ausgangspunkt wird aus der Literatur verschiedener Fachgebiete die Basis für Club Deals geschaffen. Dabei wird oft der Bezug zu naheliegenden oder inhaltlich übergeordneten Themen hergestellt. Um das Wissen aus der Praxis in die Theorie zu überführen, werden teilstrukturierte Interviews mit Experten verschiedener Branchen geführt. Diese offene Erhebungsart erfolgt im Rahmen der qualitativen Sozialforschung. Der nachfolgende Prozess stellt das methodische Vorgehen dieser Arbeit schematisch dar.¹⁹ Im Ablauf sind zwei Kreisläufe dargestellt. Bei der links abgebildeten Rückkoppelung werden die gesetzten Ziele laufend überprüft. Dazu werden in der Arbeit noch drei zusätzliche, thematisch fokussierte Experteninterviews geführt und laufend die Literatur konsultiert. Im zweiten Kreislauf wird mit den Schlussfolgerungen das Vorwissen ergänzt und die Möglichkeit erneuter Forschungsfragen eröffnet. Dieses Vorgehen führt zu einer nicht sequentiellen Bearbeitung der einzelnen Prozessstufen. Der Forschungsprozess mit den fünf Phasen präsentiert sich folgendermassen:²⁰

¹³ vgl. Trübstein 2012

¹⁴ vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser 2007

¹⁵ vgl. Anson 2006, S. 3; Für Anson handelt es sich bei alternativen Anlagen um alternative Investitionsformen innerhalb traditioneller Anlageklassen

¹⁶ vgl. Anson 2006 und Baker/Filbeck 2013

¹⁷ vgl. Jutzi/Schären 2014

¹⁸ vgl. Rottke 2006

¹⁹ vgl. Mayring 2010

²⁰ vgl. Mayring 2010, S. 229

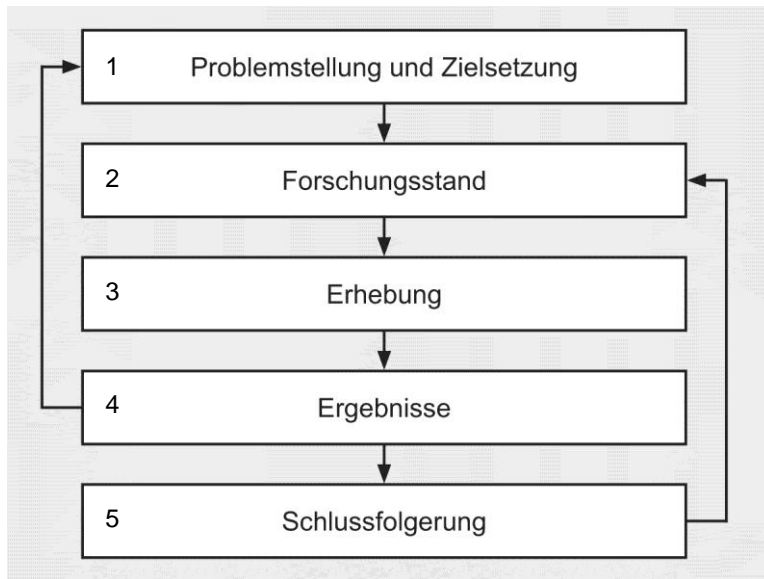


Abbildung 1: Forschungsprozess, in Anlehnung an Mayring 2010, S. 229

1. Formulierung Ausgangslage, Problemstellung und Zielsetzung
2. Festhalten des Forschungsstandes
3. Datenerhebung mit Interviews
4. Auswertung der Ergebnisse und Ableitung von Gestaltungsparametern sowie der Erfolgsfaktoren
5. Schlussfolgerung

Aus dem Forschungsprozess ergibt sich folgender inhaltlicher Ablauf: In diesem ersten Kapitel wird mit der Ausgangslage, den Zielen und der Methodik der Grundstein dieser Arbeit gelegt. Als Ausgangspunkt werden die mikroökonomischen Grundlagen aufgeführt. Weiter erfolgt die Einordnung von Club Deals in das Anlageuniversum und verschiedene Definitionen werden erklärt. Mit den Vehikeln und den rechtlichen Rahmenbedingungen schliesst der Theorieteil ab (Kapitel 2). Als Einstieg in den Hauptteil werden die drei grundlegenden Modelle von Club Deals aufgezeigt (Kapitel 3). Die Gestaltungsparameter zeigen die relevanten Stellgrößen von Club Deals auf und mit den Erfolgsfaktoren werden die für das Gelingen wesentlichen Punkte dargestellt. Durch die Einbindung der mikroökonomischen Grundlagen in den Hauptteil wird der Bezug zur Theorie hergestellt (Kapitel 4). Mit den Erfolgsfaktoren werden Determinanten für den Erfolg eines Club Deals abgeleitet (Kapitel 5). Verschiedene Merkmale von Club Deals werden in den Ergebnissen präsentiert und die Investoren sowie deren Motivation beleuchtet (Kapitel 6). Die Datengrundlage der Kapitel 3 bis 6 basiert grösstenteils auf den Experteninterviews. Ihren Abschluss findet die Arbeit mit

dem Fazit, der Diskussion und dem Ausblick. Die Relevanz der Ergebnisse und weitere mögliche Forschungsfragen werden diskutiert (Kapitel 7).

2 Grundlagen

Mit den Grundlagen werden die für diese Arbeit relevanten Hintergründe und Definitionen aufgeführt. Die mikroökonomischen Theorien bilden dabei den Ausgangspunkt. Eine Einordnung von Club Deals in das Anlageuniversum erfolgt auch auf monetärer Ebene. Mit den Vehikeln und den rechtlichen Rahmenbedingungen schliesst der Theorieteil ab.

2.1 Mikroökonomische Grundlagen

2.1.1 Klubgüter

In der Entwicklung von Wirtschaftstheorien wurden lange öffentliche Güter von privaten Gütern klar getrennt. Buchanan schrieb 1965: „One of the missing links here is a theory of clubs, a theory of co-operative membership, a theory that will include as a variable to be determined the extension of ownership consumption rights over differing numbers of persons.”²¹ Sein theoretischer Ansatz ordnet sich zwischen den beiden Extremen, ausschliesslich private und ausschliesslich öffentliche Güter, ein.²² Die untenstehende Tabelle definiert Güter anhand der Kriterien Rivalität/Nichtrivalität und Ausschliessbarkeit/nicht Ausschliessbarkeit.

	Rivalität	Nichtrivalität
Ausschliessbarkeit	Privates Gut	Klubgut
Nicht Ausschliessbarkeit	Allmendegut	Öffentliches Gut

Tabelle 1: Klassifizierung der Güter, in Anlehnung an Spremann 2013, S. 39

Besteht für ein Gut Rivalität, kann es nicht durch einen zweiten genutzt werden. Bei Nichtrivalität ist die Nutzung hingegen mehrfach möglich. Ein Klubgut zeichnet sich dadurch aus, dass keine oder nur geringe Rivalität besteht, jedoch Personen den Zugang verwehrt werden kann (Ausschliessbarkeit). Als Beispiel kann ein Fitnessstudio genannt

²¹ vgl. Buchanan 1965, S. 1

²² vgl. Buchanan 1965, S. 1-14

werden. Ein privates Gut (Fitnessstudio) kann mit einer Mitgliedschaftskarte besucht werden. Wer jedoch keine Mitgliedschaftsgebühr entrichtet, kann das Studio nicht besuchen, wird somit ausgeschlossen. Bei einem Allmendegut besteht Rivalität, jedoch kann niemand von der Nutzung ausgeschlossen werden. Für ein rein öffentliches Gut bestehen keine Rivalität und auch keine Ausschliessbarkeit.²³

Eine Mitgliedschaft in einem Klub wird gemäss den Theorien, von Kosten-Nutzenverhältnissen bestimmt. Überwiegt der Nutzen an einer Mitgliedschaft deren Kosten, nimmt jemand teil.²⁴ Die Klubtheorie bietet Modelle, die Kosten-Nutzenverhältnisse unter Berücksichtigung der Anzahl Klubmitglieder zu bestimmen.²⁵

2.1.2 Auktionstheorie

Schon seit vielen Jahrhunderten wechseln Güter über Auktionen die Hand. Heute werden Auktionen zur Versteigerung von Gütern in unterschiedlichsten Bereichen wie Kunsthandel oder zur Vergabe von Abbaurechten, eingesetzt. Auktionen lassen sich den Spieltheorien zuordnen und die Erstellung solcher Verfahren wird als Mechanismusgestaltung bezeichnet.²⁶ McAfee/McMillan beschreiben eine Auktion folgendermassen: „An auction is a market institution with an explicit set of rules determining resource allocation and prices on the basis of bids from the market participants.“²⁷ Auktionstheorien sind jedoch auch für weiterfassende Preisfindungsmodelle grundlegend und werden zum Testen von Spieltheorien verwendet. Die asymmetrische Informationsverteilung²⁸ ist ein grundlegendes Merkmal von Auktionstheorien, denn es wird davon ausgegangen, dass jeder Bieter und der Versteigerer unterschiedliche Wertvorstellungen und Informationen von dem zu ersteigernden Gut haben.²⁹ Das Investmentobjekt und die dazugehörige Preisfindung sind nicht Bestandteile dieser Arbeit. Zudem sind Auktionen kein Club Deal-spezifisches Thema und werden somit nicht weiter behandelt.³⁰

²³ vgl. Spremann 2013, S. 39-41

²⁴ vgl. Sandler/Tschirhart 1997, S. 335-339

²⁵ vgl. Buchanan 1965, S. 2-12

²⁶ vgl. Berninghaus/Ehrhart/Güth 2010, S. 231-298

²⁷ vgl. McAfee/McMillan 1987, S. 701

²⁸ siehe Informationsökonomie und Prinzipal-Agent-Theorie betreffend asymmetrische Informationsverteilung im Kontext von Delegationsbeziehungen

²⁹ vgl. Berninghaus/Ehrhart/Güth 2010, S. 231-259

³⁰ vgl. Experteninterviews

2.1.3 Informationsökonomie und Prinzipal-Agent-Theorie

Die Informationsökonomie anerkennt, dass Informationen nicht frei verfügbar sind und Entscheidungen anhand nicht gesicherter und lückenhafter Informationen getroffen werden. Meyer beschreibt das Gut Information folgendermassen: „Die Information wird zum ökonomischen Gut, welches nicht - wie ein freies Gut - kostenlos verfügbar ist, sondern das unter Einsatz von Ressourcen produziert werden muss“³¹. Vor allem auf intransparenten Märkten wie den Immobilienmärkten fallen hohe Informationskosten wie Bewertungs- und Prüfkosten an.³² In der Wirtschaft werden Informationen durch die hohen Beschaffungskosten nur soweit produziert bis die Grenzkosten dem Grenznutzen entsprechen.³³ Neben den Kosten steht der Zugang zu Informationen zudem nicht allen Marktteilnehmern gleich offen. Eine solche Situation kann entstehen wenn ein Agent beauftragt wird, im Interesse eines Prinzipals zu handeln. Rottke bezeichnet dies als eine „Delegationsbeziehung“ welche „...naturgemäss von Informationsasymmetrien geprägt...“ ist.³⁴ Mit der Prinzipal-Agent-Theorie können motivationsbedingte Risiken identifiziert werden.³⁵ In Bezug auf eine börsenkotierte Unternehmung kann eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen der Unternehmensführung und den Inhabern (Aktionären) entstehen. Die Geschäftsleitung verfolgt dabei die eigenen wirtschaftlichen Interessen, welche sich nicht mit den Interessen der Aktionäre deckt.³⁶ Eine solche Situation kann entstehen wenn der Prinzipal die Arbeit des Agenten nicht oder nur ungenügend überwachen kann und somit die wahren Absichten des Agenten nicht erkennt. Auch bereits bei der Wahl des Agenten kann diese Problematik entstehen, wenn der Prinzipal Übertreibungen und unwahrer Selbstdarstellung des Agenten Glauben schenkt.³⁷

2.2 Hintergrund und Begriffsdefinition

2.2.1 Geschichtlicher Hintergrund

Im 19. Jahrhundert waren Gentlemen's Clubs in London Treffpunkt von einflussreichen Politikern, Anwälten, Behördenvertretern und Unternehmern. Taddei bezeichnete in Ihrer Arbeit, dass die exklusiven Privatclubs “facilitated the development of a network

³¹ vgl. Meyer 1990, S. 104

³² vgl. Schulte/Sturm/Wiffler 2008, S. 16

³³ vgl. Meyer 1990, S. 104

³⁴ vgl. Rottke 2006, S. 125

³⁵ vgl. Hegner 2011, S. 74-76

³⁶ vgl. Anson 2006, S. 670-671

³⁷ vgl. Rottke 2006, S. 125-127

of mutually profitable semi-professional acquaintances”³⁸ Durch das Netzwerk entstanden nicht nur Kontakte, sondern es vereinfachte auch die Geschäftsbeziehungen durch generell akzeptierte Verhaltenskodexe. Unter der Beobachtung der Gruppe verhielt sich der Geschäftsmann aufrichtig, was ermöglichte, auch mit nicht bekannten Personen Geschäfte zu tätigen.³⁹

In der Schweiz wurden vor allem in den 70er und 80er Jahren in der Form von Miteigentum gemeinsame Investitionen getätigt. Ob dies jedoch als frühe Form eines Club Deals bezeichnet werden kann, darüber sind sich die Experten nicht einig.⁴⁰

2.2.2 Definition private und institutionelle Investoren

Investoren lassen sich grundsätzlich in zwei Gruppen unterteilen: die privaten und die institutionellen Investoren. Eine einheitliche Definition von institutionellen Investoren existiert nicht. Unter institutionellen Investoren werden Immobilien-Aktiengesellschaften, offene und geschlossene Kapitalanlagegesellschaften, Pensionskassen und Versicherungen verstanden. Eine abschliessende Auflistung kann jedoch nicht erstellt werden. Diesen nicht natürlichen Personen können jedoch folgende Merkmale zugeordnet werden: Sie weisen eine professionelle Struktur für die Kapitalanlage auf und haben grosse finanzielle Mittel zu Verfügung.⁴¹ Private Investoren sind hingegen meist weniger professionell organisiert und investieren kleinere Summen. Eine Ausnahme bilden sehr vermögende Privatanleger, welche wie institutionelle Investoren aufgestellt sein können.⁴²

2.2.3 Definition Anlageliegenschaften

Gemäss IFRS⁴³ Standards Artikel IAS⁴⁴ 40 fallen unter Anlageliegenschaften Immobilien, die zur Erzielung von Mieterträgen und Wertsteigerung oder dem Werterhalt dienen. Die Objekte befinden sich nicht im Bestand der Betriebsliegenschaften und werden somit nicht zur eigenen Geschäftstätigkeit genutzt.⁴⁵

³⁸ vgl. Taddei 1999, S. 16

³⁹ vgl. Landes 2010, S. 191

⁴⁰ vgl. Experteninterviews

⁴¹ vgl. Stock 2009, S. 17-18

⁴² vgl. Trübstein 2012, S. 24-25

⁴³ IFRS steht für International Financial Reporting Standards. Dies sind Rechnungslegungsvorschriften welche von der International Accounting Standards Board (IASB) herausgegeben werden.

⁴⁴ IAS steht für International Accounting Standards

⁴⁵ vgl. Hirschböck 2012, S. 62

Beispiele von solchen Immobilien können sein: Mehrfamilienhäuser, Büro-, Hotel-, Gewerbe-, Handels- oder Industrieimmobilien.

2.2.4 Definitionen von Club Deals

Maurenbrecher/Frick definiert den Club Deal für Konsortialkredite in der Schrift des SBT folgendermassen: „Von einem Club Deal spricht man dann, wenn ein Konsortium aus einer kleineren Anzahl Kreditgeber besteht, das Konsortium bereits bei Abschluss des Kreditvertrags (meistens unter Mitsprache des Kreditnehmers) zusammengestellt wurde...“⁴⁶

Anson beschreibt den Club Deal im Zusammenhang mit Leveraged Buyout (LBO)⁴⁷ Unternehmungen. LBO Firmen erwerben börsenkotierte Firmen und vollziehen einen Börsenrückzug oder verhelfen dem Management zur Übernahme. Beteiligen sich dabei mehrere LBO Firmen spricht man von einem Club Deal.⁴⁸

Für die Finanzierung von Immobilienprojekten oder Anlage Portfolien definiert Glickman Club Deals als eine kleine Gruppe von Finanzinstituten, welche die Mittel dafür zu Verfügung stellt. Zusammen können grössere Projekte finanziert und die Anteile an den einzelnen Anlagen limitiert werden.⁴⁹

2.2.5 Gestaltungsparameter

Der Begriff Gestaltungsparameter setzt sich aus den beiden Ausdrücken Gestaltung und Parameter zusammen. Unter Gestaltung kann ein kreativer Prozess verstanden werden, bei welchem eine materielle oder immaterielle Sache erschaffen oder geändert wird.⁵⁰ Als Parameter werden Grössen bezeichnet, welche Prozesse oder Aktivitäten definieren oder mit deren Hilfe Aussagen über bestimmte Eigenschaften gemacht werden können.⁵¹ Für diese Arbeit werden Gestaltungsparameter als Stellgrössen definiert, mit welchen die verschiedenen Ebenen des Club Deals bestimmt werden.

⁴⁶ vgl. Maurenbrecher/Frick 2010, S. 70; SBT steht für Schweizerische Bankrechtstagung

⁴⁷ vgl. Law 2015, o. S.; ein Leveraged Buyout (LBO) ist eine Firmenübernahme welche mit Fremdkapital finanziert wird

⁴⁸ vgl. Anson 2006 S. 419; 555-557

⁴⁹ vgl. Glickman 2014, S. 168

⁵⁰ vgl. Homberger/Meier 2007, S. 31-36

⁵¹ vgl. Mathews 2014, o. S.

2.2.6 Erfolgsfaktoren

In der Erforschung von Erfolgsfaktoren in einem wirtschaftlichen Kontext steht zentral die Ermittlung von Determinanten, welche einen signifikanten Einfluss auf den Erfolg von Unternehmen haben. Für die Bestimmung muss jedoch auch der Erfolg selbst definiert werden, da Unternehmungen unterschiedliche Ziele verfolgen.⁵² Der Erfolg eines Club Deals stellt sich ein, wenn die individuell gesteckten Ziele erfüllt werden. Darunter fallen insbesondere die Abwicklung innerhalb des Zeithorizonts und das Erreichen von monetären Zielen.⁵³

2.3 Anlageuniversum

Das Anlageuniversum kann in die vier Anlageklassen Geldmarkt, Aktien, Anleihen (mit Hypotheken) und Immobilien unterteilt werden. Obschon diese Unterteilung eine Vereinfachung des Anlageuniversums darstellt, kann diese Einteilung in die vier Klassen anhand unterschiedlicher Eigenschaften der Anlagen erklärt werden. Diese Klassen zusammen weisen das Hauptvolumen an investierbaren Anlagen auf. Diese Arbeit fokussiert nur auf die Anlageklasse Immobilien.⁵⁴

2.3.1 Grösse Anlageuniversum Schweiz

Der Schweizer Bestandsmarkt an Liegenschaften wird gemäss eines Experten auf total CHF 3'110 Mia. beziffert. Die nachfolgende Tabelle gibt Aufschluss über das jährliche Transaktionsvolumen und der Anzahl an Transaktionen des Gesamtmarktes. Um den investierbaren Bestand zu erhalten, sind vom Bestandsmarkt die zum Eigengebrauch dienenden Wohn- und Geschäftsliegenschaften abzuziehen. Der investierbare Bestand wird gemäss des Experten noch auf CHF 1'500 bis 2'000 Mrd. geschätzt.⁵⁵

⁵² vgl. Schwaninger/Kaiser 2007, S. 151-169

⁵³ vgl. Experteninterviews

⁵⁴ vgl. Geltner et al. 2014, S. 136-137

⁵⁵ vgl. Experteninterviews

Kategorie	Transaktionsvolumen in CHF Mrd. p.a.	Anzahl Transaktionen p.a.
Wohnen	50	53'500
Büro, Gewerbe und Industrie	35	3'000*
Total	85	56'500

Tabelle 2: Anzahl Transaktionen und Volumen

Die Anzahl Transaktionen von Anlageliegenschaften der Kategorie Wohnen wird auf ungefähr 3'500 geschätzt. Das Volumen liegt leider nicht vor. Bei den Büro-, Gewerbe- und Industrieliegenschaften beziehen sich die Schätzungen der Anzahl Transaktionen des Experten nur auf Büro- und Handelsliegenschaften (mit * gekennzeichnet), welche mit 3'000 angenommen werden. Der Experte erwähnte ausdrücklich die Problematik der grossen Schätzungenauigkeiten wegen fehlender Daten, vor allem bei privaten Immobilieneigentümern.⁵⁶

2.3.2 Anlagemöglichkeiten in Immobilien

Wie nachfolgend beschrieben und in der untenstehenden Abbildung ersichtlich, kann entweder direkt oder indirekt in Immobilien investiert werden. Zwischen den beiden Polen existieren jedoch noch weitere Anlagemöglichkeiten.⁵⁷ Dies sind mehrheitlich kollektive Kapitalanlagen, welche unter dem KAG⁵⁸ reguliert sind. Weiter können Investitionen in Fremdkapital oder Eigenkapital getätigt werden. Diese Arbeit beleuchtet ausschliesslich die Eigenkapital-Seite der Anlageklasse Immobilie.

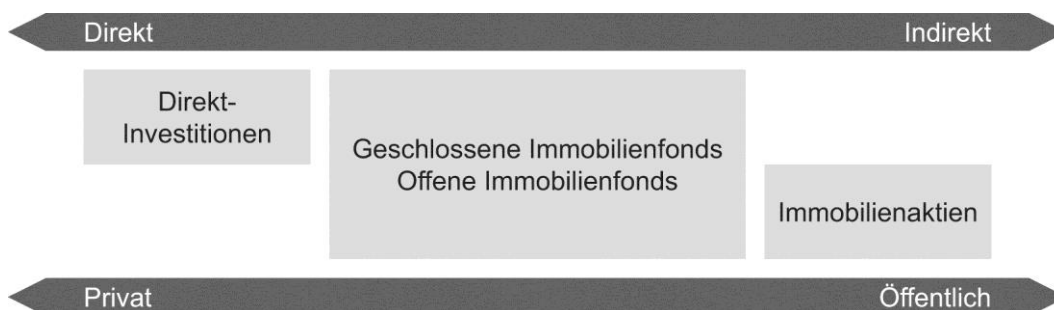


Abbildung 2: Investitionsmöglichkeiten in Immobilien, in Anlehnung an Trübstein 2012, S. 20

⁵⁶ vgl. Experteninterviews

⁵⁷ vgl. Trübstein 2012, S. 20-21

⁵⁸ siehe Kapitel 2.5 betreffend dem Kollektivanlagengesetz

2.3.3 Direktinvestition in Immobilien

Unter einer Direktinvestition wird das direkte Eigentum mit allen Rechten und Pflichten an einer Liegenschaft verstanden. Der Investor erhält die komplette Kontrolle über das Objekt und kann gemäss seinen wirtschaftlichen Vorstellungen das Objekt betreiben. Charakterisiert wird diese Anlageform durch tiefe Liquidität, hohe Transaktionskosten, hohe Aufwendungen für den Betrieb und hoher Kapitalbedarf. Im Gegenzug bieten Direktinvestitionen langfristig stetige Mieterträge, weisen eine geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen auf und offerieren einen bedingten Inflationsschutz. Diese Eigenschaften helfen in einem gemischten Anlageportfolio die Diversifikation zu verbessern.⁵⁹

2.3.4 Indirekte Investition in Immobilien

Bei einer indirekten Immobilieninvestition erwirbt der Investor Anteile an einer Gesellschaft, die ihrerseits direkt oder indirekt Immobilien respektive Immobilienanteile hält. Der Erwerb dieser Anteile kann öffentlich oder privat erfolgen, wie z.B. mit dem Kauf einer Immobilienaktie an einer Börse, respektive von einer nicht kotierten Immobilienaktiengesellschaft. Gegenüber Direktinvestitionen zeichnen sich diese Investitionen durch höhere Liquidität und tiefere Transaktionskosten aus. Zudem bietet sie die Möglichkeit, mit geringem Kapitaleinsatz und ohne spezifisches Wissen auch international zu diversifizieren. Jedoch besteht für den Anleger nur eine sehr eingeschränkte Kontrolle über die unterliegenden Immobilien. Weiter folgt die Wertentwicklung der börsenkotierten Immobiliengesellschaften mindestens kurzfristig dem Trend der Börse. Dies kann zu Situationen führen, bei welchen die Börsenkaptalisierung deutlich unter dem inneren Wert der Immobiliengesellschaft liegt.⁶⁰

2.3.5 Kollektive Kapitalanlagen

Mit kollektiven Kapitalanlagen werden Vermögen von Anlegern gebündelt und zwecks der gemeinschaftlichen Kapitalanlage investiert. Anleger können dadurch mit bereits geringen Beträgen Anteile an diversifizierten Portfolien erwerben. Wie in Kapitel 2.5 zu entnehmen ist, existieren eine Vielzahl von verschiedenen Anlagemöglichkeiten für

⁵⁹ vgl. Trübstein 2012, S. 20 - 94

⁶⁰ vgl. Trübstein 2012, S. 21-203

verschiedene Anlegergruppen. Diese Fonds⁶¹ werden von Finanzdienstleistern angeboten und unter dem Kollektivanlagegesetz (KAG) geregelt. Meistens können diese Anteile an einer Börse gehandelt und sind somit sehr liquide.⁶²

2.3.6 Investitionsstile

Immobilieninvestitionen lassen sich gemäss verschiedener Merkmale kategorisieren. INREV als Organisation für nicht kotierte Immobilienvehikel erhebt europaweit Daten Ihrer Mitglieder und veröffentlicht Berichte und Standards der Branche. Mit dem INREV Style Classification 2011 entstand ein Hilfsmittel zur Einteilung von nicht kotierten Immobilienfonds. Wie die untenstehende Tabelle zeigt, werden die Investitionsstile Core, Value Added und Opportunity anhand von drei Hauptrisikofaktoren eingeteilt. In älteren Modellen von INREV wurden auch Renditeindikatoren genutzt. Da die Renditen dem gesamten Immobilienmarkt folgen, wird seit 2011 auf statische Renditeeinteilungen verzichtet.⁶³ In der Literatur sind auch Modelle anderer Verfasser zu finden, diese Arbeit bezieht sich jedoch auf die Investitionsstile von INREV.

Investitionsstile			
Bezeichnung Indikatoren	Core	Value Added	Opportunity
1. Einkommensindikator	≤ 15%	> 15% bis ≤ 40%	> 40%
2. Anteil Entwicklungen	≤ 5%	> 5% bis ≤ 25%	> 25%
3. Fremdkapital	≤ 40% > 40%	> 40% bis ≤ 60%	> 60%

Tabelle 3: Investitionsstile, in Anlehnung an INREV 2011, S. 13

1. Der Einkommensindikator zeigt den Anteil an Immobilien, die keinen Mietertrag generieren im Verhältnis zu dem Gesamtvermögen des Fonds. Bei Core-Liegenschaften muss zusätzlich ein minimaler Anteil von 60% der Totalrendite aus Cash-flow Rendite bestehen.

⁶¹ zur Vereinfachung wird nachfolgend für die unter dem KAG regulierten kollektive Kapitalanlagen oft der Ausdruck Fonds verwendet

⁶² siehe Kapitel 2.5 betreffend kollektiven Kapitalanlagen und dem KAG

⁶³ vgl. INREV 2011, S. 10-11

2. Der Anteil Entwicklungen bezeichnet den Anteil an Immobilien, im Verhältnis zum Gesamtvermögen des Fonds, welche sich in einer Phase der Entwicklung oder Renovation befinden.
3. Der Fremdkapitalanteil bezeichnet den Anteil an Fremdkapital am Gesamtvermögen des Fonds.⁶⁴ Core Fonds können mit $\leq 40\%$ Fremdkapitalanteil oder auch mit über 40% Fremdkapitalanteil finanziert werden. Sie müssen jedoch dementsprechend bezeichnet werden.

Core

Liegenschaften befinden sich an guten, bewährten Lagen in Städten. Mit langfristigen Mietverträgen erwirtschaften sie stabile Erträge bei geringen Risiken. Die Immobilien sind hochwertig und genutzt werden sie meist als Büro-, Handels- oder Wohnräume.⁶⁵

Value Added

Bei dieser Strategie sollen höhere Renditen erwirtschaftet werden als bei Core, dafür müssen jedoch etwas grössere Risiken eingegangen werden. Die Liegenschaften können Leerstände aufweisen oder es stehen Renovationen an. Die Strategie dieses Investitionsstiles ist nach ergriffenen Massnahmen die Erträge zu erhöhen und die Immobilien mit einer Wertsteigerung wieder zu veräussern.⁶⁶

Opportunity

Mit opportunistischen Investitionen werden hohe Risiken eingegangen, welche mit ebenfalls hohen Renditen entschädigt werden. Dieser Stil kann auch als Spekulation bezeichnet werden. Die Immobilien können im Rahmen einer Sanierung oder Neuvermietung komplett leerstehend sein. Die Strategie dieses Stils liegt auf der Wertschöpfung durch Entwicklung und danach rascher Veräusserung der Immobilien.⁶⁷

2.3.7 Einordnung Club Deals ins Anlageuniversum

Der Club Deal wird gemäss Experten als Direktinvestition bezeichnet, obschon eine Beteiligung an einer Zweckgesellschaft vorliegt und somit eine indirekte Investition. Der Grund, warum die Experten den Club Deal als Direktanlage bezeichnen, liegt in den Charakteristiken der Investition. Bis auf die börsenkotierten Club Deals treffen die Merkmale einer Direktanlage wie in Kapitel 2.3.3 beschrieben zu. Die Abgrenzung zu

⁶⁴ vgl. INREV 2011, S. 10-13

⁶⁵ vgl. Hillenbrand 2006, S. 81

⁶⁶ vgl. Trübstein 2012, S. 28-29; wird auch Value Add oder Value Enhanced genannt

⁶⁷ vgl. Trübstein 2012, S. 29-30; wird auch Opportunistic genannt

kollektiven Anlagen wird in Kapitel 6.1.5 ausführlich diskutiert, denn abhängig von den gewählten Modellen⁶⁸ sind Parallelen zu regulierten kollektiven Kapitalanlagen⁶⁹ erkennbar. Mit Club Deals werden hauptsächlich Investitionen mit den Stilen Value Added und Opportunistic durchgeführt.⁷⁰

2.4 Gefässe für Club Deals

Mit den Experteninterviews konnten die für Club Deals verwendeten Gefässe identifiziert werden. Nachfolgend werden diese Vehikel einzeln kurz in ihren Grundzügen vorgestellt, jedoch ohne auf eine vertiefte gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung einzutreten. Die Aktiengesellschaft wird als kotierte und nicht kotierte Gesellschaft eingesetzt. Obschon die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) und der Investmentclub von den Experten nicht beobachtet werden konnte, werden die beiden Vehikel als weitere Möglichkeiten ebenfalls vorgestellt. Das Luxemburgische Pendant der Schweizerischen GmbH, die Société à responsabilité limitée (S.à.r.l.) wurde auch in Verbindung mit Club Deals gebracht. Obschon es sich um eine ausländische Gesellschaft handelt, mit welcher ebenfalls ausländische Anlagen getätigt werden, soll sie hier kurz vorgestellt werden. Das Mit- und Gesamteigentum wird ebenfalls für Club Deals genutzt. Abhängig von den gewählten Gefässen und den Präferenzen der Mitglieder wird eine massgeschneiderte Organisation im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften für den jeweiligen Club erstellt. Wegen der grossen Vielfalt an organisatorischen Ausprägungen werden die Organisationsformen der jeweiligen Rechtsformen nicht vertieft betrachtet.⁷¹ In der Reihenfolge werden zuerst die Gesellschaftsformen und danach die übrigen Rechtsformen aufgeführt.

2.4.1 Aktiengesellschaft

Eine Aktiengesellschaft (AG) gemäss OR Art. 620 bis 763⁷² ist eine Kapitalgesellschaft und juristische Person. Für die Verpflichtungen haften die Aktionäre nicht persönlich, zudem sind sie nicht öffentlich ersichtlich. An Ihr können sich natürliche und

⁶⁸ siehe Kapitel 3 betreffend den drei grundlegenden Modellen von Club Deals

⁶⁹ siehe Kapitel 2.5.2 betreffend den kollektiven Kapitalanlagen

⁷⁰ siehe Kapitel 2.3.6 betreffend den Investitionsstilen

⁷¹ vgl. Experteninterviews

⁷² vgl. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR), vom 30. März 1911, Stand 1. Juli 2015, SR 220

Handelsgesellschaften⁷³ beteiligen. Das Kapital der AG wird durch die Aktionäre eingebracht und beträgt grundsätzlich mindestens CHF 100'000. Es stellt das Haftungskapital der Gesellschaft dar. Für die Funktionsweise einer AG werden ein Verwaltungsrat, ein Vorsitzender und eine Revisionsstelle⁷⁴ gewählt. Die Gewinnverteilung und Entscheidungsgewalt erfolgt nach Aktienanteilen. Diese Beteiligungspapiere können frei verkauft werden. Jedoch anders lautende Regelungen können in den Statuten oder einem Aktionärsbindungsvertrag, im Rahmen des Gesetzes, unter den Aktionären vereinbart werden. Die Aktiengesellschaft kann auch an einer Börse kotiert werden. Durch Beschluss der Generalversammlung kann die AG ordentlich aufgelöst werden. Die Auflösung erfolgt im Rahmen der Liquidation, was ein formaler Prozess bedeutet.⁷⁵

2.4.2 Gesellschaft mit beschränkter Haftung

In OR Art. 772 bis 827 ist die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) geregelt. Bei dieser Rechtsform handelt es sich um eine teils Personen- und teils kapitalbezogene Gesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit. Wie bei der AG können sich an ihr natürliche Personen und Handelsgesellschaften beteiligen. Ebenfalls haftet für die Verpflichtungen der Gesellschaft nur das Gesellschaftsvermögen von mindestens CHF 20'000. Im Gegensatz zu einer Kapitalgesellschaft werden die Gesellschafter im Handelsregister eingetragen und sind somit öffentlich ersichtlich. Im Vordergrund steht bei der personengesellschaftlichen Komponente das Engagement der Mitglieder, welches verschiedene Pflichten vorschreibt. Das oberste Organ ist die Gesellschafterversammlung. Weiter ist ein geschäftsführendes Organ zu bestellen. Die Pflicht zur Revision ist im Wesentlichen dem Recht der AG angelehnt. Das Stimmrecht folgt dem Nennwert der Stammanteile. Wenn in den Statuten nichts anderes geregelt ist, sind die Stammanteile ohne Zustimmung der anderen Gesellschafter nicht frei übertragbar. Die Auflösung der GmbH ist ähnlich wie bei einer AG⁷⁶

⁷³ vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser 2007, S. 107-108; unter Handelsgesellschaften werden Gesellschaften eingeteilt bei welchen grundsätzlich ein Gewinnstreben besteht. Dazu gehören die Kollektivgesellschaft, Kommanditgesellschaft, AG, GmbH und Kommanditaktiengesellschaft

⁷⁴ Eine ordentliche Revision wird nur durchgeführt wenn OR Art. 727 Abs. 1-2 erfüllt sind, ansonsten wird gemäss OR Art. 727a Abs. 1 nur eine eingeschränkte Revision durchgeführt. Auf diese kann jedoch mit Erklärung verzichtet werden OR Art. 727a Abs. 2-4.

⁷⁵ vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser 2007, S. 44-538

⁷⁶ vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser 2007, S. 567-594

2.4.3 Luxemburgische S.à.r.l.

Die Luxemburgische Société à responsabilité limitée (S.à.r.l.) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach luxemburgischem Recht. Für die Verpflichtungen der Gesellschaft haftet das Gesellschaftsvermögen. Somit haften grundsätzlich die Gesellschafter nur mit ihren Einlagen. Das Mindestkapital von Euro 12'500 ist vollständig einzubezahlen oder in Sachwerten einzubringen. Die Gesellschaftsanteile können mit schriftlichem Vertrag an Mitgesellschafter übertragen werden. Hingegen sind die Anteile nicht frei an Nichtgesellschafter übertragbar. Dazu wird eine Gesellschafterversammlung und ein notariell beurkundeter Vertrag nötig. Alle Gesellschafter sind im Handelsregister eingetragen. Das oberste Organ ist die Gesellschafterversammlung, welche einmal jährlich einberufen werden muss, wenn die Anzahl der Gesellschafter 25 übersteigt. Die Gesellschaft kann von einem Nichtgesellschafter geführt werden. Eine Buchprüfung von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer erfolgt beim Überschreiten von monetären Kriterien und eine interne Aufsicht wird nötig, wenn mehr als 25 Gesellschafter beteiligt sind.⁷⁷

2.4.4 Gesamteigentum und einfache Gesellschaft

Mit dem Erwerb einer Liegenschaft im Gesamteigentum nach ZGB⁷⁸ Art. 652 bis 654 erhalten die Club-Mitglieder Eigentumsrechte an der Liegenschaft, die Sache selbst wird jedoch nicht wie im Miteigentum auf das einzelnen Mitglied aufgeteilt. Somit existieren keine selbständigen Anteile und damit auch keine anteilmässige Veräusserungsmöglichkeiten.⁷⁹ Beim Gesamteigentum stellt die einfache Gesellschaft gemäss OR Art 530 bis 551 das Bindeglied unter den Mitgliedern dar. Sie ist eine personenbezogene Organisation ohne eigene Rechtspersönlichkeit und verfügt über kein Gesellschaftsvermögen. Die Parteien haften unbeschränkt und solidarisch, die Geschäftsführung steht jedem Mitglied offen und grundsätzlich gilt eine Gewinn- und Verlustbeteiligung pro Kopf. Durch die Abwesenheit von Formvorschriften bieten sich mit einem Gesellschaftervertrag im Rahmen des Gesetzes individuelle Ausgestaltungsmöglichkeiten. Mit Erfüllung des Zwecks oder nach Übereinkunft kann die einfache Gesellschaft aufgelöst werden. Bis zur Tilgung der gemeinsamen Schulden und Verteilung der Vermögen besteht sie als Abwicklungsgesellschaft fort.⁸⁰

⁷⁷ vgl. o.V. 2013, S. 9-12

⁷⁸ vgl. Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB) vom 10. Dezember 1907 (Stand, 1. Juli 2014) SR 210

⁷⁹ vgl. Roberto/Hrubesch-Millauer 2011, S. 37-39

⁸⁰ vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser 2007, S. 309-331

2.4.5 Miteigentum

Beim gewöhnlichen Miteigentum erwerben die Club-Mitglieder eine Liegenschaft in Bruchteilen, welche in der Regel im Verhältnis ihrer Einzahlungen stehen. Im Vergleich zu den vorstehenden Rechtsformen ist das Miteigentum keine Gesellschaft, sondern ein eigenständiges Rechtsobjekt. Im ZGB Art. 646 bis 651 ist das Miteigentum geregelt. Die Miteigentumsanteile können mit einem Pfand belastet werden. Ebenfalls ist der Verkauf der Miteigentumsanteile möglich, jedoch sieht das Gesetz ein Vorkaufsrecht zugunsten der anderen Miteigentumseigner vor. Mit der Nutzungs- und Verwaltungsordnung erstellen die Miteigentümer eine eigene Ordnung. Darin können beispielsweise die Vorkaufsrechte ausbedungen werden. Jedoch sind sie in der Ausgestaltung nicht frei. Beispielsweise sind für bauliche Massnahmen, die über den normalen Unterhalt hinausreichen, klar geregelte Quoren an Zustimmung erforderlich.⁸¹

2.4.6 Investmentclubs

Bei einem Investmentclub schliessen sich private, nicht professionelle Anleger zusammen, um gemeinsam zu investieren. Der Investmentclub selbst hat keine eigene Rechtspersönlichkeit, sondern die Gesellschaft, mit der ein Investmentclub umgesetzt wird. Hasenböhler betitelt diesen Zusammenschluss als „privaten Investmentfonds für Hobby-Börsianer“.⁸² Damit der Investmentclub nicht dem KAG unterstellt wird, müssen die Teilnehmer gemäss KKV Art. 1a⁸³ die Mittel selbst verwalten und somit die Anlageentscheide selbst fällen. Erlaubt ist auch, wenn ein Ausschuss an Mitgliedern die Anlageentscheide fällt. Zudem ist ein regelmässiges Reporting zu erstellen und die Mitgliedschaftsrechte sind schriftlich festzuhalten. Die Anzahl Mitglieder ist auf maximal 20 Personen beschränkt. Die Rechtsform lässt das KAG offen, das Vehikel muss jedoch die obenstehenden Bedingungen erfüllen können.⁸⁴ Obschon die Fremdverwaltung fehlt und somit das gewichtigste Kriterium für eine KAG Unterstellung, führt der Gesetzgeber Investmentclubs explizit als Ausnahme auf. Der Investmentclub steht natürlichen Personen offen. Über die Beteiligung von juristischen Personen wird in der Literatur kontrovers diskutiert.⁸⁵

⁸¹ vgl. Roberto/Hrubesch-Millauer 2011, S. 37-41

⁸² vgl. Hasenböhler 2007, S. 32

⁸³ vgl. Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) vom 22. November 2006, Stand 1. Januar 2015, SR 951.311

⁸⁴ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 290-302

⁸⁵ vgl. Schären 2011, S. 144-151

2.5 Kollektivanlagengesetz

Im folgenden Kapitel soll das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, genannt Kollektivanlagengesetz (KAG), in den Grundzügen beleuchtet werden. Wie die Experteninterviews zeigen, werden Club Deals ausschliesslich mit dem KAG nicht unterstellten Vehikel getätigt. Jedoch weisen Club Deals, abhängig vom Modell⁸⁶ Merkmale von unterstellten kollektiven Kapitalanlagen auf.⁸⁷ Auf eine detaillierte Auseinandersetzung mit den verschiedenen kollektiven Anlagen wird jedoch verzichtet. Für den Zweck der rechtlichen Einordnung und Abgrenzung von Club Deals ist eine Übersicht der vier Hauptformen ausreichend.⁸⁸

2.5.1 Das KAG

Grundsätzlich bezweckt der Gesetzgeber mit dem KAG Anleger, welche in kollektive Kapitalanlagen investieren, zu schützen und für Transparenz auf dem Markt zu sorgen. Es wurde ein Rahmen geschaffen, um auch nicht qualifizierten Anlegern⁸⁹ einen sicheren Zugang zu professionellen Anlagen zu ermöglichen. Das Gesetz beinhaltet einerseits gewerbepolizeiliche Vorschriften, welche durch die Aufsichtsbehörden überwacht werden, und andererseits Artikel im Privatrecht. Die Aufsicht erfolgt somit auf zwei Ebenen. Die Anbieter müssen von der FINMA eine Bewilligung erhalten und die kollektive Anlage muss den jeweiligen gesetzlichen Normen entsprechen und genehmigt werden.⁹⁰ Unter Kapitalanlage werden Geldmittel, welche auf dem Kapitalmarkt zwecks Wertsteigerung, Werterhalt oder zum Erzielen eines Ertrags dienen verstanden. Der Anlagehorizont ist meist langfristig, kurzfristige Spekulationen sind jedoch nicht ausgeschlossen. Der Zweck des Vehikels muss der Kapitalanlage dienen, somit sind operative Gesellschaften und Konzerngesellschaften ausgenommen. Die Einstufung von gemischten Gesellschaften fällt jedoch nicht leicht.⁹¹ Club Deals werden zum Zweck der Kapitalanlage gegründet und sind operativ nicht oder nur in geringem Ausmass tätig⁹². Somit kann auf eine weiterführende Diskussion dieser Themen verzichtet werden.

⁸⁶ siehe Kapitel 3 betreffend den drei grundlegenden Modellen

⁸⁷ vgl. Experteninterviews

⁸⁸ siehe 2.5.2 betreffend den offenen und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen

⁸⁹ siehe Kapitel 2.5.3 für die Begriffsdefinition des qualifizierten Anlegers

⁹⁰ vgl. Hasenböhler 2007, S 10-11

⁹¹ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 35-36

⁹² vgl. Experteninterviews

2.5.2 Kollektive Kapitalanlagen

Das KAG definiert in Art. 7, Abs. 1 den Begriff der kollektiven Kapitalanlage als: „Kollektive Kapitalanlagen sind Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Die Anlagebedürfnisse der Anlegerinnen und Anleger werden in gleichmässiger Weise befriedigt“.⁹³ Jutzi/Schären leiten aus der gesetzlichen Definition der kollektiven Kapitalanlage folgende fünf Tatbestandsmerkmale ab:⁹⁴

- Vermögen
- Kapitalanlage
- Gemeinschaftlichkeit
- Fremdverwaltung
- Befriedigung der Anlagebedürfnisse in gleichmässiger Weise

Die Tatbestände sind grundsätzlich kumulativ zu erfüllen, damit eine Unterstellung in Betracht gezogen werden muss. Sind die Vermögen fremdverwaltet und die Anleger haben keinen oder nur wenig Einfluss auf die Entscheide, kann ein Anlageprodukt trotzdem unter das KAG fallen, auch wenn einer oder mehrere Tatbestände fehlen. Dem Begriff Fremdverwaltung kommt hohe Bedeutung zu, da der Gesetzgeber bezweckt, alle selbstverwalteten Anlagen nicht dem KAG zu unterstellen. Zu der Anzahl von Anlegern, die nötig sind, damit eine kollektive Kapitalanlage vorliegt, äussert sich das Gesetz nicht. Dem Sinn des KAG gefolgt ist jedoch anzunehmen, dass bereits ab zwei Anlegern eine kollektive Kapitalanlage vorliegt.⁹⁵

Die nachfolgende Abbildung zeigt die vom KAG geregelten verschiedenen kollektiven Kapitalanlagen auf. Eine grundlegende Unterscheidungsmöglichkeit der offenen- und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen erfolgt über die Rückforderungsmöglichkeiten der Anleger während der Laufzeit. Bei einem offenen Modell können grundsätzlich die Anteile jederzeit zurückerstattet werden. Hingegen ist beim geschlossenen Prinzip keine Rückgabe während der Laufzeit vorgesehen. Offene Kapitalanlagen können in unterschiedliche Fondsarten gegliedert werden, welche in die entsprechenden Anlagen investieren. Bei den geschlossenen Kapitalanlagen fokussiert die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) auf Investitionen in

⁹³ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 32

⁹⁴ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 32-42

⁹⁵ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 31-42

Risikokapital, Immobilien und Infrastruktur sowie alternative Anlage. Der SICAF ist in seinen Anlagen grundsätzlich frei.⁹⁶

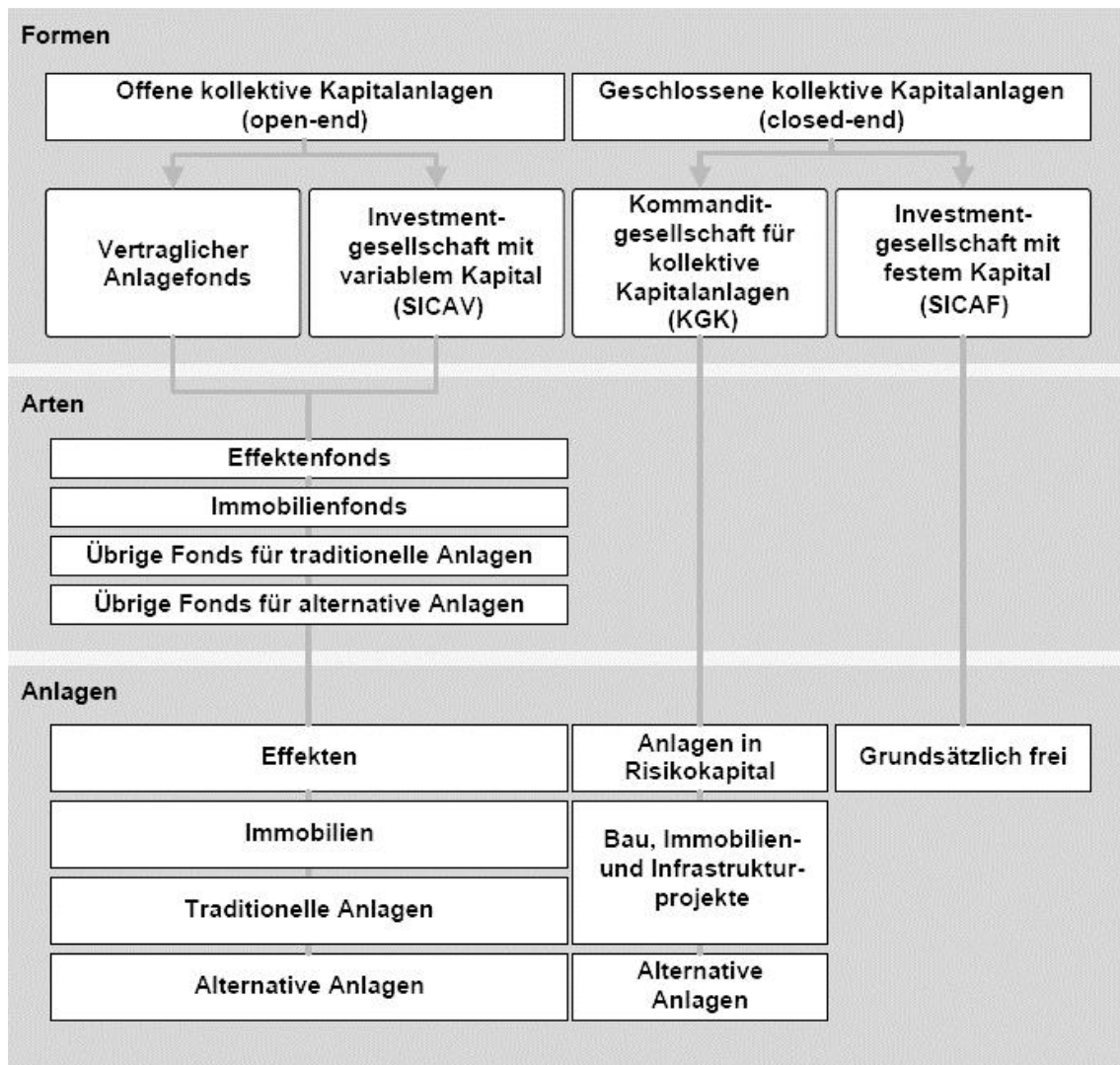


Abbildung 3: Anlageformen des KAG, in Anlehnung an Kühne/Schunk/Keller 2014, S. 10

Schweizerische offene kollektive Kapitalanlagen

Der Vertragliche Anlagefonds mit variablem Kapital wird der Kategorie der offenen kollektiven Kapitalanlagen zugeteilt. Wie einleitend erwähnt, besteht bei diesen Formen ein jederzeitiges Rückgaberecht der Anteile zum Nettoinventarwert. Dies kann bei Vorliegen von besonderen Umständen jedoch eingeschränkt werden. In der Praxis werden die Anteile meist an der Börse oder ausserbörslich gehandelt und somit bestehen für die Anleger jederzeit Ausstiegsmöglichkeiten.⁹⁷ Der vertragliche Fonds basiert auf einem Vertrag zwischen einer Fondsleitung, einer Depotbank und den Anlegern und hat somit keine eigene Rechtspersönlichkeit. Die Fondsleitung verpflichtet sich gemäss KAG Art. 25, Abs. 1, die Anleger im Verhältnis ihres Anteils

⁹⁶ vgl. Kühne/Schunk/Keller 2014, S. 7-11

⁹⁷ vgl. Hasenböhler 2007, S. 66-69

zu beteiligen und die Vermögen zu verwalten. Die Depotbank muss unabhängig von der Fondsleitung sein und primär den Zahlungsverkehr, die Ausgabe und die Rücknahme der Anteile abwickeln. Die Anlagevorschriften des Fonds legen die Art der Investitionen, die Anlagen, die Risikoverteilung und weitere Bereiche fest.⁹⁸

Die SICAV ist eine Investmentgesellschaft mit variablem Kapital nach dem Vorbild der luxemburgischen SICAV. Sie weist gegenüber dem vertraglichen Fonds eine eigene Rechtspersönlichkeit auf, welche sich an die Aktiengesellschaft anlehnt. Die Promotoren und Sponsoren gründen den SICAV, leisten die Mindesteinlage und halten Unternehmeraktien an der Gesellschaft. Ihnen obliegt die Entscheidung der Auflösung der Gesellschaft alleine, ansonsten entspricht ihre Stellung jener der Anlegeraktionäre. Die Anleger halten Anlegeraktien am SICAV. Sie erhalten als Aktionäre bestimmte Mitwirkungsrechte, eine Einflussnahme auf Anlageentscheide existiert jedoch nicht. Wie beim vertraglichen Fonds liegt aus Sicht der Anlegeraktionäre eine Fremdverwaltung ihrer Vermögen vor. Die Anteile müssen wie beim vertraglichen Fonds ebenfalls grundsätzlich jederzeit zum Nettoinventarwert⁹⁹ rückerstattet werden.¹⁰⁰

In Abweichung zum beschriebenen Rückgaberecht beider Modelle gelten bei Immobilienfonds Kündigungsfristen gemäss KAG Art. 66 Abs. 2, von 12 Monaten auf Ende eines Jahres. Im Rahmen des Anlegerschutzes hat der Gesetzgeber bei beiden Fondsarten verschiedene Einschränkungen erlassen um Risiken zu minimieren.¹⁰¹ Beispielsweise darf der Fremdkapitalanteil von Immobilienfonds gemäss KKV Art. 96 Abs. 1 höchstens ein Drittel des Verkehrswertes der Immobilien betragen.

Schweizerische geschlossene kollektive Kapitalanlagen

Die Kommanditgesellschaft für Kapitalanlagen (KGK) weist wie der SICAV eine gesellschaftsrechtliche Form auf. Als Vorbild orientiert sich der Gesetzgeber an der angelsächsischen Limited Partnership. Die Anlageziele dieser Vehikel sind Investitionen in Risikokapital. Die Gesellschaft besteht aus mindestens einem unbeschränkt haftenden Komplementär in der Form einer Schweizer Aktiengesellschaft, welcher die Gesellschaft führt. Als Kommanditäre kommen nur qualifizierte Anleger in Betracht. Sie haften maximal mit ihrer Kommanditsumme und sind berechtigt, jederzeit

⁹⁸ vgl. Kühne/Schunk/Keller 2014, S. 7-154

⁹⁹ der Nettoinventarwertes nach KAG Art. 83 Abs. 1-2 berechnet sich folgendermassen: der Verkehrswert der Anlagen abzüglich allfälliger Verbindlichkeiten, dividiert durch die Anzahl Anteile

¹⁰⁰ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 115-148

¹⁰¹ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 78-159

Einsicht in die Geschäftsbücher zu nehmen sowie einen vierteljährlichen Bericht über den Geschäftsgang zu verlangen. Die Gewinn- und Verlustbeteiligung wird wie die Anlagerichtlinien im Gesellschaftsvertrag geregelt.¹⁰² Gemäss dem Sinn einer KGV gelten die Anlageeinschränkungen wie bei den offenen Fonds nicht. In der KKV Art. 120 Abs. 2 und Art. 121 Abs. 1 lit. a sind beispielsweise Finanzierungen mit Fremdkapital und Anlagen in Immobilien ohne Einschränkung vorgesehen.

Die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) ist eine Aktiengesellschaft gemäss OR mit dem ausschliesslichen Zweck der kollektiven Kapitalanlage.¹⁰³ Der Abgrenzung der Tätigkeiten einer normalen AG kommt somit grosse Bedeutung zu, da sonst ein latentes Risiko einer KAG Unterstellung besteht. Operative Gesellschaften, welche nebenbei noch Kapitalanlagen tätigen, und Holdinggesellschaften sind ausgenommen, da der Hauptzweck nicht der Kapitalanlage dient. Ist jedoch die Haupttätigkeit die kollektive Kapitalanlage, wird diese Gesellschaft als Investmentgesellschaft eingestuft¹⁰⁴. Gegenüber einer normalen AG gelten jedoch bei der SICAF einige Sonderbestimmungen wie ein Mindestkapital gemäss KKV Art. 122a Abs. 1 von CHF 500'000. Dem SICAF stehen breite Anlagemöglichkeiten offen, obschon auch hier gewisse Einschränkungen existieren.¹⁰⁵ Eine SICAF wurde seit der Einführung des KAG im Jahr 2007 noch nicht gegründet.¹⁰⁶

2.5.3 Qualifizierte Anleger

Als qualifizierte Anleger definiert das KAG Art 10 beaufsichtigte Finanzintermediäre wie Banken, Effekthändler, Fondsleitungen und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen sowie Zentralbanken. Weiter sind auch beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen, öffentlich rechtliche Körperschaften und Vorsorgeeinrichtungen sowie Unternehmen mit professioneller Tresorerie¹⁰⁷ eingeschlossen. Die Unterscheidung bei Privatpersonen zwischen qualifizierten Anlegern und Publikumsanlegern (nicht qualifizierte) folgt dem Ansatz der verschiedenen Schutzbedürfnisse. Bei der ersten Gruppe geht das Gesetz davon aus,

¹⁰² vgl. Hasenböhler 2007, S. 140-156

¹⁰³ siehe Kapitel 2.5.2 betreffend der Definition der kollektiven Kapitalanlage

¹⁰⁴ siehe Kapitel 2.5.4 betreffend der Investmentgesellschaften

¹⁰⁵ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 214-240

¹⁰⁶ vgl. finma 2015, S. 105-106

¹⁰⁷ vgl. finma 2008, S. 5. Die finma definiert in ihrem Rundschreiben für Effekthändler 2008/5, eine professionelle Tresorerie ist: „...wenn das Unternehmen mindestens eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person damit betraut, die Finanzmittel des Unternehmens dauernd zu bewirtschaften.“

dass sie die Anlagerisiken abschätzen können und somit nicht geschützt werden müssen. Vermögende Privatpersonen können sich mit einer schriftlichen Erklärung als qualifizierte Anleger einstufen lassen. Als qualifizierter Anleger gilt, wer einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen hat. Es besteht jedoch die Möglichkeit diesen Status mit einer schriftlichen Erklärung abzulehnen. Die Anleger haben somit die Möglichkeit, auch in dieser Konstellation selber zu entscheiden, ob sie die Risiken abschätzen können. Wer ein Vermögen von mind. CHF 5.0 Mio. verfügt, oder mindestens CHF 500'000 besitzt und zudem über explizite Erfahrungen oder eine Ausbildung im Finanzsektor verfügt, die ihn befähigen, Anlagerisiken abzuschätzen wird als vermögende Privatperson eingestuft. Die Vermögen müssen zudem liquide sein, d.h. Pensionskassengelder oder Immobilienvermögen werden nicht oder letztere nur bis zu CHF 2.0 Mio. Nettovermögen berücksichtigt.¹⁰⁸

2.5.4 Dem KAG nicht unterstellte Vehikel

Die untenstehende Tabelle zeigt die vom KAG ausgenommenen schweizerischen Einrichtungen auf.¹⁰⁹ Dunkelgrau hervorgehoben sind die für Club Deals relevanten Bereiche Investmentgesellschaft in der Form einer AG und Investmentclubs.

Verschiedene Einrichtungen	Investmentgesellschaft in Form einer AG
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einrichtungen und Hilfseinrichtungen der beruflichen Vorsorge, einschliesslich Anlagestiftungen ▪ Sozialversicherungseinrichtungen und Ausgleichskassen ▪ öffentlich-rechtliche Körperschaften und Anstalten ▪ operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben ▪ Holdinggesellschaften ▪ Investmentclubs, sofern deren Mitglieder in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen ▪ Vereine und Stiftungen im Sinne des ZGB ▪ kleine Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen gemäss Art. 2 Abs. 2 lit. h KAG 	<p style="text-align: center;">sofern</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ an Schweizer Börse kotiert oder ▪ sich nur qualifizierte Anleger beteiligen können und Aktien auf Namen lauten

Abbildung 4: KAG nicht unterstellte Einrichtungen, in Anlehnung an Kühne/Schunk/Keller 2014, S. 7

Gemäss KAG Art. 2 Abs. 3 ist eine Aktiengesellschaft als eine dem KAG nicht unterstellte Investmentgesellschaft eingestuft, wenn sie entweder an einer Schweizer Börse¹¹⁰ kotiert ist oder sich an ihr ausschliesslich qualifizierte Anleger beteiligen und die Aktien auf die Namen lauten. Beteiligen sich auch Publikumsanleger an einer nicht kotierten AG, oder verliert ein Club-Mitglied die Merkmale eines qualifizierten

¹⁰⁸ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 56-67

¹⁰⁹ Die Stellung von ausländischen Einrichtungen wird nicht behandelt

¹¹⁰ vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 235; die Berner Börse ist lediglich eine börsenähnliche Einrichtung, aber trotzdem zugelassen.

Anlegers, können die obenstehenden Bedingungen nicht mehr erfüllt werden. Somit würde eine nicht bewilligte kollektive Kapitalanlage vorliegen, was einen Strafbestand darstellt.¹¹¹ Der Investmentclub stellt die zweite für Club Deals relevante Ausnahme dar. Die Merkmale und gesetzlichen Anforderungen an einen Investmentclub wurden in Kapitel 2.4.6 bereits ausführlich dargestellt. Zentral bei diesem Vehikel ist der Begriff der Selbstverwaltung und die damit zusammenhängende maximale Anzahl Mitglieder.

Die Unterscheidung zwischen qualifizierten und nicht qualifizierten Anlegern ist ebenfalls in Hinsicht des Vertriebs von nicht kotierten Investmentgesellschaften relevant. Die Werbung darf sich ausschliesslich nur an qualifizierte Anleger richten. Bei Internetseiten müssen dazu Zugangsbeschränkungen für Publikumsanleger angebracht werden. Richten sich Angebote an nicht ausschliesslich qualifizierte Anleger, muss der Vertreiber dieser Anlagen eine Vertriebsbewilligung der FINMA beantragen und das Produkt selbst unterliegt der Produktaufsicht. Bei einem Investmentclub handelt es sich um eine dem KAG nicht unterstellte, selbstverwaltete kollektive Kapitalanlage. Die Anteile können ohne Einschränkung vertrieben werden, jedoch darf die Anzahl an Mitgliedern nicht höher als 20 sein.¹¹²

Wie im Kapitel 2.5.2 dargestellt, werden dem KAG nur fremdverwaltete kollektive Kapitalanlagen unterstellt. Die Frage nach einer genauen Definition der Fremdverwaltung oder als Gegenteil der Selbstverwaltung, beantwortet das Gesetz jedoch nicht präzise. In KAG Art. 7 Abs. 1 nahm der Gesetzgeber mit dem Ausdruck „Verwaltung“ einen nicht definierten Begriff auf. Durch die Rechtsformen wie der SICAV oder SICAF ist eine Mitwirkung der Anleger zudem durch das Gesellschaftsrecht gegeben, was eine generelle Festlegung der Fremdverwaltung zusätzlich erschwert. Das Bundesgericht hatte sich 2010 in einem Fall auch zu der Fremdverwaltung respektive Selbstverwaltung geäußert. Daraus kann abgeleitet werden, dass die Anleger über ihr Vermögen unmittelbar selber bestimmen müssen und somit allgemeine Mitwirkungsrechte nicht genügen. Für die Definition der Selbstverwaltung wird in der Literatur auf die Bedingungen des Investmentclubs verwiesen¹¹³. Damit eine Selbstverwaltung vorliegen kann muss eine persönliche

¹¹¹ vgl. Winzeler et al. 2009, S. 333

¹¹² vgl. Jutzi/Schären 2014, S. 301-412

¹¹³ siehe Kapitel 2.4.6 betreffend der Merkmale eines Investmentclubs

Beziehung zwischen den Anlegern bestehen. Das Gesetz nimmt mit einer maximalen Anzahl von 20 Investoren an, dass dies möglich ist.¹¹⁴

3 Grundlegende Modelle von Club Deals

Aus den Experteninterviews konnten drei grundlegende Modelle von Club Deals identifiziert werden. Im Folgenden sind diese jeweils mit einer Grafik dargestellt und beschrieben. Sie wurden mit den römischen Ziffern I, II und III beschriftet. Der grundlegende Zweck von Club Deals ist die gemeinsame Kapitalanlage in einem kleinen Kreis von homogenen Investoren. Das Geschäftsmodell von Club Deals ist mit wenigen Ausnahmen bei allen Modellen dasselbe: Es werden Immobilien erworben und nach einer Entwicklungsphase mit Gewinn veräußert. Nur in seltenen Fällen werden Renditeliegenschaften gehalten. Jeder Club Deal basiert auf einem konkreten Geschäftsfall, für welchen ein Objekt Businessplan aufgesetzt wird. Typischerweise wird für jeden Club Deal eine Zweckgesellschaft, häufig mit dem englischen Ausdruck SPV¹¹⁵ bezeichnet, aufgesetzt und damit jeweils nur ein Geschäft abgewickelt. Somit kann der Club Deal als geschlossenes Vehikel bezeichnet werden, in welchem Mitglieder von der Investition bis zur Desinvestition gebunden bleiben.¹¹⁶ Nachfolgende sind die drei Modelle beschrieben und schematisch dargestellt.

3.1 Das Modell I

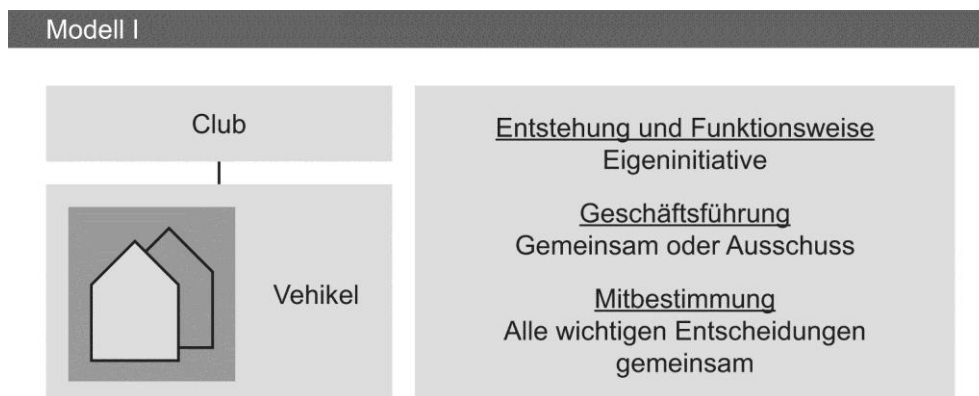


Abbildung 5: Struktur und Funktionsweise Modell I

¹¹⁴ vgl. Schären 2011, S. 112-151

¹¹⁵ vgl. Goepfert 2006, S. 223; Die Abkürzung SPV steht für Special Purpose Vehicle und bezeichnet eine Zweckgesellschaft

¹¹⁶ vgl. Experteninterviews

3.1.1 Entstehung und Funktionsweise

Typischerweise formieren sich drei bis fünf Investoren, welche sich meist persönlich kennen und führen Gespräche über eine gemeinsame Anlage noch bevor sie sich für eine Investition entschliessen. Wenn ein konkretes Projekt oder eine Immobilie vorliegt, folgt die Club-Gründung parallel mit der vertieften Prüfungsphase des Objektes. Im Modell I wird vorausgesetzt, dass die Mitglieder vertiefte Immobilienkompetenzen besitzen. Wie die vorstehende Abbildung zeigt, steht der Club unmittelbar oberhalb der Zweckgesellschaft und kontrolliert die Immobilien direkt. Das Fehlen von externen Dienstleistern in der Darstellung heisst nicht, dass die Club Mitglieder z.B. einen Umbau einer Immobilie selbst ausführen. Sie vergeben Aufträge direkt, steuern und kontrollieren stufengerecht alle Beteiligten selbst. Die Geschäftsführung ist komplett in den Händen der Mitglieder. Durch den persönlichen Kontakt der Mitglieder sind verschiedenste Ausprägungen der Organisation möglich. Von der Wahl der Vehikel bis zu der Verteilung der Aufgaben werden die Club Mitglieder die Organisation frei nach ihren Bedürfnissen gestalten.¹¹⁷

3.1.2 Geschäftsführung

Von der Wahl der Liegenschaft, der Wertschöpfung, bis zur Veräusserung der Immobilien führen die Mitglieder die Geschäfte selbständig. Anstatt alle Mitglieder gemeinsam kann auch ein Ausschuss der Mitglieder die Geschäftsführung übernehmen. Den geschäftsführenden Mitgliedern obliegt die ausreichende Berichterstattung an die nicht operativ tätigen Mitglieder.¹¹⁸

3.1.3 Mitbestimmung

Sämtliche Mitglieder tragen Verantwortung und treffen die Entscheide gemeinsam. Ist ein Ausschuss an Mitgliedern z.B. mit der Führung des Tagesgeschäftes beauftragt, treffen sie die Entscheide stufengerecht. In der Organisation sind die Mitwirkungsrechte und Pflichten entsprechend den Bedürfnissen der Club-Mitglieder abgebildet.¹¹⁹

¹¹⁷ vgl. Experteninterviews

¹¹⁸ vgl. Experteninterviews

¹¹⁹ vgl. Experteninterviews

3.2 Das Modell II

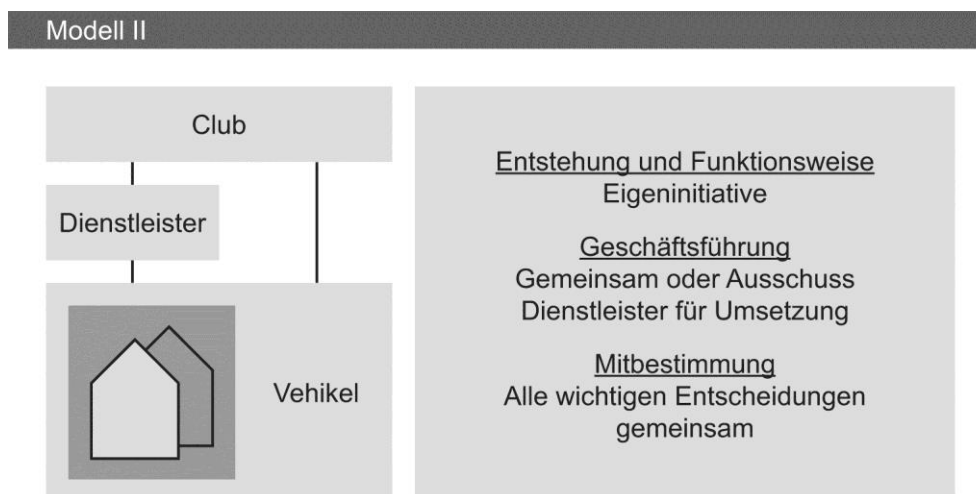


Abbildung 6: Struktur und Funktionsweise Modell II

3.2.1 Entstehung und Funktionsweise

Die vorstehende Abbildung stellt die Beziehung des Clubs zu der Zweckgesellschaft und somit den Immobilien und einem Dienstleister dar. Die Initiierung des Clubs erfolgt wie beim Modell I. Es ist möglich, dass bis zu 10 Investoren in den Club eintreten. Ein vertieftes Immobilienwissen der Mitglieder ist bei dieser Form nicht für alle Mitglieder eine Grundvoraussetzung. Die Investoren lassen sich möglicherweise bereits bei der Auswahl der Immobilie durch externen Dienstleister beraten. Als Hauptunterschied zum Modell I werden externe Dienstleister mit der Erbringung der Wertschöpfung beauftragt. Möglich ist auch eine komplette Übertragung der operativen Geschäftsführung an einen Dienstleister. Bei diesem Modell sind die Auswirkungen einer Auslagerung von Geschäftsteilen oder der Führung in der Organisationsstruktur zu berücksichtigen. Durch die Auslagerung ist einer möglichen Prinzipal-Agent-Problematik mit geeigneten Mitteln entgegenzutreten.¹²⁰ Lösungsansätze dieser Delegationsbeziehung werden anschliessend in Kapitel 3.4 präsentiert.

3.2.2 Geschäftsführung

Im Grundsatz führen die Club Mitglieder oder ein Teil von Ihnen die Geschäfte des Clubs. Bei diesem Modell werden jedoch externe Dienstleister mit Aufgaben betraut. Für die Auslagerung von Geschäftsteilen wählen die Mitglieder externe Dienstleister aus. Sie prüfen Offerten und holen für die Vergabe Informationen über die Anbieter ein. Dies erfolgt, um nicht - wie in Kapitel 2.1.3 beschrieben - auf möglicherweise unwahre

¹²⁰ vgl. Experteninterviews

Angaben zu vertrauen. Nach der Auswahl überwachen die Mitglieder die Dienstleister, da durch die Distanz zu den ausgelagerten Geschäftsteilen Informationsnachteile entstehen, welche ausgenutzt werden könnten.¹²¹

3.2.3 Mitbestimmung

Wie in Modell I tragen sämtliche Mitglieder die Verantwortung für den Club und treffen die Entscheidungen gemeinsam. Ist ein Ausschuss mit der Führung des Clubs beauftragt, werden die Entscheidungen stufengerecht gefällt. Durch die Auslagerung von mindestens der Wertschöpfung an einen externen Dienstleister sind die Club Mitglieder vom Tagesgeschäft entlastet und treffen nur noch die Hauptentscheidungen.¹²²

3.3 Das Modell III

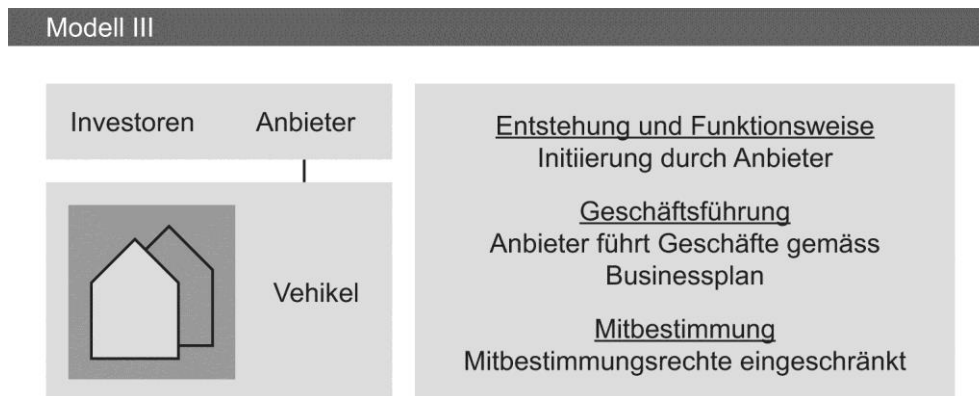


Abbildung 7: Struktur und Funktionsweise Modell III

3.3.1 Entstehung und Funktionsweise

Bei diesem Modell erfolgt die Initiierung durch einen Anbieter von Club Deals, welcher die Rolle des Investmentmanagers einnimmt. Die Investoren halten zusammen mit dem Anbieter den Club, wie das in der oben stehenden Abbildung dargestellt ist. Von der grundlegenden Funktionsweise her betrachtet, wird das Modell III oft als das angelsächsische GP/LP Model¹²³ bezeichnet, obschon ein Grundstein dieses Modells, die ungleiche Risikoverteilung, meist nicht zutrifft. Der Anbieter sucht Investitionsobjekte, erstellt einen Objektbusinessplan, und bereitet die Struktur des Club

¹²¹ vgl. Experteninterviews

¹²² vgl. Experteninterviews

¹²³ vgl. Glickman 2014, S. 260; GP/LP steht für General Partner und Limited Partner. Der General Partner haftet unbeschränkt und führt die Geschäfte. Der Limited Partner hingegen übernimmt die Rolle des Finanzinvestors, haftet nur mit seiner Einlage und hat sehr eingeschränkte Mitspracherechte. siehe auch Kapitel 2.5.2 und 6.1.5 betreffen dem Schweizer Pendant KGK

Deals vor. Mit der Anbindung der Immobilie beginnt die Suche nach potentiellen Investoren. Der Club kann massgeschneidert für ein paar wenige Investoren gefertigt sein, oder auch bis zu 10 Mitglieder enthalten. Ein Experte nannte sogar das Höchstmass von 20 Beteiligten. Ist dies zeitlich mit dem Erwerb der Liegenschaft kongruent, erwerben die Club Mitglieder einen Grossteil der Aktien an einer Zweckgesellschaft und dieses erwirbt die Immobilie. Ist das Zeitfenster der Erwerbsmöglichkeit der Immobilie zu kurz, erwirbt der Anbieter die Immobilie meist über eine Aktiengesellschaft selbst und veräussert später den Grossteil der Aktien an Investoren. Dieses Modell bedingt ein umfassendes Regelwerk des Anbieters gegenüber der Gesellschaft und somit den Investoren. Dies ist nötig, da der Anbieter die Immobilien aufgrund eines Objektbusinessplans ohne massgebliche Mitwirkung der Investoren entwickelt und die gesamten Geschäfte führt. In einem Managementvertrag werden die Leistungen, Rechten und Pflichten des Anbieters festgehalten. Im schematischen Modell ist die Verbindung vom Club zur Zweckgesellschaft auf der Seite des Anbieters dargestellt. Damit wird signalisiert, dass der Anbieter kein externer Dienstleister ist, sondern als das geschäftsführende Club-Mitglied näher an den Objekten steht. Er ist zudem selbst mit 2% bis 10% an der Gesellschaft beteiligt. In seltenen Fällen können auch Beteiligungen von über 50% beobachtet werden. Die Gebührenstruktur präsentiert sich sehr unterschiedlich. Gewisse Anbieter erhalten am Anfang ungefähr 2% bis 3% der Anlagekosten als eine Entschädigung für die Aufwendungen der Suche, Prüfung und Errichtung der Struktur. Sie verrechnen im Gegenzug nur noch die anfallenden Kosten während der Laufzeit weiter. Grundsätzlich werden keine bis nur geringe Gebühren für die Verwaltung der Vermögen verrechnet. Der Anbieter wird vor allem bei erfolgreichem Exit mit einem Hebel auf sein eingesetztes Kapital entschädigt. Die Ausgestaltung dieser Erfolgsbeteiligungen erfolgt sehr individuell. Bei diesem Modell sind die Investoren nicht in das operative Geschäft des Club Deals involviert und somit für Informationen des Geschäftsgangs auf die Berichterstattung des Anbieters angewiesen. Zwischen dem Anbieter und den Investoren besteht somit eine asymmetrische Informationsverteilung. Dieser Informationsnachteil und meist auch Wissensnachteil der Investoren würde es einem Agenten ermöglichen, seinen Informationsvorsprung für eigene Zwecke zu missbrauchen.¹²⁴ In Kapitel 3.4 werden verschiedene Lösungsansätze der Prinzipal-Agent-Problematik aufgezeigt.¹²⁵

¹²⁴ vgl. Experteninterviews

¹²⁵ vgl. Experteninterviews

3.3.2 Geschäftsführung

Die Geschäfte werden durch den Anbieter komplett unabhängig im Rahmen des Objektbusinessplanes geführt. Mit einem regelmässigen Reporting erhalten die Investoren Informationen zum Stand der Anlage und zudem findet jährlich die ordentliche Generalversammlung statt.¹²⁶

3.3.3 Mitbestimmung

Die Mitbestimmungsrechte der Investoren sind generell stark eingeschränkt. Der Anbieter will mit seiner Organisation die Liegenschaft gemäss dem Objektbusinessplan entwickeln und führen ohne eine wesentliche Mitsprache der Anleger. Die Investoren sprechen nur noch bei den wichtigsten Entscheidungen wie z.B. der Desinvestition mit. Die vertragliche Bindung zwischen Anbieter und Investoren definiert die Funktionsweise des Clubs und die Beziehung zwischen den Parteien. Wie bei der Honorarstruktur sind auch bei der Mitwirkung der Investoren individuelle Modelle zu beobachten.¹²⁷

3.4 Lösungsansätze der Prinzipal-Agent-Problematik

Wie in Kapitel 3.2 und 3.3 beschrieben, existiert die Prinzipal-Agent Problematik beim Modell II und vor allem beim Modell III. Um eine Gleichsetzung der Interessen zu erreichen und die asymmetrischen Informationen auszugleichen, bieten sich folgende Lösungsmöglichkeiten an:

- Der Agent muss möglichst hohe Eigenmittel in den Club Deal einbringen. Dies sichert die Interessenkongruenz des Agenten und des Prinzipals.¹²⁸ Ein Experte bezeichnete dieses Vorgehen mit „Skin in the game“.¹²⁹
- Beteiligt sich der Agent nicht oder nur mit geringen Eigenmitteln, können Anreizsysteme¹³⁰ implementiert werden, um die fehlende Beteiligung auszugleichen. Wie Anson schreibt, sollte sich der Grundsatz der Entschädigung an „...pay for performance...“¹³¹ orientieren. Die Ziele, an

¹²⁶ vgl. Experteninterviews

¹²⁷ vgl. Experteninterviews

¹²⁸ vgl. Anson 2006, S. 670-674 und Experteninterviews

¹²⁹ Skin in the game ist eine Bezeichnung von Warren Buffett. Im Kontext von Investitionen heisst dies, dass ein Management einer Unternehmung mitinvestieren soll wie ein Investor

¹³⁰ vgl. Winter 1996, S. 12-20; Anreizsysteme dienen einer Organisation seine Mitglieder zur Erreichung der Organisationszielen zu lenken. Z.B. können Anreize die Form von monetären Anreize oder Verhaltensanreize sein.

¹³¹ vgl. Anson 2006, S. 670-671

welche die Kompensationen geknüpft werden, sind idealerweise möglichst gut messbare Grössen, wie z.B. Ertrags- und Kostengrössen oder eine Kombination daraus. Die leistungsabhängige Honorierung kann auch gestaffelt erfolgen. Bei Unterschreitung einer definierten Grenze kann der Agent sein Eigenkapital verlieren. Dieses Verlustrisiko muss jedoch mit einem angemessenen Hebel für den Erfolgsfall entschädigt werden.¹³²

- Ein Kontrollsystem mit einem regelmässigen Reporting ist einzuführen. Es soll für Transparenz sorgen und die Leistung sowie das Verhalten des Managements messen. Es können auch Vertreter der Investoren in den Verwaltungsrat gewählt werden, um eine Aufsichtsfunktion wahrzunehmen.¹³³

Vertrauen unter den Club-Mitgliedern ist trotz aller Kontrollmechanismen und Anreizsysteme das gewichtigste aller Argumente. Fast sämtliche Experten sind sich in dem Punkt einig, dass ohne Vertrauensbasis kein Club Deal eingegangen werden sollte.¹³⁴

4 Gestaltungsparameter

Aus den Experteninterviews konnten sechs Gruppen von Gestaltungsparametern identifiziert werden. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Gruppierungen mit den einzelnen Punkten auf. Anhand der Gestaltungsparameter können Investoren gemäss ihren Vorstellungen und Bedürfnissen individuelle Club Deals erstellen. Sie dienen somit als Stellgrössen für die Ausgestaltung weiterer Club Deals.

¹³² Experteninterviews

¹³³ vgl. Anson 2006, S. 671-674

¹³⁴ vgl. Experteninterviews

Vehikel	Club Mitglieder	Investitionsstile und Exitstrategien
<ul style="list-style-type: none"> • AG • GmbH • Luxemburgische S.à.r.l. • Gesamteigentum • Miteigentum • Investmentclub 	<ul style="list-style-type: none"> • Anzahl Mitglieder • Operativ tätige Mitglieder • Finanzinvestoren • Investmentmanager 	<ul style="list-style-type: none"> • Opportunistic • Value Add • Core • Exitstrategien
Immobilienutzungen	Finanzierung	Regelwerk
<ul style="list-style-type: none"> • Büro • Retail • Wohnen • gemischte Nutzungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Einlagen • Fremdkapital 	<ul style="list-style-type: none"> • ABV und Statuten • Flexibilität • Exit von Mitgliedern • Übertrag von Anteilen • Auflösung Club • Blockaden verhindern • Managementvertrag

Abbildung 8: Übersicht Gestaltungsparameter von Club Deals

4.1 Vehikel

Wie in Kapitel 2.4 vorgestellt, finden die aufgelisteten Rechtsformen in der Praxis Verwendung oder sind in Verbindung mit dem Investmentclub als weitere Varianten berücksichtigt. Beim Modell III wird hauptsächlich die AG gewählt. Die Modelle I und II hingegen werden auch mit anderen Gesellschaftsformen umgesetzt. Der Investmentclub stellt keine eigene Rechtspersönlichkeit dar und benötigt somit einen rechtlichen Mantel in der Form einer AG, GmbH oder einfachen Gesellschaft. Die Organisationsformen werden zu einem grossen Teil bestimmt durch die Rechtsform. Innerhalb dieses rechtlichen Rahmens präsentieren sich die Organisationen sehr individuell, was Verallgemeinerungen verunmöglicht.¹³⁵ Nachfolgend sind die Argumente zu den verschiedenen Vehikeln aufgeführt.

¹³⁵ vgl. Experteninterviews

4.1.1 Aktiengesellschaft

Die Aktiengesellschaft wird als die meist genutzte Rechtsform für Club Deals bezeichnet. Sie wird für nicht kotierte und kotierte Investitionsgesellschaften¹³⁶ verwendet. Folgende Gründe führen zu dieser Wahl:

- Die AG als Investitionsgesellschaft ist eine aufgeführte Ausnahme unter dem KAG, wenn ausschliesslich qualifizierte Anleger beteiligt sind und somit klar definiert
- Bewährte und bekannte Struktur
- Risiko jedes Investors beschränkt sich auf den einbezahlten Anteil.
- Finanzinstitute können die Aktiengesellschaft einfach in ihren Bewertungsmodellen abbilden, was den Finanzierungsprozess erleichtert.
- Ein Börsengang ermöglicht die Öffnung des Vehikels auch für Publikumsanleger.
- Die Namen der Aktionäre werden nicht publik

Vor allem das Argument, die Aktiengesellschaft sei ein standardisiertes Produkt, welches von allen Beteiligten gekannt ist, wird hoch gewichtet. Die AG wird aus diesen Gründen als eine vorteilhafte Rechtsform für einen Club Deal gesehen.¹³⁷

Der Börsengang eines Club Deals würde die Liquidität der Anteile erhöhen und die Anlegerbasis könnte geöffnet werden. Dies widerspricht jedoch der Idee eines Club Deals.¹³⁸ Es kann vermutet werden, dass der Hauptgrund von kotierten Club Deals einen Ausweg darstellen um nicht unter das KAG zu fallen, weil auch nicht qualifizierte Mitglieder an der AG beteiligt sind. Soll trotz Publikumsanlegern keine KAG Unterstellung angestrebt werden, muss eine Selbstverwaltung vorliegen. Bei einer AG könnte dies gelöst werden, indem alle oder mindestens ein Teil der Aktionäre im Verwaltungsrat vertreten sind. Für eine selbstverwaltete Struktur wie der Investmentclub es vorsieht würde sich die GmbH jedoch besser eignen (siehe nachfolgend).¹³⁹

¹³⁶ siehe Kapitel 2.5.4 und weiterführen 6.1.6 betreffend der Investitionsgesellschaften gemäss dem KAG

¹³⁷ vgl. Experteninterviews

¹³⁸ siehe Kapitel 6.1.1 betreffend der Definition von Club Deals

¹³⁹ vgl. Experteninterviews und siehe Kapitel 6.1.6 betreffend Club Deals und dem KAG

4.1.2 Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Wie vorstehend erwähnt kann mit einer GmbH die Selbstverwaltung mit einer gemeinsamen Geschäftsführung im konstitutiven Dokument einfach gelöst werden. Bei dieser Rechtsform steht die Geschäftsführung grundsätzlich allen Gesellschaftern offen. In Hinblick auf den Investment Club wird dies als vorteilhaft bezeichnet. Die GmbH wird vor allem aus Gründen der Transparenz weniger gewählt, da die berechtigten Personen im Handelsregister öffentlich ersichtlich sind. Dies wird als nachteilig empfunden. Der Vergleich der GmbH zur AG zeigt, dass die Gesellschaftsformen bis auf die Komponente der Personengesellschaft viele Ähnlichkeiten aufweisen.¹⁴⁰

4.1.3 Luxemburgische S.à.r.l.

Verschiedene Experte bezeichneten den Einsatz der luxemburgischen Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Société à responsabilité limitée, abgekürzt S.à r.l. für Club Deals mit ausländischen Immobilien wegen interessanter Steuersparmöglichkeiten als vorteilhaft. Dieses Argument muss überwiegen, da wie beim Schweizer Pendant die Gesellschafter im Handelsregister ersichtlich sind und dies bei der Schweizer GmbH als unerwünscht betitelt wurde. Mit dieser Form könnten auch inländische Club Deals getätigt werden und gegenüber einer Schweizerischen Aktiengesellschaft oder einer Schweizer GmbH ebenfalls steuerliche Optimierungen erreicht werden. Um jedoch Ersparnisse zu erzielen, sind Club Deals mit Anlagevermögen ab ca. CHF 50 Mio. nötig, ansonsten egalisieren die Aufwendungen für die Struktur die steuerlichen Vorteile.¹⁴¹

4.1.4 Gesamteigentum und einfache Gesellschaft

Erwirbt ein Club eine Liegenschaft im Gesamteigentum, ist das Bindeglied der Mitglieder die einfache Gesellschaft. Diese Gesellschaftsform bietet den Club-Mitgliedern grossen Gestaltungsfreiraum, welchen sie in der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrags nutzen können. Diese Freiheiten bedingen jedoch die Erstellung eines umfassenden Gesellschaftsvertrags, welcher die Verhältnisse der Club Mitglieder regelt. Als Vorteil können auch die tiefen Strukturkosten genannt werden. Die Gesellschaft löst sich mit der Erfüllung des Zwecks, der Desinvestition wieder auf. Es fallen auch keine Gründungskosten oder jährliche Aufwendungen für eine

¹⁴⁰ vgl. Experteninterviews

¹⁴¹ vgl. Experteninterviews

Generalversammlung wie bei einer Aktiengesellschaft an.¹⁴² Bei der Fremdfinanzierung kann zudem eine einfache Gesellschaft ein besseres Rating erzielen, da wegen der Solidarhaftung auf alle Gesellschafter zurückgegriffen würde. Sind zudem Club-Mitglieder mit hoher Bonität beteiligt, erhält die einfache Gesellschaft grundsätzlich das Rating dieser Personen oder Gesellschaften. Wegen der Solidarhaftung wird das Gesamteigentum jedoch nur selten verwendet. Im Fall von Finanzproblemen würden die schwachen Parteien ausscheiden und die Gesellschafter mit hoher Bonität müssten für den Gesamtbetrag aufkommen.¹⁴³ Weiter negativ ist die Illiquidität zu werten, da grundsätzlich keine handelbaren Beteiligungen existieren. Im Gesellschaftsvertrag kann jedoch auch der Gesellschafterwechsel aufgenommen werden. Die einfache Gesellschaft wird von den Experten vor allem durch die Flexibilität als vorteilhaft eingestuft.¹⁴⁴ Dies deckt sich auch mit der Theorie, welche die Beliebtheit der Anpassungsfähigkeit und der fehlenden Pflicht der Handelsregistereintragung zuschreibt.¹⁴⁵

4.1.5 Miteigentum

In den siebziger und achtziger Jahren wurden verschiedene Geschäftshäuser und Shoppingcenter im Miteigentum erstellt. Häufige Erstellerin war die Kleinert Geschäftshäuser AG¹⁴⁶. Laut einem Experten wurden damals Milliarden an Anlageliegenschaften im Miteigentum erstellt. Bis heute sind Miteigentumsanteile noch in den Büchern von verschiedenen Institutionellen Anlegern enthalten.¹⁴⁷ Heute werden Anlageliegenschaften jedoch nicht mehr im Miteigentum erstellt. Der Hauptnachteil des Miteigentums liegt vor allem in der schwierigen Konsensfindung für bauliche Massnahmen, welche über den normalen Unterhalt hinausgehen¹⁴⁸. Blockaden durch Uneinigkeit können somit sinnvolle Erneuerungen verhindern. Wegen diesem Nachteil wird vermutet, dass Miteigentumsanteile bei der Veräusserung mit einem Abschlag gehandelt werden. Als Vorteil hingegen kann die Möglichkeit der Verpfändung der Miteigentumsanteile gewertet werden. Dies erlaubt den Miteigentümern, ihren Anteil mit der individuell gewünschten Fremdkapitalquote zu belasten. Liegenschaften im

¹⁴² vgl. Experteninterviews

¹⁴³ vgl. Experteninterviews

¹⁴⁴ vgl. Experteninterviews

¹⁴⁵ vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser 2007, S333-335

¹⁴⁶ gemäss eines Experten ging die Kleinert Geschäftshäuser AG während der Immobilienkrise der neunziger Jahre Konkurs

¹⁴⁷ vgl. Experteninterviews

¹⁴⁸ ZGB Art. 647 lit. c-e regeln die vom Gesetz vorgesehenen verschiedenen Stufen des Unterhalts und deren Quoten der Zustimmung der Miteigentümer

Miteigentum sind auf Halten ausgelegt. Für eine Entwicklung wären die gesetzlichen Vorschriften des Miteigentums zu starr.¹⁴⁹

4.1.6 Investmentclub

Der Investmentclub stellt eine für Immobilien Club Deals noch ungenutzte Form dar. Für die Umsetzung eines Investmentclubs wird eine Gesellschaft benötigt, welche vom Gesetzgeber nicht spezifiziert wird. Sie muss jedoch geeignet sein, um die Vorschriften gemäss KKV Art. 1a aufzunehmen. Um die Mitgliedschaftsrechte und somit die Selbstverwaltung im konstitutiven Dokument festhalten zu können, ist die GmbH geeignet. Eine AG ist ebenfalls möglich, jedoch kann die gemeinsame Geschäftsführung in den Statuten nicht wie bei der GmbH aufgenommen werden. Als Option könnten alle oder zumindest die geschäftsführenden Club Mitglieder im Verwaltungsrat der AG vertreten sein.¹⁵⁰ Diese Rechtsform eignet sich vor allem für die selbstverwalteten Clubs, der Modelle I und II. Hingegen beim Modell III ist die Selbstverwaltung umstritten, da die Investoren nur eingeschränkte Mitspracherechte erhalten. Damit Publikumsanleger investieren können, müssen die gesetzlichen Kriterien¹⁵¹ jedoch komplett erfüllt werden. Wie in Kapitel 6.1.6 gezeigt wird, kann angenommen werden, dass der Investmentclub und dessen Anforderungen stellvertretend für sämtliche selbstverwalteten Vehikel im KAG aufgeführt ist.¹⁵²

4.2 Club Mitglieder

Der Frage nach der Anzahl an Club Mitgliedern kann mit einem theoretischen Ansatz angegangen werden. Die Praxis lässt jedoch vermuten, dass auch verschiedene nicht rationale Kriterien existieren. Club Mitglieder nehmen die grundlegenden Rollen, operativ tätiges Mitglied, Finanzinvestor und Investmentmanager ein.¹⁵³

4.2.1 Anzahl Mitglieder

Anhand der theoretischen Grundlage der Klubgüter, wie in Kapitel 2.1.1 erläutert, sollte das optimale Kosten-Nutzen-Verhältnis bei einer bestimmten Anzahl Club Mitglieder definierbar sein. Die Grundvoraussetzungen für ein Klubgut treffen mehrheitlich zu.

¹⁴⁹ vgl. Experteninterviews

¹⁵⁰ vgl. Experteninterviews

¹⁵¹ siehe Kapitel 2.4.6 betreffen den Kriterien und auch weiterführend Kapitel 6.1.6

¹⁵² vgl. Experteninterviews

¹⁵³ vgl. Experteninterviews; siehe auch Kapitel 6.1.1 betreffend der Bestimmung der Anzahl an Mitgliedern

Das Merkmal Ausschliessbarkeit ist erfüllt, da die Anzahl Club Mitglieder nach verschiedenen Gesichtspunkten beschränkt werden kann. Die Nichtrivalität existiert bei der Club-Gründung und Zeichnung der Anteile nur teilweise, denn das Eigenkapital wird unter den Mitgliedern auch nach nicht rationalen Gesichtspunkten geteilt. Gemäss Experten basieren Investoren ihre Entscheidung einer Teilnahme teilweise auf rationalen Investitionskriterien, aber auch auf irrationalen Kriterien. Vor allem unter sehr wohlhabenden Privatinvestoren ist die personelle Zusammensetzung ein gewichtiges Kriterium. Somit greifen die rein wirtschaftlichen Kosten-Nutzen-Rechnungen der Theorie in der Praxis zu kurz.¹⁵⁴ Ob die Entscheidung der Einlagenhöhe jedes Investors nur rational erfolgt, ist zudem nicht bekannt. Wird ein selbstverwaltetes Modell gewählt, ist vom Gesetzgeber zudem die Maximalanzahl auf 20 Mitglieder beschränkt. Ob und in welchem Umfang diese Beschränkung abgebildet werden kann und welche Auswirkung dies auf die optimale Anzahl Mitglieder hätte, wird hier nicht weiter verfolgt.

Die beobachteten Club Deals weisen mindestens drei, aber maximal 10 Mitglieder auf. Beim Modell I und II obliegt es den Mitgliedern selbst über die Anzahl zu bestimmen, beim Modell III bestimmt vor allem der Anbieter über den Umfang. Die Anzahl der Mitglieder ist jedoch verknüpft mit dem Gesamtkapital und der Einlagenhöhe jedes Investors.¹⁵⁵

4.2.2 Operativ tätige Mitglieder

Bei den operativ tätigen Mitglieder in Modell I führen die Investoren zusammen den Club und betreuen die Investition selbst. Diese Form bedingt ein umfangreiches Immobilienwissen von mindestens einem Teil der Anleger. Der Club kann aus verschiedenen Immobilien-Kompetenzen zusammengesetzt sein. Dabei kann auch ein Ausschuss gebildet werden, welcher die Geschäfte führt. Trotz Auslagerung von Teilen der Wertschöpfung, wie in Modell II möglich, obliegt den Mitgliedern die Führung des Clubs und die Auswahl sowie die Kontrolle der Dienstleister.¹⁵⁶

¹⁵⁴ vgl. Experteninterviews

¹⁵⁵ vgl. Experteninterviews

¹⁵⁶ vgl. Experteninterviews

4.2.3 Finanzinvestoren

Vor allem im Modell III oder bei einer Auslagerung der operativen Geschäftsführung beim Modell II, nehmen die Investoren die Rolle von fast reinen Geldgebern ein. Sie wirken nur noch sehr bedingt am Club mit, da ihre vertraglichen Mitbestimmungsrechte wie beim Modell III, stark eingeschränkt sind. Beim Modell II kann sich auch ein Teil der Investoren auf die Rolle des Geldgebers beschränken. Sie sind jedoch mehr in die Geschäftsführung involviert als im Modell III. Die Mitwirkungsrechte sind nicht über Regulatorien eingeschränkt, sondern sie ziehen es vor, einem Dienstleister oder einem Ausschuss an Club Mitgliedern die hauptsächlich operativen Entscheidungen zu überlassen.¹⁵⁷

4.2.4 Investmentmanager

Der Initiator des Modells III nimmt die Rolle des Investmentmanagers ein. Er sucht Anlageopportunitäten, spricht Investoren an und erstellt das Vehikel für die Anlage. Nach der Erstellung führt er die Investition gemäss einem Businessplan bis zur Desinvestition. Die Bindeglieder zwischen den Investoren und dem Anbieter sind einerseits der Managementvertrag und andererseits auch die finanzielle Beteiligung des Investmentmanagers am Club.¹⁵⁸

4.3 Investitionsstile und Exitstrategien

Die Investitionsstile haben grossen Einfluss auf die Renditen und die Exitstrategien. Club Deals tätigen meistens Investitionen mit den Stilen Opportunistic und Value Added. Nur in wenigen Fällen werden auch Club Deals mit Core Stilen getätigt. Wie in Kapitel 2.3.6 beschrieben, steht bei den Stilen Value Added und Opportunity die Wertschöpfung und rasche Veräusserung mit Gewinn im Vordergrund. Der Exit erfolgt grundsätzlich nach Beendigung der Wertschöpfungsphase, was z.B. mit dem Abschluss einer Sanierung und Neuvermietung eines Bürogebäudes erfolgt. Der Ausstieg kann jedoch auch in anderen Projektphasen erfolgen. Laut einem Experten weicht der Zeitpunkt in der Praxis bei opportunistischen Investitionen meist vom vorgesehenen Zeitplan ab. Die Exitstrategie bleibt jedoch bestehen. Der Ausstieg erfolgt grundsätzlich nach einer Wertschöpfungsphase und von dieser hängt primär der Erfolg ab.¹⁵⁹

¹⁵⁷ vgl. Experteninterviews

¹⁵⁸ vgl. Experteninterviews; siehe auch die Funktionsweise von Modell III in Kapitel 3.3

¹⁵⁹ vgl. Experteninterviews

4.4 Immobiliennutzungen

Grundsätzlich sind sämtliche Immobiliennutzungen im Bereich von Anlageliegenschaften vorstellbar. Eine Einschränkung existiert nicht. Clubs fokussieren bei ihren Investitionen jedoch vor allem auf Geschäftshäuser mit Büro- und Verkaufsnutzungen. Im Rahmen von gemischten Nutzungen können auch Hotels enthalten sein. Hotelnutzungen alleine konnten aber noch keine beobachtet werden. Wohnliegenschaften hingegen stehen auch in der Gunst der Club Anleger.¹⁶⁰ Ist jedoch ausländisches Kapital, welches in der Gesellschaft eine beherrschende Stellung einnimmt, im Club investiert, dürfen keine Anlagen im Wohnmarkt getätigt werden.¹⁶¹

4.5 Finanzierung

Club Deals werden auf die Bedürfnisse der Mitglieder zugeschnitten. Beim Modell I und II erfolgt dies durch die Mitglieder selbst und beim Modell III durch einen Anbieter. Die Höhe der Einlagen wird ebenfalls sehr individuell gestaltet. Es können beim Modell III minimale Investitionssummen von CHF 100'000 beobachtet werden. In der Regel werden jedoch Beträge von CHF 1.0 Mio. bis zu 10.0 Mio. investiert. Die Höhe der einzelnen Einlagen steht im Verhältnis des gesamten Eigenkapitals und der Anzahl Mitglieder. Das Eigenkapital steht bei Club Deals meist einem hohen Fremdkapital gegenüber wie bei den Investitionsstilen Opportunity und Value Added zu erwarten. INREV führt für den Investitionsstil Opportunity einen Fremdkapitalanteil von über 60% auf.¹⁶² In der Praxis können ausnahmsweise Projekte auch nahezu oder vollständig fremdfinanziert werden. Die Höhe der Fremdfinanzierung hängt von der Verfügbarkeit des Kapitals und der Risikokapazität der Club Mitglieder ab. Wie in Kapitel 4.1.2 beschrieben kann eine einfache Gesellschaft vorteilhaft für die Finanzierung sein, da die Club Mitglieder solidarisch für die Hypothek haften.¹⁶³

4.6 Regelwerk

Unter dem Begriff Regelwerk sind sämtliche Vertragswerke eines Club Deals zusammengefasst, wobei diese Arbeit auf die Club-Regelungen fokussiert. Die wichtigsten Verhältnisse betreffen die Club Mitglieder unter sich, den Anbietern und gegenüber Dienstleistern. Das Regelwerk soll grundsätzlich eine flexible Struktur

¹⁶⁰ vgl. Experteninterviews

¹⁶¹ vgl. Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG), SR 211.412.41, vom 16. Dezember 1983, Stand 1. März 2013; Art. 2-12

¹⁶² vgl. INREV 2011, S. 12

¹⁶³ vgl. Experteninterviews

erlauben, so dass auf die Dynamik von Entwicklungsprojekten reagiert werden kann. Wichtiger Bestandteil ist dabei die Integration eines nach Szenarien aufgebauten Businessplans, welcher im Voraus auch Desinvestitionsszenarien und somit auch mögliche Auflösungszeitpunkte berücksichtigt. Abhängig vom gewählten Modell muss das Regelwerk auch spezifische gesetzliche Anforderungen wie Selbstverwaltung beim Investmentclub oder ähnlichen Konstrukten berücksichtigen. Beim Investmentclub betrifft dies die Selbstverwaltung, welche über die Mitgliedschaftsrechte im konstitutiven Dokument gemäss Art. 1a Lit. a des KKV zu sichern ist. Die Organisationsstruktur ist auch abhängig vom Modell und den Bedürfnissen der Club-Mitglieder. Beim Modell I und II gestalten die Club Mitglieder die Struktur und Organisation selbst und können somit die Strukturrisiken in den Verträgen so weit als möglich minimieren. Beim Modell III hingegen müssen sie die Bedingungen mit dem Anbieter aushandeln.¹⁶⁴

Bei den verschiedenen Rechtsformen wird im konstitutiven Dokument der Sinn und Zweck der Gesellschaft festgehalten und soweit es der gesetzliche Rahmen erlaubt, die Verhältnisse unter den Anteilseignern geregelt. Bei der AG und der GmbH werden dazu die Statuten erstellt und bei einer einfachen Gesellschaft der Gesellschaftervertrag. Um bei einer AG über die Statuten hinausreichende Regelungen zu treffen, werden Aktionärsbindungsverträge (ABV) abgeschlossen. Diese werden von den Mitgliedern sehr individuell ausgestaltet, was eine Generalisierung verunmöglicht. Ein wichtiges Element bei einem Club Deal betrifft die Regelung der Übertragbarkeit von Anteilen. Vom Grundsatz des Geschäftsmodelles her ist kein Wechsel der Mitglieder vorgesehen. Möchte jedoch ein Mitglied den Club verlassen oder verstirbt, werden Regelungen mit vorbestimmten Werten oder der Mittelwert von drei unabhängigen Schätzungen getroffen. In dem Zusammenhang werden vor allem bei den Modelle I und II, oft Kauf- und Vorkaufsrechte vorgesehen, damit die verbleibenden Mitglieder nicht ein unpassendes Mitglied aufnehmen müssen. Um kleinere Investoren zu schützen und grössere nicht zu blockieren werden im Verkaufsfall der AG Drag-along und Tag-along¹⁶⁵ Klauseln aufgenommen. Investitionsverpflichtungen werden vor allem bei

¹⁶⁴ vgl. Experteninterviews

¹⁶⁵ vgl. Hahn 2015, S. 33; Drag-along bedeutet eine Verkaufsverpflichtung aller Aktionäre und Tag-along ein Verkaufsrecht, dass auch die Minderheitsaktionäre zu den gleichen Bedingungen verkaufen können.

Entwicklungsprojekten angewendet, um das benötigte Kapital zu den jeweiligen Zeitpunkten von den Mitgliedern abzurufen.¹⁶⁶

Das Modell III bedingt durch die Beziehung zwischen den Investoren und dem Anbieter weitreichende vertragliche Regelungen. Neben einem umfangreichen ABV bestehen zusätzlich noch vertragliche Bindungen zwischen dem Vehikel und dem Anbieter für die Führung und Entwicklung der Immobilien. Auf der finanziellen Seite sind die Gebührenstrukturen und die Erfolgsbeteiligungen des Anbieters wichtige Bestandteile der Verträge. Die Entschädigungsmodelle sind sehr individuell und stehen auch im Zusammenhang mit der Höhe der Beteiligung des Anbieters.¹⁶⁷ Im Managementvertrag sind hauptsächlich die Leistungen, Rechte und Pflichten des Anbieters geregelt. Die Mitwirkungsrechte und Pflichten sind wie bei den Club Deals der Modelle I und II in den Statuten und weiteren Dokumenten wie dem ABV festgehalten. Die Rechte der Investoren sind jedoch deutlich eingeschränkt. Bedingt durch die Struktur ist von einer asymmetrischen Informationsverteilung auszugehen. Ein zweckdienlicher Informationsstandard ist deshalb in den Verträgen ein wichtiger Bestandteil.¹⁶⁸ Die Investoren tätigen die Investition basierend auf einem Businessplan. Dieser enthält wichtige Eckwerte wie die Investitions- und Desinvestitionszeitpunkte, Dauer der Kapitalbindung oder erwartete Gewinnausschüttung. Solche Eckwerte werden in das Vertragswerk eingebunden. Jedoch sind vor allem bei Entwicklungsprojekten grössere Abweichungen möglich, was ebenfalls in das Regelwerk aufgenommen wird.¹⁶⁹

5 Erfolgsfaktoren

Die Ableitung der Erfolgsfaktoren erfolgt aus den Experteninterviews. Im Gegensatz zu den Gestaltungsparametern verkörpern die Erfolgsfaktoren nicht Stellgrössen, sondern sind Determinanten für den Erfolg eines Clubs. Verschiedene Experten bezeichnen die Wahl der „richtigen“ Immobilien sowie die Ein- und Ausstiegszeitpunkte als die wesentlichen Treiber für den Erfolg. Diese übergeordneten Faktoren treffen grundsätzlich auf jede Investition zu und sind nicht Club Deal-spezifisch. Die nachfolgende Tabelle enthält eine Übersicht der Erfolgsfaktoren eines Club Deals. Diese Faktoren stehen in einem Gesamtsystem und es können zwischen den einzelnen

¹⁶⁶ vgl. Experteninterviews

¹⁶⁷ siehe Kapitel 3.3 betreffend den Entschädigungsmodellen

¹⁶⁸ siehe Kapitel 3.4 betreffend Lösungsmöglichkeiten der Prinzipal-Agent-Problematik

¹⁶⁹ vgl. Experteninterviews

Determinanten gegenseitige Abhängigkeiten bestehen Eine Betrachtung der einzelnen Faktoren würde somit zu kurz greifen um Rückschlüsse auf den Erfolg zu ziehen. Jeder Club definiert zudem den Erfolg nach eigenen Vorstellungen.¹⁷⁰

Qualitative Faktoren	Organisation	Verschiedene Faktoren
• Vertrauen	• Schlanke Organisation	• Szenarien
• Interessenskongruenz	• Definition Rollen	• Flexibilität
• Partnerwahl	• Beratung	• klare Regelungen
		• Berichterstattung
		• Renditen

Abbildung 9: Übersicht Erfolgsfaktoren von Club Deals

5.1 Qualitative Faktoren

Das von den Experten meist genannte Kriterium für den Erfolg eines Club Deals ist das Vertrauen unter den Club-Mitgliedern. Vor allem bei den Modellen I und II verlassen sich die Club-Mitglieder gegenseitig aufeinander. Hinsichtlich der Prinzipal-Agent-Problematik¹⁷¹ ist im Modell III ein Vertrauensverhältnis gegenüber dem Anbieter von Wichtigkeit. Ein Experte erwähnt, dass selbst mit dem besten Vertragswerk Vertrauen nicht zu ersetzen ist. Im Bereich der Immobilienentwicklungen muss dieses Vertrauen sogar sehr ausgeprägt sein, denn Abweichungen vom Projekt-Businessplan durch Verzögerungen oder Auflagen prüft oft das Verhältnis zwischen den Parteien. In diesem Zusammenhang wird von den Experten auch auf die Wichtigkeit der Interessenskongruenz aller Beteiligten hingewiesen. Man stelle sich eine Situation vor, bei welcher ein Club Deal aus einem Baumeister, einem Architekten und einem Finanzinvestor zusammengesetzt ist. Das Interesse der beiden ersten, die eigenen Betriebe mit lukrativen Aufträgen auszulasten, könnte der Renditemaximierung des Finanzinvestors entgegenlaufen. Hier knüpft auch das am dritthäufigsten genannte Thema der Experten an: die Partnerwahl. Bei den Modellen I und II entsteht der Club durch die Mitglieder, welche sich selber formieren. Die Personen kennen sich und beschliessen eine gemeinsame Investition zu tätigen. Auch die Projektpartner werden aufgrund von persönlichen Kontakten ausgewählt. Beim Modell III kennen sich die Club Mitglieder grösstenteils nicht. Bei der Wahl des Anbieters können vor allem die

¹⁷⁰ Experteninterviews

¹⁷¹ siehe Kapitel 3.3 und 3.4 betreffend der Problematik und möglichen Lösungen

getätigten Club Deals, sprich die Referenzen, einen wichtigen Anhaltspunkt für Investoren bieten. Wie ein Experte bemerkt, ist es aber auch in dieser Konstellation schlussendlich eine Entscheidung, die ein grosses Stück Vertrauen voraussetzt.¹⁷² In der Theorie ist diese Situation in Zusammenhang mit der Prinzipal-Agent-Problematik beschrieben. Der Prinzipal kann nicht kontrollieren, ob die Angaben des Agenten stimmen oder nicht.¹⁷³

5.2 Organisation

Eine individuell auf den jeweiligen Club Deal angepasst schlanke Organisation wird von den Experten als wichtiger Faktor beurteilt. Je nach Modell des Club Deals, nehmen die Mitglieder unterschiedliche Rollen ein. Diese Rollen sind von vornherein klar zu definieren und in den Regulatorien festzuhalten. Anson umschreibt die Wichtigkeit der Rollenzuteilung für Club Deals im Bereich Leveraged Buyouts mit einem adaptierten Sprichwort: „...there is the concern that too many cooks in the corporate kitchen can spoil the dinner.“¹⁷⁴ Die Experten bestätigen die Wichtigkeit der klaren Rollenzuteilung auch in Zusammenhang mit Immobilien Club Deals vor allem bei den Modellen I und II. Die Club Mitglieder oder Anbieter welche die Geschäftsleitung übernehmen, müssen hohe Kompetenzen in Projektentwicklung und Immobilienmanagement mitbringen. In den Interviews wurden auch die Berater angesprochen. Sie können in verschiedenen Phasen des Clubs wichtige Hilfestellung bieten. Bei der Erstellung sind verschiedenste Aspekte der Investition selbst und auch persönliche der Club Mitglieder zu berücksichtigen, um die optimale Struktur zu erstellen. Beispielsweise ist die steuerliche Situation bei sehr wohlhabenden Club Mitgliedern bereits bei der Wahl des Vehikels einzubeziehen.¹⁷⁵

5.3 Verschiedene Faktoren

Der Businessplan, auf welchem die Investition beruht, soll fundiert sein und verschiedene Szenarien aufzeigen. Die Auswirkungen auf den Club bei Eintreten des schlechtesten Falls sind darzulegen und Zinsänderungsszenarien sind einzubeziehen. Es können im Voraus Ereignisse festgelegt werden, bei welchen die Desinvestitionsfrage

¹⁷² vgl. Experteninterviews

¹⁷³ siehe Kapitel 2.1.3

¹⁷⁴ vgl. Anson 2006, S. 667

¹⁷⁵ vgl. Experteninterviews

gestellt werden muss. Die Regulatorien¹⁷⁶ müssen dies jedoch zulassen. Dazu ist auch eine flexible Struktur und Organisation zu errichten, die auch einen beispielweise deutlich früheren Ausstieg erlaubt. Ein solch opportunistisches Vorgehen muss jedoch den Club Mitgliedern klar sein und ihren Bedürfnissen entsprechen. Im Regelwerk sind das Geschäftsmodell, die Ziele sowie die Organisation abgebildet. Selbst unter befreundeten Mitgliedern ist empfohlen ein umfassendes, aber klar verständliches Vertragswerk zu erstellen und alle wesentlichen Bestandteile festzuhalten. Darin enthalten ist auch die Berichterstattung, welche beim Modell II und vor allem beim Modell III wegen der Prinzipal-Agent-Problematik grosse Bedeutung zukommt.¹⁷⁷

Die Renditen sind sehr individuell vom jeweiligen Immobilienprojekt abhängig. Bei den vorherrschenden Investitionsstilen Value Added und Opportunity wird meistens am Anfang oder Ende der Lebenszyklen von Immobilien investiert. Die Experten geben Schwellen auf Basis der jährlichen Eigenkapitalrenditen (ROE)¹⁷⁸ bei Entwicklungsprojekten mit minimal 10% p.a. an. Die Bandbreite bewegt sich abhängig vom Risiko der Investition zwischen ROE 10% und 20%. Ausreisser gegen oben und unten sind jedoch bei opportunistischen Investitionen nicht selten. Der Vergleich der Renditen von Club Deals zu Direktinvestitionen sollte bis auf erhöhte Initialkosten für das Aufsetzen des Clubs sowie ebenfalls höheren laufenden Kosten für die Berichterstattung nicht abweichen. Diese Aufwendungen reduzieren die Renditen gegenüber einer Liegenschaft, die direkt von einem Eigentümer gehalten wird, jedoch nur unwesentlich.¹⁷⁹

6 Ergebnisse

Aus den Experteninterviews konnten verschiedene Ergebnisse entnommen werden, welche Club Deals vertieft umschreiben. Zudem werden verschiedene Resultate mit der Theorie verglichen. Zum Abschluss dieses Kapitels sind die wesentlichen Punkte der Gestaltungsparameter, Erfolgsfaktoren und Resultate in einer Liste zusammengefasst.

¹⁷⁶ siehe Kapitel 4.6 betreffend dem Regelwerk

¹⁷⁷ vgl. Experteninterviews; siehe auch Kapitel 3.4 betreffend den Lösungsansätze für die Gleichsetzung der Interessen

¹⁷⁸ die Eigenkapitalrendite wird geläufig mit der Englischen Abkürzung ROE (Return On Equity) angegeben

¹⁷⁹ vgl. Experteninterviews

6.1 Resultate

6.1.1 Definition und Hintergrund

Die im Theorieteil unter Kapitel 2.2.1 aufgeführten Definitionen weichen wegen der unterschiedlichen Branchen und Anlageklassen von den für Club Deal-spezifischen Definitionen ab. Der Grundsatz der gemeinsamen Investitionen bildet jedoch das Fundament aller Definitionen¹⁸⁰. Club Deals können anhand der untenstehenden Eckwerte definiert werden. Teilweise wurden verschiedene Merkmale in den Modellen und Gestaltungsparametern bereits erwähnt. Für die Übersichtlichkeit sollen sie hier alle aufgeführt werden.

- der Zweck eines Club Deals ist die gemeinschaftliche Kapitalanlage.
- die Geschäftsmodelle beinhalten den Kauf von Liegenschaften mit Wertsteigerungspotential, welche nach Abschluss von Wertschöpfungsmassnahmen wieder rasch veräussert werden.
- Modell I und II: ein kleiner Kreis von Investoren, die sich meistens persönlich kennen, tätigen gemeinsam Investitionen in Immobilien. Sie führen den Club grundsätzlich gemeinsam, tätigen die Wertschöpfung selbständig oder engagieren einen Drittanbieter. Alle wichtigen Entscheidungen werden durch die Club Mitglieder gefällt.
- Modell III: ein Anbieter von Club Deals stellt Investoren eine konkrete Investition vor. Die Investoren erwerben ungefähr 90 % bis 98 % der Aktien einer Zweckgesellschaft mit welcher die Immobilien gekauft werden. Der mit 2% bis 10% beteiligte Anbieter tätigt die Wertschöpfung praktisch ohne Mitsprache der Investoren und führt die Gesellschaft.
- die Investitionen erfolgen meistens mit den Stilen Opportunistic oder Value Added
- Investitionen basiert auf konkrete Businesspläne.
- Der Club ist ein geschlossenes Vehikel, welches nach Erreichung des Zwecks aufgelöst wird. Ein Handel mit den Anteilen ist nicht vorgesehen, was grundsätzlich einen Börsengang ausschliesst.
- Meistens werden die Immobilien mit hohen Fremdkapitalanteilen finanziert.

Der Hintergrund der Club Deals lässt darauf schliessen, dass früher die Mitglieder selbst die Clubs gründeten und - wie in der Theorie beschrieben - der Ursprung in den

¹⁸⁰ vgl. Experteninterviews

Londoner Gentlemen's Clubs liegt. Heute existieren professionelle Anbieter, die als Investmentmanager massgeschneiderte Club Deals anbieten. Der Theorie über Private Equity kann entnommen werden, dass die Fundmanager auf die Bedürfnisse von Investoren reagieren und wie in jedem Markt laufend neue Produkte entwickeln.¹⁸¹ Der organisierte Club Deal kann als eine solche Neuentwicklung der letzten Dekade verstanden werden.

6.1.2 Anzahl Transaktionen und Volumen

Die Marktdaten in Kapitel 2.3.1 basieren zumindest teilweise auf offizielle Datenerhebungen. Hingegen existieren zu Club Deals und deren Investitionen keine offiziellen Daten und keine fundierten Schätzungen. Sie basieren einzig auf Annahmen der Experten. Es wird vermutet, dass jährlich ungefähr 50 bis 100 Club Deals mit Eigenkapitalien von CHF 5.0 bis 20.0 Mio. Investitionen in Anlageliegenschaften tätigen. Bei einem Eigenkapitalanteil von 25%¹⁸² ergäben sich Transaktionsvolumina von ungefähr CHF 20 Mio. bis 80 Mio. pro Investition, oder Volumina von CHF 1.0 bis 8.0 Mia. pro Jahr. Wird dabei zu 75%¹⁸³ in Büro und Verkaufsnutzungen investiert, ergäbe sich für das Segment ein Volumen von CHF 750 Mio. bis 6.0 Mia. pro Jahr. Als Vergleich kann folgende Rechnung angestellt werden: Die Anzahl Transaktionen des Gesamtmarktes in diesem Segment belaufen sich auf ungefähr 3'000¹⁸⁴ und dies bei einem Volumen von CHF 35 Mia. pro Jahr.¹⁸⁵ Mit 38 bis 75 Club Deals in diesem Segment, wäre somit der Anteil am Gesamtmarkt ungefähr CHF 440 Mio. bis 880 Mio.¹⁸⁶ Diese enormen Abweichungen zu den errechneten Werte der Expertenaussagen zeigen, dass die Datenlage zu unsicher ist um Aussagen über das Transaktionsvolumen von Club Deals zu machen.

6.1.3 Investoren und Initiatoren

In der Schweiz tätigen vorwiegend private Investoren Club Deals. Die Club Mitglieder tätigen dabei selbst, oder auch über deren Family Offices die Investitionen. Die Club Mitglieder haben bei den Modellen I und II mehrheitlich umfassendes Immobilienwissen und bei Modell III vermutlich grösstenteils eine Affinität zu

¹⁸¹ vgl. Baker/Filbeck 2013, S. 37-38

¹⁸² Annahme Autor aus Kapitel 4.5

¹⁸³ Annahme Autor, da der Fokus der Investitionen auf Büro und Handel liegt, siehe Kapitel 4.4

¹⁸⁴ die Einschränkung, dass diese Anzahl sich nur auf Büro- und Handelsliegenschaften bezieht wird für diese Kontrollrechnung nicht berücksichtigt

¹⁸⁵ siehe Kapitel 2.3.1

¹⁸⁶ vgl. Experteninterviews

Immobilien. Im Ausland sind es auch Real Estate Private Equity Funds¹⁸⁷ welche Club Deals tätigen. Wie in Kapitel 4.5 beschrieben, belaufen sich die Einlage in der Regel zwischen CHF 1.0 und 10.0 Mio. pro Club und Mitglied. Werden Allokationsregeln eines gemischten Anlageportfolios eingehalten, betragen die Investitionen in Immobilien ca. 15% des gesamten Anlagevermögens. Privat gehaltene Immobilien sind dabei nicht eingerechnet, da dies keine Investitionen im engeren Sinne sind. Um Klumpenrisiken im Portfolio zu vermeiden, würde das für Immobilien allozierte Anlagevermögen auf drei Anlagen verteilt. Die untenstehende Tabelle zeigt das benötigte Anlagevermögen von Club- Mitgliedern, wenn die oben stehenden Parameter eingehalten werden. An diesen Anlagesummen lässt sich ableiten, dass ein Grossteil der Club Mitglieder unter dem KAG als qualifizierte Investoren gelten.¹⁸⁸

Einlagen in einzelne Club Deals	Allokation des Vermögens in Immobilien	Zuteilung pro Immobilieninvestition	Total Anlagevermögen
100'000	15.0%	33.3%	2'000'000
250'000	15.0%	33.3%	5'000'000
1'000'000	15.0%	33.3%	20'000'000
5'000'000	15.0%	33.3%	100'000'000
10'000'000	15.0%	33.3%	200'000'000

Tabelle 4: Darstellung Anlagevermögen von Club Mitgliedern

Institutionelle tätigen in der Schweiz nur äusserst selten Club Deals. Dies vor allem aus dem Grund, dass meistens genügend Kapital zu Verfügung steht und die jeweiligen Anlagereglements die gemeinsame Zieldefinition wie z.B. bei einer Entwicklung den Exitzeitpunkt oder die Vorverkaufsschwelle, deutlich erschweren würden. Zudem sind in der Schweiz die meisten Immobilieninvestitionen in einem Volumenbereich, das von einzelnen Institutionellen getragen werden kann. Tätigen Sie einen Club Deal, dann vermutlich aus Gründen, dass die Volumen und Risiken der Immobilie für eine einzelne Institution zu hoch sind. Z.B. kann das Sihlcity¹⁸⁹ als Club Deal verstanden werden, auch wenn die Gesellschaften allesamt miteinander verwandt waren. Kleinere

¹⁸⁷ vgl. Rottke 2006, S. 34-35; Unter Real Estate Private Equity wird privates Beteiligungskapital verstanden welches für meist riskante Immobilieninvestitionen mit hohem Fremdkapitalanteil eingesetzt wird.

¹⁸⁸ vgl. Experteninterviews

¹⁸⁹ das Sihlcity ist eine gemischt genutztes Areal mit einem grossen Shoppingcenter in Zürich

Pensionskassen konnten schon öfters beobachtet werden. Sie tätigen Club Deals vermutlich aus Gründen von fehlenden eigenen Immobilienkompetenzen.¹⁹⁰

Vermutlich die Mehrheit an Club Deals kommt auf private Initiative zustande, von Personen die sich kennen und beschliessen, zusammen Investitionen zu tätigen. Professionelle Plattformen wie sie von Firmen wie Corestate oder Acron angeboten werden, sind wahrscheinlich weniger häufig.¹⁹¹ Die Aussagen ergeben jedoch kein eindeutiges Bild.

6.1.4 Motivation von Investoren Club Deals zu tätigen

Seit der Finanzkrise und dem veränderten Zinsumfeld kann allgemein eine erhöhte Nachfrage nach Immobilien beobachtet werden.¹⁹² Die Motive Club Deals zu tätigen sind jedoch sehr individuell. Für Club Deals anderer Anlageklassen können eine ungenügende Verfügbarkeit von Kapital und auch Diversifikationsüberlegungen die Gründe sein.¹⁹³ Das Argument der ungenügenden Verfügbarkeit von Kapital trifft auf die mehrheitlich von privaten Investoren getätigten Club Deals in der Schweiz, nur teilweise zu. Für Family Offices steht im Vordergrund, mit gleichbleibendem Eigenkapital sich an grösseren Anlagen zu beteiligen. Weiter sind die gezielte Auswahl der Investition und gegenüber Fonds erhöhte Kontrolle ein Grund, Club Deals zu tätigen. Mit Club Deals ist es zudem möglich, massgeschneiderte Investitionslösungen zu schaffen. Bei den Modellen I und II schätzen sehr wohlhabenden Investoren die Diskretion in einem geschlossenen, privaten Kreis von Bekannten investieren zu können. Diese Gruppe von Investoren weisen meist eine professionelle Vermögensverwaltung auf und führen ein gemischtes Anlageportfolio. Anteile an Club Deals weisen die Charakteristiken von Direktanlagen auf und können somit helfen, die Korrelation im Portfolio zu verbessern. Durch die hohe Kontrolle der Investition und der Charakteristiken von Direktanlagen betrachten viele Investoren Club Deals als eine Beteiligung an Direktanlagen mit überschaubaren Eigenkapitaleinsätzen und können dadurch die Ticketgrösse pro Immobilieninvestition reduzieren. Club Deals dienen somit auch zur Diversifikation.¹⁹⁴

¹⁹⁰ vgl. Experteninterviews

¹⁹¹ vgl. Experteninterviews

¹⁹² vgl. Lehnen 2014, S. 71

¹⁹³ vgl. Anson 2006, S. 556

¹⁹⁴ vgl. Experteninterviews

Für grosse angesehene Private Equity Firmen können zudem bessere Finanzierungsbedingungen ein weiteres Kriterium sein.¹⁹⁵ Dieses Argument konnte von den Experten nur unter der Bedingung, dass der Club Deal die Immobilien im Gesamteigentum hält, bestätigt werden.¹⁹⁶ Der Theorie ist zu entnehmen, dass eine breitere Wissensbasis mit verschiedenen Fähigkeiten und Erfahrungen für einen Zusammenschluss spricht.¹⁹⁷ Dieses Argument ist vor allem bei Auslandsengagements gewichtig, da das lokale Wissen am Club beteiligt wird. Durch die kombinierten Ressourcen sollte auch eine professionelle Herangehensweise gesichert werden. Beim Modell III ist anzunehmen, dass die Anbieter professionell aufgestellt sind und die nötigen Kompetenzen wie Ressourcen besitzen.¹⁹⁸

6.1.5 Einordnung und Abgrenzung von Club Deals zu kollektiven Kapitalanlagen

Auf Basis der aufgezeigten Definitionen und Merkmale von Club Deals, der Beschreibung der kollektiven Kapitalanlagen und den Experteninterviews können grundsätzliche Übereinstimmungen und Unterschiede identifiziert werden. Diese variieren jedoch abhängig von den Modellen¹⁹⁹ der Club Deals. Die Modelle I und II weisen nur wenige bis keine Merkmale der unter dem KAG regulierten kollektiven Kapitalanlagen auf.

In KAG Art. 7 Abs. 1 wird von Vermögen, welche die Anleger „...für die gemeinschaftliche Kapitalanlage...“ aufbringen, gesprochen²⁰⁰. Diese Definition von kollektiven Kapitalanlagen des KAG trifft auch auf Club Deals zu. Liegt noch der Tatbestand der Fremdverwaltung vor, müsste ein Club Deal als kollektive Kapitalanlage gemäss KAG Art. 7 Abs. 1 eingestuft werden.²⁰¹

Bei Modell III existieren Ähnlichkeiten zu der SICAF. Wie in Kapitel 2.5.2 beschrieben, ist dies ebenfalls ein geschlossenes Gefäss, die Anleger halten Aktien an einer AG und erhalten Mitspracherechte. Ebenfalls Parallelen bestehen zum angelsächsischen General Partner – Limited Partner Modell. Verschiedene Experten verweisen beim Modell III auf diesen Ansatz hin. Im Schweizer Recht wäre das Pendant

¹⁹⁵ vgl. Officer 2010, S. 236

¹⁹⁶ vgl. Experteninterviews

¹⁹⁷ vgl. Anson 2006, S. 556

¹⁹⁸ vgl. Experteninterviews

¹⁹⁹ siehe Kapitel 3 betreffend den drei grundlegenden Modellen

²⁰⁰ siehe Kapitel 2.5.2 betreffend der Definition von kollektiven Kapitalanlagen

²⁰¹ siehe Kapitel 6.1.6 betreffend einer vertieften Diskussion der KAG Unterstellung

des GP-LP Ansatzes die KGK²⁰². Eine genauere Betrachtung lässt jedoch darauf schliessen, dass beim Club Deal der Anbieter nicht die Haftung eines General Partners respektive Komplementärs auf sich nimmt.²⁰³

Eine klare Abgrenzung von Club Deals zu allen Formen der kollektiven Kapitalanlagen liegt im Geschäftsmodell. Ein Club Deal basiert auf einer konkreten mit Businessplan unterlegten Investition. Hingegen bieten offene und geschlossene Fonds meist nur Investitionsideen. Die schlussendliche Zusammensetzung der einzelnen Immobilien kennen die Anleger somit nicht im Voraus. Der Umfang der Gesamtinvestition und die Einzahlungszeitpunkte sind bei Club Deals im Businessplan klar definiert. Bei Fonds werden Zielsummen festgelegt und es existieren teilweise lange Vorhaltefristen für das Kapital.²⁰⁴

Die Organisation von Fonds wird stark durch Vorschriften des KAG geprägt. Bei Club Deals können die Vehikel und Organisationen hingegen gemäss den Bedürfnissen der Mitglieder erstellt werden. Club Deals unterliegen zudem keinen Anlage- oder Finanzierungseinschränkungen.²⁰⁵ Auch müssen keine zeit- und kostenintensiven Bewilligungen eingeholt werden. Die geringe Anzahl von Club Mitgliedern ermöglicht es einem Anbieter beim Modell III zudem die Investoren sehr individuell zu betreuen. Die meisten Fonds weisen hingegen eine hohe Anzahl an Anlegern auf, welche nur anhand von Berichten über den Geschäftsverlauf informiert werden.²⁰⁶

6.1.6 Club Deals und das KAG

Club Deals sind dem KAG nicht unterstellte Anlagen. In Kapitel 6.1.5 wird jedoch aufgezeigt, dass gewisse Merkmale von Club Deals auf kollektive Kapitalanlagen hinweisen. Somit kommt einer genaueren Betrachtung der gesetzlichen Rahmenbedingungen grössere Bedeutung zu. Wie in der Theorie erwähnt, sollen kollektive Kapitalanlagen nur dem KAG unterstellt werden, wenn eine Fremdverwaltung vorliegt. Zudem sind qualifizierte Anleger,²⁰⁷ also Personen, die von ihrem Vermögen und Ausbildung her Anlagerisiken abschätzen können, grundsätzlich

²⁰² siehe Kapitel 2.5.2 betreffend der Kommanditgesellschaft für Kapitalanlagen (KGK)

²⁰³ vgl. Experteninterviews

²⁰⁴ vgl. Experteninterviews

²⁰⁵ siehe Kapitel 2.5.2 betreffend den Einschränkungen

²⁰⁶ vgl. Experteninterviews

²⁰⁷ siehe Kapitel 2.5.4 betreffend der Fremdverwaltung

vom gesetzlichen Schutz ausgenommen. Wie nachfolgend argumentiert wird, sind diese beiden Begriffe zentral für Club Deals.

Selbstverwaltete Vehikel

Von verschiedenen Experten werden die Investitions- und Desinvestitionsentscheidung als genügend für die Erfüllung der Selbstverwaltung eingestuft. Für einen anderen Experten gehört jedoch zu einer Selbstverwaltung auch die Geschäftsführung des Clubs hinzu.²⁰⁸ Die gültige Rechtsprechung lässt darauf schliessen, dass Mitspracherechte für eine Selbstverwaltung nicht ausreichen. Es müssen alle oder zumindest ein Teil der Anleger die Anlageentscheidungen selbst treffen.²⁰⁹ Bei den Modellen I und II initiieren, führen und teilweise auch entwickeln die Club Mitglieder die Immobilien selbständig. Auch wenn die operative Geschäftsführung ausgelagert wird, treffen die Mitglieder neben den Hauptentscheidungen Investition und Desinvestition auch die meisten anderen wichtigen Entscheidungen selbst. Somit ist von einer klaren Selbstverwaltung auszugehen. Beim Modell III treffen die Mitglieder die Investitionsentscheidung selbst und bei der Desinvestitionsentscheidung sprechen sie mindestens mit. Ob eine Fremdverwaltung vorliegt, muss von Fall zu Fall geprüft werden, da die Mitspracherechte sehr individuell geregelt sind. Die ungenaue Definition der Fremdverwaltung im Gesetz erschwert dies jedoch, was sich auch in den Aussagen der Experten widerspiegelt.²¹⁰ Als eine vom Gesetz explizit erwähnte Ausnahme ist der Investmentclub im Folgenden aufgeführt.

Investmentclub

Verschiedene Experten verweisen auf den Investmentclub als weitere Möglichkeit für Club Deals, auch wenn im Zusammenhang mit Immobilien noch kein solches Gefäss beobachtet worden ist. Die Wichtigkeit der Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen wird betont, da ansonsten der Tatbestand einer Umgehung des KAG vorliegt. Zentrales Element beim Investmentclub ist die Selbstverwaltung. Obschon die Fremdverwaltung fehlt, und somit ein Schlüsselkriterium für eine KAG Unterstellung, führt der Gesetzgeber den Investmentclub trotzdem als Ausnahme auf.²¹¹ Die Lehrmeinung geht davon aus, dass der Investmentclub stellvertretend für alle selbstverwalteten Vehikel im KAG unter Art. 2 Abs. 2 lit. f aufgeführt ist.²¹² Werden Club Deals mit anderen

²⁰⁸ vgl. Experteninterviews

²⁰⁹ siehe Kapitel 2.4.6

²¹⁰ vgl. Experteninterviews; siehe auch Kapitel 2.5.4 betreffend der Fremd- und Selbstverwaltung

²¹¹ vgl. Schären 2011, S. 144-149

²¹² vgl. Experteninterviews und Schären 2011, S. 112-153

Vehikeln als über die Ausnahmen Investitionsgesellschaft und Investmentclub getätigt, wie z.B. das Gesamteigentum oder Miteigentum, wird vermutet, dass dies deshalb ebenfalls möglich ist, da das KAG rechtsformneutral ausgelegt ist. Es wurden, wie in Kapitel 2.4 beschrieben, auch Club Deals im Mit- und Gesamteigentum beobachtet. Mit Ausnahme der S.à.r.l., können die in den Kapiteln 2.4 und 4.1 aufgeführten Vehikel für die Umsetzung eines Investmentclubs eingesetzt werden.²¹³

Dem KAG nicht unterstellte Investmentgesellschaften

Die Experten beurteilen fast einhellig Club Deals, die als privat gehaltene Investmentgesellschaften aufgesetzt werden und somit die Ausnahme gemäss KAG Art. 2 Abs. 3 beanspruchen, als die meist genutzte Form. Bei diesen Vehikeln ist jedoch nur die Beteiligung von qualifizierten Anlegern möglich, und so kommt dem Begriff des qualifizierten Anlegers wie in Kapitel 2.5.3 beschrieben grosse Wichtigkeit zu. Sollen sich jedoch auch Publikumsanleger an der AG beteiligen, kann mit einem Börsengang die KAG Unterstellung vermieden werden. Ein Experte führt aus, dass ein kotiertes Vehikel jedoch eine kritische Grösse erreichen muss, damit die Kosten des Börsengangs und die laufenden Kosten der Transparenzvorschriften nicht die Renditen zu stark minimieren. Eine kotierte Gesellschaft widerspricht jedoch der Definition von Club Deals.²¹⁴

Vertrieb und Werbung

Wird wie in Modell III der Club von einem Anbieter organisiert und die Ausnahme Investmentgesellschaft genutzt, ist mit der Werbung von Club Mitgliedern Vorsicht geboten. Es dürfen ausschliesslich qualifizierte Anleger angesprochen werden. Die Umsetzung dieser Vorschriften gestaltet sich in der Praxis jedoch schwierig. Es stellt sich bei jeder Ansprache von einer noch unbekanntenen Person die Frage, ob diese als qualifizierter Anleger gilt und somit angesprochen werden darf.²¹⁵ Für einen Investmentclub oder stellvertretend alle andere selbstverwalteten kollektiven Kapitalanlagen kann geworben werden. Wie in Kapitel 2.4.6 erwähnt ist jedoch die maximale Anzahl von 20 Anlegern einzuhalten.²¹⁶

²¹³ vgl. Experteninterviews

²¹⁴ vgl. Experteninterviews und Kapitel 4.1.1 sowie 6.1.1 betreffend Kotierung und Definition

²¹⁵ vgl. Experteninterviews

²¹⁶ vgl. Experteninterviews

6.2 Zusammenfassung

Kapitel	Titel	Modelle I und II	Modell III
Modelle und Resultate			
3	Grundlegende Modelle	Erwerb, Wertsteigerung, rasche Veräusserung	Erwerb, Wertsteigerung, rasche Veräusserung
3.1 - 3.3	Modell I bis III	Eigeninitiative und Selbstverwaltung der Mitglieder	Organisiert von Anbieter; Selbstverwaltung umstritten
6.1.1	Definition	Gemeinschaftliche Kapitalanlage unter Bekannten	Organisierte, gemeinschaftliche Kapitalanlage
6.1.2	Investoren	Privatpersonen mit Immobilienwissen	Privatpersonen mit Affinität zu Immobilien
6.1.3	Motivation	Kontrolle über Investition, Diskretion, Korrelation	Auswahl Investition, professionelles Management, Korrelation
6.1.5	Abgrenzung zu Fonds	Basierend auf konkretem Businessplan	Basierend auf konkretem Businessplan
6.1.6	Club Deals und das KAG	Selbstverwaltet, somit keine Unterstellung	Beansprucht meistens Ausnahme Investmentgesellschaft
		Für alle Anleger offen	Beschränkt auf qualifizierte Anleger
4 Gestaltungsparameter			
4.1	Veikel	Meistens AG, andere auch möglich	Fast ausschliesslich AG
4.2	Club Mitglieder	Rollen: operativ tätig bis Finanzinvestor	Anbieter -> Investmentmanager; Mitglieder -> Finanzinvestoren
4.3	Investitionsstile	Fast ausschliesslich Value Added und Opportunity	Fast ausschliesslich Value Added und Opportunity
4.4	Immobilienutzungen	Verschiedene Nutzungsarten	Verschiedene Nutzungsarten
4.5	Finanzierung	Einlagen mehrheitlich 1.0-10.0 Mio.	Einlage teilweise < 1.0 Mio.; meistens 1.0-10.0 Mio.
		Fremdkapital > 60% bis nahezu 100%	Fremdkapital > 60% bis nahezu 100%
4.6	Regelwerk	Blockaden verhindern	Mitgliedschaftsrechte umfassend definieren
		Kauf- und Vorkaufsrechte	Leistungen, Rechte und Pflichten des Anbieters aufnehmen
5 Erfolgsfaktoren			
5.1	Qualitative Faktoren	Vertrauen unter Club Mitgliedern ist Voraussetzung	Vertrauen zum Anbieter förderlich
		Interessenkongruenz existiert unter Mitgliedern	Interessenkongruenz durch Erfolgsbeteiligung
5.2	Organisation	Schlank; ausgelegt nach Bedürfnisse Mitglieder	Anbieter bestimmt grösstenteils Organisation
		Klare Definition der Rollen	Hohe Kompetenzen in Entwicklung und Management
5.3	Verschiedene Faktoren	Flexible Struktur und Organisation vorteilhaft	Flexible Struktur und Organisation vorteilhaft
		klar verständliches Regelwerk	Regelwerk berücksichtigt Prinzipal-Agent-Problematik
		Berichterstattung nach Bedürfnissen Mitglieder	Berichterstattung umfassend und regelmässig
		Renditen des Investitionsstils entsprechend	Renditen des Investitionsstils entsprechend

Tabelle 5: Zusammenfassung der Gestaltungsparameter, Erfolgsfaktoren und Resultate

7 Schlussbetrachtung

Im ersten Teil werden die wichtigsten Erkenntnisse aus der Arbeit kurz zusammengefasst. Im Anschluss erfolgt eine Diskussion der Methoden und der verwendeten Daten. Ein Ausblick auf künftige Untersuchungen wird im dritten Teil gegeben.

7.1 Fazit

Club Deals sind geschlossenes, meist private Vehikel, an welchem sich hauptsächlich sehr wohlhabende private Investoren beteiligen, um gemeinschaftliche Kapitalanlagen in Immobilien zu tätigen. Sie beteiligen oder gründen Club Deals um Klumpenrisiken zu minimieren und Anlagen mit Charakteristiken von direktem Immobilieneigentum zu erhalten. Das Geschäftsmodell beinhaltet den Erwerb von Anlageobjekten mit Entwicklungspotential. Die Immobilien werden nach einer Wertschöpfungsphase umgehend mit hohen Gewinnen wieder veräußert. Typischerweise erfolgt die Finanzierung mit einem hohen Fremdkapitalanteil. Für die Umsetzung dieser Investitionsstrategie werden drei unterschiedliche Modelle eingesetzt. Beim Modell I erfolgt die Initiierung des Clubs meistens durch sich nahestehende Investoren. Diese führen die Geschäfte gemeinsam und erbringen die Wertschöpfung. Das Modell II weicht vom Modell I insofern ab, dass die Club-Mitglieder einen externen Dienstleister für die Wertschöpfung oder die operative Geschäftsführung einsetzen. Beim Modell III sind die Investoren noch auf die Rolle von Finanzinvestoren beschränkt, da der Club von einem Anbieter erstellt und geführt wird. Die Prinzipal-Agent-Problematik ist bei diesem Modell am höchsten. Dementsprechend werden Anforderungen an Berichterstattungsstandards und Massnahmen für die Gleichsetzung der Interessen eingeführt. Vor allem das Modell III weist Merkmale von regulierten kollektiven Kapitalanlagen auf. Bei der Errichtung der Struktur wird auf die nicht Unterstellung geachtet. Dazu werden die Clubs entweder als selbstverwaltete Vehikel erstellt oder es erfolgt die Beanspruchung einer Ausnahme. Oft wird die Investmentgesellschaft gewählt. An ihr dürfen sich jedoch keine Publikumsanleger beteiligen, ausser sie wird an einer Börse kotiert. Eine Kotierung widerspricht jedoch der Definition eines Clubs. Der Investmentclub stellt eine weitere, für alle Investorengruppen zugängliche Rechtsform dar. Abgewickelt werden Club Deals meistens mit Aktiengesellschaften. Wie in den Gestaltungsparametern gezeigt, werden insbesondere bei den Modellen I und II die Vehikel, Regelwerke und Organisation auf die Bedürfnisse der Club

Mitglieder massgeschneidert. Die Struktur und das Regelwerk müssen jedoch flexibel sein, um die Dynamik von Entwicklungsprojekten aufnehmen zu können. Mit den Erfolgsfaktoren konnten Determinanten für den Erfolg von Club Deals identifiziert werden. Sehr gewichtige Bestandteile für den Erfolg sind dabei Vertrauen unter den Club-Mitgliedern, Interessenkongruenz und eine klare Zuteilung der Rollen.

7.2 Diskussion

Diese Arbeit beruht auf Methoden der qualitativen Sozialforschung, da das rudimentäre Vorwissen und die Datenhoheit keine quantitative Datenerhebung zulassen würden. Die verwendeten Daten wurden mit neun teilstrukturierten und drei thematisch fokussierten Interviews erhoben. Die Gestaltung des Gesprächsleitfadens liess Raum für Nachfragen offen, was zur Gewinnung weiterer Aspekte führte. Dieses Vorgehen wird oft als unwissenschaftlich kritisiert, da die Untersuchung durch die Freiräume zu wenig methodisch kontrolliert ist.²¹⁷ Mit dem zirkularen Vorgehen fand im Prozess laufend eine Überprüfung der Ziele statt, und es wurde zur Beantwortung offener Fragen zusätzlich thematisch fokussierte Interviews geführt. Bei der Übertragung der verhältnismässig wenigen Beobachtungen auf die Gesamtmenge stellt sich grundsätzlich die Frage, ob die Resultate aussagekräftig sind. Durch das breite Wissen der Experten, die über jahrelange Erfahrung in verschiedenen Teilbereichen von Club Deals verfügen, darf jedoch davon ausgegangen werden, dass die Realität ausreichend repräsentiert wird. Die Ausnahme bildet die Einschätzung der Transaktions- und Marktvolumen. Nach einer Kontrollrechnung musste geschlossen werden, dass die Datengrundlage zu vage ist um eine Aussage zu machen. Dies wurde jedoch in der Arbeit auch dementsprechend vermerkt. Als Resultat der vertieften Analyse des Kollektivanlagengesetzes konnte eine bis heute nicht genutzte, aber für künftige Club Deals mögliche Rechtsform identifiziert werden. Das Ziel, Club Deals umfassend darzustellen, bedingte die Berücksichtigung verschiedenster Aspekte, was eine konstante Abwägung der Thementiefe verlangte. Diese umfassende Arbeit lässt nun viel Raum für weitere thematisch vertiefte Fragestellungen offen, was im nächsten Kapitel diskutiert wird.

²¹⁷ vgl. Mayring 2010, S. 225-228

7.3 Ausblick

Die vorliegende Arbeit ermöglicht einem Investor, sich ein umfassendes Bild von Club Deals zu machen. Dazu wurden die wesentlichen Aspekte in der nötigen Tiefe dargestellt. Weiteren Arbeiten öffnet diese Gesamtdarstellung von Club Deals die Möglichkeit, sich auf Teilbereiche zu konzentrieren. Allgemein ist die Datengrundlage zu verbessern, um weiterführende Aussagen zu ermöglichen. Mit genaueren Transaktions- und Marktdaten könnte der Anteil an Club Deals am gesamten Transaktionsmarkt abgeschätzt werden. Anbietern würde dies ermöglichen, ihren Marktanteil festzulegen. Dazu müssten jedoch umfassende Datenerhebungen durchgeführt werden, was aufgrund der Datenhoheit der privaten und diskret agierenden Gesellschaften schwierig würde. Interessant für Anbieter wäre auch eine vertiefte Analyse der Investoren, um mehr über deren Anlagebedürfnisse erfahren zu können. Gleichsam für Anbieter und Investoren spannend wäre ein breit abgestützter Zusammenschluss von Renditedaten derselben Anlagestile als Richtgrößen. Der rechtliche Rahmen, vor dem Hintergrund der laufenden Erhöhung von Transparenzvorschriften, bietet ebenfalls ein interessantes Feld weiterer Untersuchungen. Mit Präzedenzfällen im Bereich der Selbst- und Fremdverwaltung könnten vertiefte Aussagen über die Struktur von Club Deals gemacht werden. Ein weiterer Themenkreis, welcher jedoch für Immobilientransaktionen allgemein gilt, ist die Übertragung von Auktionstheorien in die Praxis. Dies vor allem vor dem Hintergrund, dass heute viele Liegenschaften über Bieterverfahren veräussert werden.

Literaturverzeichnis

- Anson, M.J.P. (2006): Handbook of Alternative Assets, Hoboken 2006
- Baker, H.K./Filbeck, G. (2013): Alternative Investments, Hoboken 2013
- Berninghaus, S. K./Ehrhart, K.M./Güth, W. (2010): Strategische Spiele – Eine Einführung in die Spieltheorie, 3. Aufl., Heidelberg 2010
- Buchanan, J. M. (1965): An Economic Theory of Clubs, in: *Economica*, New Series 32(1965)125, S. 1-14
- Geltner, D.M./Miller, N.G./Clayton, J./Eichholtz, P. (2014): Commercial Real Estate Analysis and Investments, 3. Aufl., Mason 2014
- Glickman, E. (2014): An Introduction to Real Estate Finance, Amsterdam 2014
- Goepfert, A./Raddatz, A. (2006): Rechtliche Aspekte von Real Estate Private Equity, in: Rebitzer, D.W./Rottke, N.B.: Handbuch Real Estate Private Equity, Köln 2006, S. 211-230
- Hahn, C. (2015): Der Beteiligungsvertrag – ein Überblick für Start-ups und Investoren, Berlin 2015
- Hasenböhler, F. (Hrsg.)/Kühne, A./Lengnauer, D./Amstutz, T./Imwinkelried, M./Dömer, P. (2007): Recht der Kollektiven Kapitalanlagen unter Berücksichtigung Steuerrechtlicher Aspekte, Genf 2007
- Hegner, S. (2011): Die Relevanz des Vertrauens für das identitätsbasierte Management globaler Marken, Bremen 2011
- Hillenbrand, M. (2006): Akteure des Real-Estate-Private-Equity-Marktes, in: Rebitzer, D.W./Rottke, N.B.: Handbuch Real Estate Private Equity, Köln 2006, S. 77-86
- Hirschböck, H./Kerschbaumer, H./Schurbohm, A. (2012): IFRS für Führungskräfte, Wien 2012
- Homberger, U./Meier, U. (2007): Referenzrahmen für Gestaltung und Kunst, Zürich 2007
- Jutzi, T./Schären, S. (2014): Grundriss des Schweizerischen Kollektivanlagenrechts, Bern 2014
- Kühne, A./Schunk, M./Keller, A. (2014): Schweizerisches Rech der kollektiven Kapitalanlagen, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2014

- Landes, D./Mokir, A./Baumol, W. (2010): *The Invention of Enterprise: Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times*, Princeton 2010
- Law, J. (2010): *A Dictionary of Accounting*, 4. Aufl., Oxford 2010
- Lehnen, A. (2014): (Nicht-) Regulierung von Club Deals nach dem KAGB, in: *Absolut Report*, (2014)3, S. 71-75
- Maurenbrecher, B./Frick, J. (2010): Konsortialkredite, in: Emmenegger, S. (Hrsg.): *Schweizerische Bankrechtstagung – Kreditrecht*, Basel 2010, S. 70
- Mayring, P. (2010): Design, in: Mruck, G./Mey, K. (Hrsg.): *Handbuch Qualitative Forschung in der Psychologie*, Wiesbaden 2010, S. 225-237
- McAfee, P. R./McMillan, J. (1987): Auctions and Bidding, in: *Journal of Economic Literature*, 25(1987)6, S. 699-783.
- Meier-Hayoz, A./Forstmoser, P. (2007): *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 10. Aufl., Bern 2007
- Meyer, D. (1990): Asymmetrische Information, Institutional Choice und die Funktion von Wertorientierungen, in: *Jahrbuch für Sozialwissenschaft*, 41(1990)1, S. 104-121
- Officer, M./Ozbas, O./Sensoy, B. (2010): Club deals in leveraged buyouts, in: *Journal of Financial Economics*, 98(2010)2, S. 236
- Roberto, V./Hrubesch-Millauer, S. (2011): *Sachenrecht*. Bern 2011
- Rottke, N.B. (2006): Bedeutung für Real Estate Private Equity in Deutschland, in: Rebitzer, D.W./Rottke, N.B.: *Handbuch Real Estate Private Equity*, Köln 2006, S. 33-50
- Rottke, N.B. (2006): Kritische Erfolgsfaktoren eines Beteiligungsmodells, in: Rebitzer, D.W./Rottke, N.B.: *Handbuch Real Estate Private Equity*, Köln 2006, S. 123-142
- Sandler, T./Tschirhart, J. (1997): Club theory: thirty years later, in: *Public choice*, 93(1997)12, S. 335-355
- Schären, S. (2011): Unterstellungsfragen im Rahmen der Genehmigungs- und Bewilligungspflicht gemäss Kollektivanlagengesetz, in: Giovanoli, D./Weber, M. *Zobl./R.H.: Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht*, 99. Band, Zürich 2011 (zugel. Diss. der Univ. Bern 2010)

- Schmidtmayr, H. (Hrsg.) (2012): Entwicklung der Immobilienaktiengesellschaften in Österreich, in: Trübstein, M. (Hrsg.), Praxishandbuch Immobilieninvestments, 1. Aufl., Wiesbaden, 2012, S. 185-250
- Schulte, K.-W./Sturm, V./Wiffler, M. (2008): Volkswirtschaftslehre und Immobilienökonomie, in: K.-W. Schulte (Hrsg.): Immobilienökonomie, 4. Band, München 2008, S. 2-25
- Schwaninger, M./Kaiser, C. (2007): Erfolgsfaktoren organisatorischen Wandels, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 59(2007)3, S. 150-172
- Spremann, K. (2013): Wirtschaft und Finanzen – Einführung in die BWL und VWL, München 2013
- Stock, A. (2009): Risikomanagement im Rahmen des Immobilien-Portfolio-Managements institutioneller Anleger, in: Bone-Winkel, S./Schulte, K.-W: Schriften zur Immobilienökonomie, 54. Band, Regensburg 2009 (zugel. Diss. der Univ. Regensburg 2009)
- Taddei, A. (1999): London Clubs in the Late Nineteenth Century, Oxford 1999
- Trübstein, M. (Hrsg.). (2012): Immobilieninvestoren und -anlageprodukte in Deutschland und Österreich, in: Trübstein, M. (Hrsg.), Praxishandbuch Immobilieninvestments, 1. Aufl., Wiesbaden, 2012, S. 17-88
- Walbröhl, V. (2012): Immobilienanlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland, in: Trübstein, M. (Hrsg.), Praxishandbuch Immobilieninvestments, 1. Aufl., Wiesbaden, 2012, S. 91-157
- Watter, R./Vogt, N.P./Bösch, R./Rayroux, F./Winzeler, C. (Hrsg.) (2009): Kollektivanlagegesetz, 1. Aufl. Basel 2009
- Winter, S. (1996): Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, in: Neue betriebswirtschaftliche Forschung, 178(1996)6, S. 287-291

Internetquellen

- finma, (Hrsg.) (2015): Genehmigte schweizerische kollektive Kapitalanlagen, in: Finma.ch, 02.08 2015. Online Verfügbar unter: <https://www.finma.ch/de/suche/#query=Genehmigte%20schweizerische%20kollektive%20Kapitalanlagen&Order=4>. [abgerufen am: 02.08.2015]
- finma, (Hrsg.) (2008): Rundschreiben 2008/5 Effekthändler, in: Finma.ch, 20.11.2008. Online Verfügbar unter: https://www.finma.ch/de/~/_media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/rundschreiben/finma-rs-2008-05.pdf?la=de. [abgerufen am: 30.06.2015]
- INREV, (Hrsg.) (2015): Snapshot Investment Intentions Europe. in: Inrev.org, Jan. 2015. Online Verfügbar unter: <https://www.inrev.org/research/investment-intentions>. [abgerufen am 05. 05 2015]
- INREV, (Hrsg.): INREV Style Classification 2011, in: INREV, Jan. 2015. Online Verfügbar unter: <https://www.inrev.org/library?task=article&id=223>. [abgerufen am 20.07.2015]
- Mathews, P.H. (2014): The Concise Oxford Dictionary of Linguistics 3rd Ed., in: Oxfordreference.com, 13.05.2014. Online Verfügbar unter: <http://www.oxfordreference.com/view/10.1093/acref/9780199675128.001.0001/acref-9780199675128-e-2431?rskey=tDmVvF&result=8>. [abgerufen am 20.05.2015]
- o. V. (2013): Business Luxemburg, in: Luxembourg Consulting Group, Sept. 2013. Online Verfügbar unter: <http://www.lcg-luxembourg.com/Firmengruendung.441.0.html>. [abgerufen am 13.07.2015]
- o.V. (2013): IVG setzt weiteren Club Deal um, in: Cash.online, 14. 06 2013. Online Verfügbar unter: <http://www.cash-online.de/geschlossene-fonds/2013/ivg-4/126762>. [abgerufen am 05.05.2015]
- Prince, R. (2013): Why the rich and super-rich like club deals, in: Forbes.com, 26. 06.2013. Online Verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/russalanprince/2013/06/26/why-the-rich-and-super-rich-like-club-deals/>. [abgerufen am 14.05.2015]

Anhang

A Leitfaden Experteninterviews



**Universität
Zürich** UZH

Leitfaden Experteninterviews

Allgemeine Fragen zu Club Deals

1. Wie definieren Sie Club Deals in Immobilien?
2. Wie ordnet sich der Club Deal zu anderen Investitionen in Immobilien ein?
3. Was ist der geschichtliche Hintergrund?
4. Welche Investoren tätigen typischer Weise Club Deals?
5. Was sind die Rendite- und Risikoerwartungen?
6. Welche Vorteile bieten sich Investoren?
7. Was sind die Herausforderungen?
8. Sehen Sie Konfliktpotential mit dem KAG?
9. Wer initiiert einen Club Deal (Investoren selber oder Intermediäre)?
10. Wie viele Club Deals werden in der Schweiz jährlich abgewickelt?

Fragen zu Gestaltungsparametern

1. In welche Immobilien-Nutzungsarten werden investiert?
2. Welcher Investitionsstil (Core, Value Added, Opportunity) steht im Vordergrund?
3. Wie hoch ist der Fremdkapitalanteil?
4. Wie viele Investoren formieren sich zu einem Club?
5. Wie gross sind typischer Weise die Einlagen der einzelnen Mitglieder?
6. Wer betreut die Anlage?
7. Nehmen Investoren unterschiedliche Rollen ein – z.B. General / Limited Partners?
8. Werden Exit-Strategien vorgesehen?
9. Welche Vehikel werden gewählt und warum?
10. Was sind die wichtigsten Punkte des Regelwerkes untereinander?

Schlussfrage: Was sind die wichtigsten Erfolgsfaktoren eines Club Deals?

B Interviewpartner

Experteninterviews				
Datum	Name	Organisation	Funktion	Dauer in Min.
27.05.2015	G. Kaspar	Blum&Grob	Beratung Recht	60
02.06.2015	B. Seger	KPMG	Beratung/Transaktion	65
02.06.2015	P. Rohweder	Corestate London	Anbieter	45
08.06.2015	D. Häcki	JLL	Beratung/Transaktion	60
16.06.2015	S. Marbacher	Baker & McKenzie	Beratung Recht	70
16.06.2015	M. Zollinger	KMP/Investor	Investor/Berater	55
17.06.2015	K. Ritz	PWC	Beratung/Transaktion	65
19.06.2015	S. Lempen	Partners Group	Investor REPE	80
23.06.2015	K. Bender	Acron	Anbieter	65

Thematisch fokussierte Experteninterviews					
Datum	Name	Organisation	Funktion	Thema	Dauer in Min.
27.05.2015	P. Schnorf	Wüst&Partner	Marktforschung	Marktdaten	20
13.07.2015	R. Meier	Credit Suisse	Finanzierung	Hypotheken	15
13.07.2015	G. Kaspar	Blum&Grob	Beratung Recht	KAG	25

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Club Deals – Gestaltungsparameter und Erfolgsfaktoren“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

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

Zürich, den 16.08.2015



Marcel Egger