

2. Identifikation geeigneter Immobilien

Teufelsdorfer

2.1. Einleitung

Der Identifikation geeigneter Anlagevehikel geht die Definition der **Investitionsstrategie** voraus. Die Strategie definiert die längerfristige Ausrichtung der Investitionen und stellt so wie jede Strategie den Polarstern da, dem man aus Gründen der Orientierung folgt, stets in dem Wissen den Stern selbst nie zu erreichen. Die Strategie selbst lässt sich über unterschiedliche Kriterien festmachen, die entweder in Bezug auf das Investmentvehikel selbst stehen, das Objekt mit allen damit verbundenen Eigenschaften (Nutzungsart, Größe, Qualität und Standards des Objektes, Anzahl Mietverträge, Restlaufzeit der Mietverträge, Miethöhe, Drittverwendungsfähigkeit uvm) als auch des Standortes (Bundeshauptstadt, Landeshauptstadt, Bezirkshauptstadt uÄ) und der Lage des Objektes innerhalb des Standortes (CBD, Stadtteilzentrum etc) festmachen und idR durch Kriterien des Investmentmarktes abgerundet.

Der Erhalt einer Rendite, ohne ein Risiko einzugehen, ist idR nicht möglich, aber auch weiter nicht gefährlich, sofern das eingegangene Risiko durch Erfahrung und Professionalität der Agierenden beherrscht wird.

2.2. Arten von Investoren

Die entscheidende Frage, die der Investor zu stellen hat, ist jene nach dem Zweck der Veranlagung: Soll diese dem reinen Substanzerhalt oder der Maximierung des eingesetzten Kapitals dienen. Anhand dieser Oberziele des Anlegers determiniert sich seine **Risiko-Rendite Positionierung**. Anhand einiger typischer Beispiele soll dies entlang eines wachsenden Risikos erläutert werden.

2.2.1. Versicherungen und Pensionskassen

Als sehr konservative Investoren können so Versicherungen und Pensionskassen gesehen werden. Meist wird nur ein geringer Teil des vorhandenen Kapitals in Immobilien veranlagt (häufig unter 5 %), da diese Unternehmen in der Lage sein müssen, kurzfristig Liquidität zu schaffen. Werthaltigkeit und Stabilität des Investments stehen im Vordergrund, **risikoaverses Agieren** wird als Maxime gesehen.

2.2.2. Fonds

Offene Immobilienfonds, Publikums- wie auch Spezialfonds, zeichnen sich allgemein durch Veranlagungen mit langfristiger Perspektive und dem Ziel eines Werterhalts und einer Wertsteigerung auf Basis des Net Asset Values aus, dies wird unter anderem durch die Streuung der Investments und damit der Anwendung der modernen Portfoliotheorie nach *Harry M. Markowitz* erreicht („Don't put all eggs in one basket“).

Weiters ist es dem einzelnen Investor idR möglich, seine Anteile zu einem tagesaktuellen Kurs zurückzugeben.

Dem gegenüber zeichnet sich der geschlossene Immobilienfonds dadurch aus, dass er nach dem Einwerben des Eigenkapitals für einen definierten Zeitraum geschlossen wird und der Anleger erst im Zuge des Verkaufes den von ihm investierten Betrag zurückerhält. Hat er die Absicht, früher zu verkaufen, so ist dies meist nur im Kreise der Mitinvestoren unter Inkaufnahme von teils erheblichen Preisabschlägen möglich.

2.2.3. Immobilienaktiengesellschaften

Immobilienaktiengesellschaften (Immo-AG) zeichnen sich gegenüber offenen Immobilienfonds durch eine höhere Risikobereitschaft aus, die sich zB durch die Investition bzw Durchführung in bzw von Projektentwicklungen äußern kann. Das Ziel der Wertmaximierung steht im Vordergrund, da bei zunehmender Liquidität ein entsprechender Anlagedruck entsteht. Zur Vervollständigung sei an dieser Stelle der Unterschied zwischen der Beteiligung an einer Immo-AG und einem Immo-Fonds aufgegriffen. Während die Beteiligung an einer Immo-AG die Beteiligung an einem Unternehmen bedeutet und der **Wert der Aktie** durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage am Markt zustande kommt, so repräsentiert der Anteilswert eines Immobilienfonds bzw der Net Asset Value (innerer Wert) die Summe der realen Werte des Fonds, sprich der im Fonds gehaltenen bebauten und unbebauten Grundstücke, mit den Grundstücken verbundene Rechte, Mit- und Wohnungseigentum sowie der Anteil an Grundstücksgesellschaften.

2.2.4. Opportunity Funds

Opportunity Funds stellen das andere Ende des Spektrums dar, sie investieren gezielt in risikoreiche Anlagen bei einem hohen Fremdkapitalanteil und verfolgen unterschiedliche Strategien. So kann die Ausrichtung dieser Fonds in Richtung Non Performing Loans ebenso gehen wie in den gezielten Erwerb von großen Wohnungsportfolien, die danach filetiert und abverkauft werden.

2.3. Klassifizierung von Investments

Nach einer ersten groben Einteilung der Investorentypen wollen wir uns in einem nächsten Schritt die Klassifizierung von einzelnen Investments ansehen. Die INREV (European Association of Non-listed Real Estate Vehicles) hat in diesem Zusammenhang eine Klassifizierung in Core, Value Added und Opportunity vorgenommen¹; die vier Kriterien zur Unterscheidung der drei Klassen sind:

- Anteil an Investitionen ohne Einnahmen als Prozentsatz am Gesamtvermögen des Fonds,
- Zielrendite auf Basis der Einnahmen,
- Anteil an (Re-)Development als Prozentsatz des Gesamtvermögens des Fonds,
- maximaler Anteil an Fremdkapital.

Die wertmäßige Einordnung sehen Sie in nachstehender Tabelle.

Inrev Style Classification Parameter				
	Core ≤ 40%		Core > 40%	Value Added Opportunity
Zielanteil an investments ohne Beitrag zum Ertrag	≤ 15%		> 15% – ≤ 40%	> 40%
Anteil an Redvelopbedarf (in % des Bruttofondsvermögens)	≤ 5%		> 5% – ≤ 25%	> 25%
Anteil der Einnahmen aus laufenden Erträgen	≥ 60%		–	–
Maximaler LTV (in % des Bruttofondsvermögens)	≤ 40%	> 40%	> 40% – ≤ 60%	> 60%

Tab 1: Inrev Style Classification Parameter (Quelle: INREV – European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles)

Bemerkenswert in der Zuordnung eines Investments in der Klassifikation ist, dass sämtliche Kriterien für eine Klasse erfüllt werden müssen. Bei Überschreiten nur eines der Kriterien erfolgt die Klassifizierung nach der nächst höheren Stufe.

2.4. Klassifizierung der Investmentstrategien

Die Strategien der Investoren lassen sich nach *Rottke*² in Anlehnung an INREV in Core (CO), Value-Added (VA) und Opportunistic (OP)-Strategien unterteilen.

So sieht *Rottke* folgende Merkmale und deren Ausprägung für die jeweilige Strategie als wesentlich:

1 INREV STYLE CLASSIFICATION, Revised Version February 2012.

2 *Rottke* in *Schulte/Thomas* (Hrsg), Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement (2007), 47–54.

- Merkmale:
 - CO: hohe Diversifikation, marktgängige Nutzungsarten
 - VA: geringe Diversifikation, häufig Sanierungsaufwand
 - OP: alle Nutzungsarten möglich, hoher Investitionsbedarf
- Mieter:
 - CO: hohe Anzahl, gute Bonität, gestaffelte Erträge, Marktmieten
 - VA: geringe Anzahl mit hoher Bonität, Klumpenrisiko, Vermietung auf oder unter Marktniveau
 - OP: viele Mieter mit geringer Bonität, hohes Klumpenrisiko, Vermietung substantiell unter Marktniveau
- Markt:
 - CO: überregionale Märkte, regional nur mit USP, Top-Lage City/City-Rand
 - VA: B-Lagen in überregionalen Standorten, Top-Lagen in Mittelstädten
 - OP: B- und C-Lagen in überregionalen Standorten, mittlere Lagen in Mittelzentren
- Returns:
 - CO: laufende Einnahmen (>80 %), beschränktes Wertsteigerungspotential (<20 %)
 - VA: geringe laufende Einnahmen (40 %), Wertsteigerungspotential (60 %), mittlere Volatilität
 - OP: geringe laufende Einnahmen (<15 %), hohes Wertsteigerungspotential (>85 %)
- Kapitalstruktur:
 - CO: 0–60 % Leverage, eigenkapitalorientiert
 - VA: bis zu 70 % Fremdkapital
 - OP: hoher Leverage (>75 %), hohe Fremdbestimmung
- Eigentümerrolle:
 - CO: meist Eigentümer, Joint Venture nur bei hoher Komplexität
 - VA: hohe Fremdbestimmung durch Dritte
 - OP: Joint Ventures, Management mit hohem Anteil variabler Vergütung und Turn-around-Erfahrung
- Risikograd:
 - CO: gering
 - VA: höheres Risiko
 - OP: hohes Risiko
- Portfolio
 - CO: hoher Anteil Core, geringe Volatilität
 - VA: Core gemischt mit Non-Core, schwächere Mieterbasis, hohes Wertsteigerungspotential
 - OP: Non-Core-Immobilien, hohe Volatilität

2.5. Asset Allocation

Die in *Rottkes* Klassifizierung der Investmentstrategien angewandten Überlegungen lassen sich großteils auch für die Erstellung der sogenannten Asset Allocation anwenden. Die Asset Allocation gibt dem Investment Manager ein erstes Suchprofil für zu erwerbende Objekte. Ebenso wie für die Strategie gilt auch für die Asset Allocation, dass bei der Definition der Parameter und deren Ausprägung die Marktgängigkeit des so festgelegten Produktes zu hinterfragen ist. Es nützt nichts, wenn das Management der Investmentgesellschaft von ihrem Produkt überzeugt ist, jedoch keine Eigenmittel eingesammelt werden können, wenn potentielle Investoren nicht bereit sind, für das angebotene Produkt Mittel zur Verfügung zu stellen. Andererseits ist es aber auch die Aufgabe eines Investment Managers, seine Markterfahrung den vertriebsorientierten Organisationseinheiten des Unternehmens in geeigneter Weise zur Verfügung zu stellen, um zu einem entsprechend frühen Zeitpunkt im Immobilienzyklus ausreichend Mittel zur Investition zur Verfügung zu haben. Der frühzeitige, antizyklische Einstieg in den Markt ermöglicht es dann, das gesamte Potential der Aufwärtsbewegung mitzumachen und im Falle eines Exits auch zu realisieren.

2.5.1. Regionale Ausrichtung

Die Fragen, die an dieser Stelle zu beantworten sind, richten sich einerseits übergeordnet nach den Ländern, in denen Investitionen getätigt werden oder allenfalls Länderkombinationen, um uU ein länderübergreifendes Produkt einer Region anbieten zu können. Ebenso wird man sich die Frage nach den Märkten stellen müssen: Sollen es ausschließlich überregionale Märkte sein, soll eine Beimischung von regionalen Standorten erfolgen, wenn ja welche Mindestgröße sollen diese regionalen Standorte haben. Alleine der Vergleich zwischen Polen und der Tschechischen Republik zeigt die Unterschiede im Rahmen dieses Merkmales auf. So gibt es in Polen fünf Städte mit einer Einwohnerzahl größer 500.000 (Warschau, Krakau, Lodz, Breslau und Posen), während Brünn als zweitgrößte tschechische Stadt weniger als 400.000 Einwohner hat. Es ist unbestritten, dass es auch in Brünn interessante Investitionsmöglichkeiten gibt, die interessante Returns für den Anleger haben, jedoch sollte vor einem solchen Investment immer auch klar überlegt werden, wie ein möglicher Exit aus dem Engagement aussehen könnte und zu welchen Konditionen ein solcher möglich wäre.

Die mögliche Anzahl unterschiedlicher Länder wird unter 2.5.3. diskutiert.

2.5.2. Nutzungsart

Bei der Auswahl der Nutzungsart sind mehrere Kriterien zu betrachten. So spielt das Vorhandensein eines Marktes für einen späteren Wiederverkauf ebenso eine Rolle wie die Managementintensität der Nutzungsart, man denke an Hotels, Einkaufszentren oÄ und die dafür erforderlichen Kompetenzen im laufenden Betrieb.

Ebenso wird das Thema der **Drittverwendungsfähigkeit** in der Erstellung der Strategie und Asset Allocation eine Rolle spielen, der Umbau eines Wohnhauses in ein Büroobjekt oder umgekehrt ist denkbar, die Drittverwendungsfähigkeit einer Therme gestaltet sich demgegenüber schon schwieriger, entsprechend ist die Nutzungsart dem Investorentyp entsprechend festzulegen. Wird ein Mix von Nutzungsarten zB zur **Diversifizierung** des Risikos innerhalb des Portfolios angedacht, so erfolgt im Rahmen der Asset Allocation auch die Festlegung der jeweiligen Anteile.

Da der Fonds/das Investmentvehikel, für den/das die Asset Allocation definiert werden soll, auch Anforderungen an die laufende Ausschüttung und die Rendite über die gesamte Laufzeit meist IRR hat, ist auch der Einfluss der zu erzielenden Renditen der jeweiligen Nutzungsarten auf die Gesamrendite des Vehikels zu berücksichtigen.

Beispielhaft kann angeführt werden, dass es dem Sicherheitsbedürfnis eines Core-Investors sicherlich sehr entgegenkommen wird, wenn hauptsächlich zB in Wohnimmobilien in Wien investiert wird, bei einer IRR von unter 5 % auf Ebene des Objektes stellt sich die Frage, ob nach Abzug sämtlicher Fondskosten eine für den Anleger akzeptable Eigenkapitalrendite erwirtschaftbar ist.

2.5.3. Investmentvolumen

Das Investitionsvolumen des Fonds/Vehikels determiniert:

- Die Größe des einzelnen Investments,
- die Anzahl unterschiedlicher Märkte, in denen man die Investitionen durchführen wird.

Ausgehend davon, dass es das Ziel in der Zusammenstellung des Portfolios ist, entweder bei gegebener Risikobereitschaft des Investors eine maximale Rendite zu erwirtschaften oder bei gegebener Zielrendite ein minimales Risiko darzustellen, ist im Sinne *Markowitz* eine entsprechende Verteilung der zur Verfügung stehenden Mittel erforderlich.

2.5.3.1. Anzahl und Volumen der Einzelinvestments

Die Verteilung der Mittel auf einzelne Investments ist so zu wählen, dass der Einfluss eines einzelnen Investments auf das Gesamtportfolio nur überschaubare Auswirkungen hat. In der Praxis wird man bei einem **Investitionsvolumen** von beispielhaft EUR 500 Mio eine **Objektanzahl** von 9 bis 15 als Zielgröße festlegen. Dies bedeutet als Obergrenze pro Objekterwerb ca EUR 55 Mio und als Untergrenze ca EUR 33 Mio.

Im nächsten Schritt sollte der jeweilige Markt (die jeweiligen Märkte) betrachtet werden, in den investiert werden soll. Dabei sollte man sich folgende Fragen stellen:

Sind im betrachteten Markt Objekte in der von mir definierten Bandbreite zu finden?

Sollten Objekte im betrachteten Markt zu finden sein, so stellt sich die Frage, in welcher Anzahl sind diese im Markt vorhanden und welche bzw wie viele davon stehen potentiell für einen Erwerb zur Verfügung.

Sollten im Markt keine oder nicht ausreichend Objekte der angepeilten Größenordnung zur Verfügung stehen, so ist in einer zweiten Runde im Zuge der Definition der Asset Allocation zu diskutieren, ob der ins Auge gefasste Markt grundsätzlich weiterhin in Frage kommt, zB da anzunehmen ist, dass sich die Marktsituation im Verlauf der Investmentperiode ändern wird, oder ob der betrachtete Markt gänzlich ausscheidet.

Welche Immobilien sind im betrachteten Markt am gängigsten und passen diese in mein definiertes Suchprofil?

Sollten die im Markt gängigsten Immobilien eher am unteren Rand der **Investitionsbandbreite** zu finden sein, so kann man im gewählten Beispiel sicherlich eine Aufweitung der Bandbreite nach unten vornehmen. Kritisch zu hinterfragen ist eine Aufweitung nach oben, da damit die Gefahr eines Klumpenrisikos über die schiere Objektgröße wächst. Ebenso ist bei einem geringeren Gesamtinvestitionsvolumen des Vehikels auch zu betrachten, dass die Nebenkosten pro m² erworbener Fläche mit dem Kleinerwerden der Investitionsgröße pro Objekt steigen und so ein Objekt, das aus rein immobilienwirtschaftlicher Betrachtung ein attraktives Investment darstellt, durch die relativ höheren Nebenkosten des Erwerbes aus Fondssicht nicht mehr den erforderlichen Return erwirtschaftet.

Wer sind meine potentiellen Mitbewerber?

Die Kenntnis der Mitbewerber ist für das spätere Auftreten im Markt wesentlich. Es können über einen gezielten Vergleich der Stärken und Schwächen der Mitbewerber mit dem eigenen Unternehmen einerseits **Wettbewerbsvorteile** herausgearbeitet und gezielt genutzt werden, wie zB schnelle Entscheidungsfindung im eigenen Unternehmen vs langwierige Entscheidungsprozesse beim Mitbewerber, andererseits aber eigene Schwächen aufgezeigt werden. Das Bewusstmachen der eigenen Schwächen und deren Kenntnis ermöglicht in weiteren Verhandlungen das Umschiffen dieser Klippen und das Nutzen der eigenen Vorteile durch entsprechenden Einsatz in der Argumentation an geeigneter Stelle.

Wie viel wurde zwischen welchen Marktteilnehmern in der Vergangenheit transaktioniert?

Gerade in kleineren Märkten, sei es ob der Größe des Standortes selbst oder Überschaubarkeit der Anzahl der Objekte der ausgewählten Nutzungsart, ist es hilfreich, diese Frage zu stellen und sich die am Markt Tätigen anzusehen, um mögliche gewachsene Beziehungen zwischen diesen aufzuzeigen. Sollte es solche

Beziehungen zB zwischen Developern und Investoren aus der Vergangenheit geben, so sollte analysiert werden, ob diese noch andauern bzw wie es gelingen kann, diese aufzubrechen.

Wie viele Deals in welcher Größenordnung sind derzeit in der Pipeline?

Wird im Markt transaktioniert, wenn ja wo, welche Objekte in welchen Teilmärkten. Schaffe ich es noch, in diesen Teilmärkten innerhalb der gewählten Investmentperiode Objekte im Rahmen meiner Asset Allocation zu erwerben oder bleibt nach Abschluss der aktuellen Transaktionen im jeweiligen Markt (oder den Teilmärkten) noch Potential zum Erwerb.

Wie sieht die Pipeline möglicher Erwerbe über die für den Fonds angedachte Investmentperiode aus und um welche Art von Produkten handelt es sich?

Sollten sich keine passenden Produkte für Investments in den ausgewählten Teilmärkten finden, so stellt sich die Frage, ob der gewählte Investitionsstandort der richtige ist. Eine nochmalige Diskussion der Diversifikation nach Standorten ist erforderlich.

Wie ist die aktuelle Stellung des Investitionsmarktes im Immobilienzyklus?

Ist abzusehen oder zu erwarten, dass sich im Verlauf der gewählten Investmentperiode ein Marktfenster auftut, in das es sich zu investieren lohnt, zB im Sinne einer antizyklischen Vorgehensweise, so sollte die Reihenfolge der Investitionen in den unterschiedlichen Märkten entsprechend synchronisiert werden. Die zur Verfügung stehenden Mittel für die Investitionen sollten dabei ebenso in Betracht gezogen werden wie die vorhandenen personellen Kapazitäten (intern wie extern) zur Durchführung der Transaktionen. Sollte sich herausstellen, dass sämtliche in der Asset Allocation festgelegten Märkte die gleiche Zyklizität aufweisen, so sollte auch im Sinne einer diesbezüglichen Risikostreuung und -minimierung eine andere Marktkombination gewählt werden.

2.5.3.2. Anzahl der Märkte

So gut die Verteilung der einzelnen Objekte auf unterschiedliche Märkte ist, so hat sie hinsichtlich der praktischen Handhabbarkeit auch ihre Grenzen.

Unabhängig von unterschiedlichen Steuerregimen in den jeweiligen Standorten sollte darauf geachtet werden, eine kritische Masse an Fläche im jeweiligen Standort zu haben, um gegenüber den zum Betrieb erforderlichen Dienstleistern ein entsprechendes Gewicht zu haben, sollte der Dienstleister in mehreren Märkten vom Fonds beauftragt sein, so ist dieses Kriterium untergeordnet.

Für den Fall unterschiedlicher Steuerregime gilt es, ähnlich wie unter 2.5.3.1., eine Betrachtung hinsichtlich der einmaligen und laufenden Kosten anzustellen. So

lohnt es erfahrungsgemäß erst ab einer Größenordnung von ca EUR 40–60 Mio, in einem weiteren Land zu investieren. Der Grund liegt in den Kosten des Aufbaus und Betriebes einer Struktur für die rechtliche und steuerliche Beratung sowie der laufenden Abrechnung der Investments des Marktes.

2.5.4. Ankaufsstruktur

Der Ankauf der Immobilie kann entweder direkt in Form eines Asset Deals oder indirekt über den Ankauf der Eigentumsgesellschaft, in welcher sich das Objekt befindet, erfolgen.

2.5.4.1. Asset Deal

Der Asset Deal führt zu einer Änderung des grundbücherlichen Eigentümers und löst idR neben den Kosten für die Due Diligence auch Gebühren für die Grundbucheintragung, die Grunderwerbsteuer (siehe 7.6.3.1.) bzw Kosten für die damit befassten Dienstleister (Notar, Rechtsanwalt) aus.

2.5.4.2. Share Deal

Der Share Deal stellt den Erwerb von (100 %) Unternehmensanteilen an der Eigentumsgesellschaft dar, der grundbücherliche Eigentümer bleibt in Form der Eigentumsgesellschaft gleich, jedoch ändern sich die Gesellschafter; die vorzunehmende Änderung findet entsprechend im Firmenbuch/Handelsregister statt. Die Gebühren der öffentlichen Hand stehen beim Share Deal in keinem Verhältnis zu jenen bei einem Asset Deal, jedoch sind die Kosten der Due Diligence höher anzusetzen, da zur Darstellung der eigentums- und vermögensrechtlichen Situation der zu erwerbenden Gesellschaft sowohl eine erweiterte rechtliche als auch umfangreiche steuerliche Due Diligence erforderlich ist (siehe 7.5.3. sowie 7.5.4.2.).

In beiden Fällen ist der **Übergang des Eigentums** des Objektes bzw der Anteile an der Objektgesellschaft in einem sehr engen zeitlichen Zusammenhang mit der Kaufprüfung und den Vertragsverhandlungen und deren Abschluss zu sehen.

2.5.4.3. Möglichkeiten des Erwerbs von Immobilien

Die beiden dargestellten Erwerbsarten können aber auch in der Form eines sogenannten **Forward Deals** erfolgen. In diesem Fall schließen Verkäufer und Käufer zu einem sehr frühen Zeitpunkt im Lebenszyklus der Immobilie, meist nach der Grundstückssicherung und der Produktdefinition, einen Vertrag über den Erwerb des Objektes oder der Objektgesellschaft ab.

Besonders vor oder zu Beginn von Phasen, in denen das Interesse an einem Markt wächst, kann es sinnvoll sein, diese Form des Erwerbes zu wählen.

Der Investor erhält die Möglichkeit, zu einem sehr frühen Zeitpunkt ein Objekt zu erwerben, idR sind die Konditionen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses

günstiger als zum Zeitpunkt der **Übernahme des Objektes**. Es kann also – unter der Annahme, dass sich der Markt positiv entwickelt – das Objekt zu Konditionen eingebucht werden, die es dann am Markt nicht mehr gibt.

Für den Verkäufer ergibt sich der Vorteil, dass er einen **definierten Exit** am Ende des Wertschöpfungsabschnittes, in dem er seine Kernkompetenz hat, vorweisen kann. Dies ermöglicht ihm, sofern der Käufer reputierlich und bonitätsstark ist, vergleichsweise günstigere Finanzierungsbedingungen zu erhalten, da die Rückführung der Finanzierung der Bauphase durch den Exit abgesichert ist.

Um für beide Partner ein zufriedenstellendes Ergebnis zu erreichen, sollten im Rahmen des Vertrages zum Forward Deal (Forward Purchase Agreement) folgende wesentliche Eckpunkte für eine Übernahme des Objektes durch den Käufer geregelt werden:

- Objektausprägungen (BGF, vermietbare Flächen etc),
- Objektqualitäten (zB Doppelboden, abgehängte Decken, Standard nach Leed o.Ä),
- Struktur des zukünftigen Mieterbesatzes nach der Größe (größter Mieter max X % der Fläche bzw der Mieteinnahmen),
- Struktur des Mieterbesatzes nach der Bonität (Rating < y nach),
- Struktur des Mieterbesatzes nach Branche (in Bezug auf Einkaufszentren ist es zwingend erforderlich, diese Struktur detailliert zu definieren, bei Bürogebäuden ist es ausreichend, eine Definition zu finden, die gewährleistet, kein Branchenrisiko seitens des Mietermixes aufzubauen); hierbei gilt es insbesondere, die Struktur der zukünftigen Mieter, größter Mieter max X % der Fläche/der zu erwartenden Mieteinnahmen, zu berücksichtigen,
- Bandbreite der Mieten (Mindestmiete, Maximalmiete, uU gestaffelt nach Lage im Objekt),
- Laufzeit der Mietverträge (es sollte darauf geachtet werden, dass das Auslaufen der Mietverträge gestaffelt ist) und eventuelle Breakage Options und deren Bedingungen,
- Definition, unter welchen Kriterien ein Mietvertrag als abgeschlossen gilt (Mieter hat Mietgegenstand übernommen, Kautionswurde hinterlegt, erste Miete wurde bezahlt usw),
- Indexierung der Mietverträge und etwaige Schwellen und Hebel bei der Anwendung der Indexierung,
- Art und Ausmaß der Incentives (mietfreie Zeiten, *fit out contributions*),
- Währung, in welcher die Mieteinnahmen und/oder die Betriebskosten denominated werden sollen,
- Übergabezeitpunkt/-raum,
- Voraussetzungen für eine Übernahmeverpflichtung (zB behördliche Abnahme, Vermietungsgrad zum Übergabezeitpunkt > X %),
- Definition eines Zinssatzes, mit dem die vertraglich vereinbarten Mieteinnahmen kapitalisiert werden sollen, am besten unter Abzug der mietfreien Zeiten,

2. Identifikation geeigneter Immobilien

- Definition der Nachvermietungsperiode, in der der Verkäufer noch selbst vermieten kann,
- Festlegung eines Preises, zu dem die nach Ablauf der Nachvermietungsperiode unvermieteten Flächen abgelöst werden,
- Festlegung eines Prozedere, falls die vereinbarten Erfordernisse von einer der Parteien nicht eingehalten werden.

Die einzelnen Punkte im Rahmen des Forward Purchase Agreements sind auf die jeweilige Erwerbssituation abzustellen. Es empfiehlt sich in jedem Fall, eine Liste der aus Sicht der jeweiligen Partei erforderlichen Punkte anzulegen, zu definieren, welche Punkte davon als klassische k.o.-Kriterien zu werten sind, welche Punkte „must have“-Charakter haben und welche als „nice to have“ zu betrachten sind.

2.5.5. Vermietungssituation

Im Rahmen der Definition der Asset Allocation sollte auch die Vermietungsstruktur der Gebäude festgelegt werden, so gilt es die Entscheidung zu treffen, ob der Fokus der Investitionen auf Single-Tenant-Objekte oder Multi-Tenant-Objekte gelegt werden soll.

Objekte mit nur einem Mieter haben unbestritten den Vorteil des überschaubaren Aufwandes im Rahmen des Asset und Property Managements, stellen aber aus mehreren Gründen ein erhöhtes Risiko für den Investor dar. So befindet sich der Mieter gegen Ende der Mietvertragslaufzeit in einer vergleichsweise stärkeren Position dem Vermieter gegenüber und wird idR nur bei entsprechenden Zugeständnissen hinsichtlich mietfreier Zeiten, Renovierung der vorhandenen Flächen uÄ bereit sein, einer Verlängerung des Mietvertrages zustimmen. Diese Kosten werden auch für den Fall einer Vermietung an Dritte auftreten, jedoch wird beim Eintritt mehrerer Dritter in ein Mietverhältnis kein Klumpenrisiko gebildet.

Weiters sollte im Rahmen der Vermietungsstruktur auch festgelegt werden, wie Branchenmix und Bonitätssituation der Mieter auszusehen haben, siehe oben 2.5.4.3.

Ein weiteres Kriterium bei der Definition des Fokus auf auszuwählende Objekte sollte der Auslauf der Mietverträge sein. Grundsätzlich stellt ein gut verteilter Auslauf der Mietverträge eine gute Risikoallokation dar, jedoch ist dieser immer im Kontext mit anderen Faktoren zu sehen. So sollten die Ausläufe der Mietverträge im Zusammenhang mit der dann zu erwartenden Vermietungsmarktsituation gesehen werden, ein Auslaufen in einem Tief des Marktes ist uU negativer zu sehen als ein Auslaufen eines Großteils der Mietverträge in einem zu erwartenden Markthoch. Das Auslaufen zum Markttief sollte aber kein k.o.-Kriterium für den Ankauf sein, da dies mit einem aktivem Asset Management über rechtzeitige Verlängerungen der betroffenen Mietverträge ausgeglichen werden kann.

2.5.6. Standortanforderung

Im Rahmen der Standortanforderungen werden die Kriterien für die Erreichbarkeit des Objektes definiert, wie zB Anbindung an den öffentlichen Personennahverkehr, das übergeordnete Straßennetz. Muss das Investment im Central Business District gelegen sein oder kann es auch ein etablierter Standort in einem Subzentrum sein.

2.5.7. Objektanforderung

Die Anforderung an Objekte steht im engen Zusammenhang mit dem Investorentyp und dessen Risikofreudigkeit und Renditeerwartung. Jedenfalls definiert werden sollte die Qualität des Objektes in der Form, ob es sich zB um ein **Class A Objekt** handeln sollte. Im Zuge jährlich über dem Verbraucherpreisindex steigenden Energiekosten spielt die Energieeffizienz eines Objektes und damit auch der Anteil der Betriebskosten an den Gesamtmietkosten eine wesentliche Rolle. Damit im weiteren Zusammenhang ist auch die steigende Anforderung von Investoren an die Zertifizierung von Gebäuden nach internationalen Standards wie DGNB, LEED oder BREAM zu sehen. Ist die Drittverwendungsfähigkeit ein Ankaufskriterium und gibt es für meine Objektauswahl besondere Kriterien hinsichtlich der strukturellen Gestaltung der Zielobjekte.

- Wie lange man investiert sein möchte (am jeweiligen Standort bzw im jeweiligen Objekt),
- Auswahl der Länder, Objekte (Qualität, Alter usw) Standorte, (Zentren, Subzentren), Besatz der Objekte (wer ist und wer soll Mieter sein, Single vs Multi Tenant), Laufzeiten der MV,
- ein oder mehrere Objekte, Lotsize, Investmentperiod, Investmentvehikel (direkt, indirekt, Asset Share).

2.5.8. Transaktionsgrößen

Die Größe der Transaktion kann einerseits durch die einzelne Immobilie selbst oder durch die Summe der im Rahmen einer Transaktion zu verkaufenden Immobilien bestimmt sein. Von der Einzimmerwohnung im fünfstelligen Eurobereich bis zum mehrere Milliarden umfassenden Verkauf ganzer Portfolien.

Die **Kosten der Transaktion** sind zu einem Teil als sprunghafte Kosten zu sehen, die nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit der Transaktionsgröße im Verhältnis stehen. Während die Kosten für die rechtliche Beratung im Rahmen des Ankaufs eines Objektes im Wert von EUR 10 Mio sich nicht erheblich von jenen eines Objektes im Wert von EUR 20 Mio unterscheiden – sofern die Struktur des rechtlichen Hintergrundes ähnlich ist –, so haben zB die Anzahl der zu prüfenden Mietverträge oder etwaige vorhandene Baurechtsverträge einen erheblich größeren Einfluss auf diese Kosten. Insofern kann festgehalten werden, dass tendenziell

der Anteil der Erwerbsnebenkosten bei kleineren Objekten größer ist als bei größeren Objekten und somit wesentlichen Einfluss auf den Gesamterfolg der Investition hat, da idR die Nebenkosten aktiviert werden und über einen Zeitraum von zB 10 Jahren abgeschrieben werden. Diese Aktivierung der Nebenkosten im Jahr der Anschaffung hilft zwar im ersten Jahr das laufende Ergebnis der Objektgesellschaft nicht allzu negativ ausfallen zu lassen, mindert aber gleichermaßen das Ergebnis über den Abschreibungszeitraum.

Die anteilig höheren Nebenkosten bei kleineren Objekten führen letztendlich auch dazu, dass diese im Vergleich zu größeren Objekten – economies of scale – uU erst zu einem späteren Zeitpunkt wieder verkauft werden können, da diese Objekte eine höhere Amortisationsdauer aufweisen, es dauert länger, die Nebenkosten über die Indexierung der Mieten oder eine **yield compression** zurückzuverdienen. Im ungünstigsten Fall gelingt es nicht, so es gewünscht ist, das Objekt im ersten Zyklus nach dem Erwerb wieder zu verkaufen.

Unmittelbar mit dem Volumen der Transaktion verbunden sind die Kosten der Kaufprüfung und der Umfang der zu prüfenden Objekte: Es ergibt sich daher die Fragestellung, im Falle des Erwerbs größerer Portfolios oder von Immobilien mit gleichartigen Einheiten (wie beispielsweise Wohnhäusern, Hotel- und Ferienanlagen), ob eine Einzelprüfung oder eine Stichprobenprüfung mit anschließender Hochrechnung des Wertes anzuwenden sei.

Bei Immobilien mit gleichartigen Einheiten bietet sich per se der Ansatz des Vergleichswertverfahrens an, um den Gesamtwert des Objektes, des Portfolios zu ermitteln; die Herausforderung wird in der Auswahl und Festlegung des/der zu vergleichenden Samples liegen.

Im Falle der Transaktion größerer gemischter Portfolios oder aber auch im Falle der Anforderung einer Bewertung zu bilanziellen Zwecken wie zB IAS 40 wird es aufgrund des zeitlichen und finanziellen Aufwandes einer Einzelprüfung/Einzelbewertung der Objekte zu einer **Portfoliobewertung** kommen müssen. Hier wird nach der Bildung von Clustern gleicher Bewertungseinheiten die Bewertung einer repräsentativen Stichprobe erfolgen und der Wert des jeweiligen Clusters aus dem Wert der Stichprobe hochgerechnet. Die Summe der Werte aller Cluster bildet den Wert des Portfolios unter Berücksichtigung einer Varianz des so erhaltenen Ergebnisses, die ihren Niederschlag letztlich in der Preisbildung erfahren wird.

Zum Abschluss der Betrachtung der Transaktionsgrößen sei noch auf das Instrument von Portfolio Zu- und Abschlägen verwiesen. Diese sind Komponenten der Kaufpreisbildung, die idR in der Nähe der Maxima und Minima des Marktzyklus auftreten. Handelt es sich um die Nähe zu einem Maximum des Zyklus, vor dem Erreichen desselben und damit um einen klassischen Verkäufermarkt, so wird seitens der Verkäufer ein Portfoliozuschlag auf den Wert des Portfolios ins

Spiel gebracht. Die Begründung des Verkäufers baut auf die Argumentation, dass man als Käufer die Chance hat, mit nur einem Deal eine größere Anzahl an Objekten im Rahmen eines Kaufvorganges und eines Vertrages zu erwerben und somit hinsichtlich der Faktoren Zeit und Kosten einen Vorteil als Käufer hat, der sich im Preis widerspiegeln sollte. Der argumentierte zeitliche Vorteil liegt darin, dass man sich in einem sich positiv entwickelnden Marktumfeld befindet und der Kauf zu einem späteren Zeitpunkt daher auch einen höheren Preis mit sich bringen würde.

Im fallenden Markt auf dem Weg zum Minimum des Zyklus und damit in der Situation des klassischen Käufermarktes ist die Argumentation genau umgekehrt. Aus Sicht des Käufers hat der Verkäufer die Möglichkeit mit geringerem Aufwand, im Vergleich zu einem Einzelverkauf, jetzt seine Objekte zu einem Preis verkaufen, den er im fallenden Markt zu einem späteren Zeitpunkt nicht mehr erzielen könnte. Daher wird seitens des Käufers ein Portfolioabschluss auf dem Weg vom Wert zum Preis ins Treffen geführt.

2.5.9. Länder

Unterschiedliche Märkte unterliegen unterschiedlichen Zyklen, dies gilt sowohl für die Betrachtung der Märkte in Bezug auf Nutzungsarten als auch für unterschiedliche Regionen und Länder.

In Bezug auf Regionen und Länder ist der Immobilienzyklus sehr stark von der Reife des jeweiligen Marktes abhängig, umgekehrt lässt sich die Reife eines Marktes an den Ausprägungen des Zyklus ablesen.

Je reifer ein Markt ist umso sensibler, dh schneller und extremer, reagiert er auf Veränderungen des Umfeldes. Als Beispiel sei der Londoner Immobilienmarkt erwähnt. Während der Phase des Booms vor der Krise des ausgehenden ersten Jahrzehntes lagen die **Ankaufsrenditen** im Schnitt im Bereich zwischen 4 und 5 % und stiegen im Verlauf der Krise auf bis zu über 7 %, was im Falle des Kaufes im Hoch und eines Verkaufes im Tief und unter der Annahme eines Leverage von 50 %, einer De-facto-Vernichtung des Eigenkapitals gleichkommen würde. In der Zwischenzeit sind die Renditen im Verlauf des Zeitraumes bis Mitte 2012 wieder auf ein Niveau von rund 4,5 % gefallen, die Preise haben dementsprechend wieder angezogen.

Vorangestellte Betrachtung und Überlegung ist sicherlich plakativ und berücksichtigt nicht den Einfluss des over- und underrents von Mietverträgen und deren Auslauf im Vergleich zum Marktzyklus, führen aber doch vor Augen, wie essentiell der richtige Zeitpunkt des Ein- und Ausstiegs ist.

Die Reife des Marktes und seine Sensibilität hängen somit wesentlich von der Einschätzung der jeweiligen Marktteilnehmer ab und deren Bereitschaft, schnell

und angemessen zu reagieren. Auch an den jeweiligen Finanzierungskonditionen bzw Aufschlägen auf den Euribor bei Investments in den unterschiedlichen Ländern ist die Reife des Marktes kombiniert mit dem Vertrauen in den Markt zu sehen.

So wie es innerhalb einzelner Märkte zu einem absoluten Auseinanderdriften zwischen A- und B-Lagen gekommen ist, die teilweise soweit führt, dass Objekte in B-Lagen selbst über massive Preisreduktion keine Käufer finden, so gilt dies auch zwischen einzelnen Ländern und Regionen. Wurden vor der Krise die Länder im CEE-Raum als ein wachsender Wirtschaftsraum gesehen, so wird mittlerweile nicht nur zwischen Zentraleuropa und Süd-Ost-Europa unterschieden, sondern auch zwischen den einzelnen Ländern. Während Polen und hier im Besonderen Warschau CBD von ausländischen, zumeist deutschen, Investoren gestürmt werden, nehmen die Transaktions- und Investitionsaktivitäten von Polen über Tschechien und die Slowakei ab, um in Ungarn, mit wenigen Ausnahmen, gänzlich zum Erliegen zu kommen. Ebenso leidet der Süd-Ost-Europäische Raum an äußerst geringen Aktivitäten.

Anhand der Betrachtung der aktuellen Situation lässt sich betreffend der Auswahl der Länder, in denen investiert werden soll, Folgendes ableiten:

- Je reifer ein Markt ist, umso eher lassen sich getätigte Investments auch wieder verkaufen.
- Je reifer ein Markt ist, umso wichtiger ist schnelles Entscheiden und Handeln, um zum richtigen Zeitpunkt zu investieren.
- Je weniger reif ein Markt ist, umso höher sind die Ankaufsrenditen.
- Je weniger reif ein Markt ist, umso weniger bereit werden konservative Investoren sein, in diesen zu investieren.
- Je weniger reif der Markt ist, umso höher werden die Kosten der Finanzierung sein.
- Je höher die Kosten der Finanzierung, umso geringer fällt die Differenz zur Anfangsrendite aus → umso geringer ist der Puffer über den weitere Verschlechterungen im Markt aufgefangen werden könnten.
- Bei gleichem Betrag der Differenz zwischen Anfangsrendite und Höhe der Zinsen der Finanzierung werden konservative Investoren in jene Märkte investieren, deren Anfangsrenditen geringer sind, also in reife Märkte.

2.5.10. Erwerbszeitpunkte

Für Immobilieninvestitionen gilt ebenso wie für alle anderen Investments der altbekannte Grundsatz „buy low, sell high“. Die einzige Schwierigkeit dabei ist es, den richtigen Zeitpunkt zu ermitteln. Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass für Core-Investments eine antizyklische Strategie der wesentliche Schlüssel zum Erfolg ist.

Die dem **Core-Investment** innewohnende Stabilität führt zu einer sehr geringen Volatilität im Verlauf des Zyklus, sodass es kaum Möglichkeiten gibt, Fehler im Rahmen der Auswahl des Erwerbszeitpunktes wettzumachen.

Anhand der beiden wesentlichen Werttreiber Miete und Ankaufsrendite lässt sich das sehr einfach nachvollziehen.

Wurde zyklisch gekauft heißt dies idR, dass zu einer sehr geringen Ankaufsrendite gekauft wurde, im Durchlaufen des weiteren Zyklus ist somit die Wahrscheinlichkeit einer yield decompression wesentlich höher als jene einer yield compression. Eine Abwertung der Immobilie, unter der Annahme eines stabilen Cashflows, durch den Markt ist also wahrscheinlicher als eine Aufwertung. Der Ausgleich eines sinkenden Marktwertes kann also nur über steigende Mieten erfolgen, diese sind jedoch nur wahrscheinlich, wenn die Mietsituation zum Erwerbszeitpunkt einen unter rent aufweist, dieser nicht oder nur zum Teil eingepreist wurde und die Verlängerung dieser Verträge in einer Phase erfolgt, in der die Marktmieten über den Vertragsmieten liegen. Ein weiteres Szenario wäre, dass die Indexierung bestehender Mieten höher als im langjährigen Durchschnitt ausfällt, was üblicherweise einen starken Anstieg des Verbraucherpreisindex voraussetzt, und bedingt, dass die Mieter wirtschaftlich in der Lage sind, diesen Anstieg der Miete zu verkraften. Alles in allem betrachtet eine Situation, die nur wenig Raum für Erfolg lässt.

Zieht man nun in Betracht, dass die durchschnittliche Indexierung in einem 20-jährigen Betrachtungszeitraum in der Bandbreite zwischen 1,6 und 1,8 % liegt, und rechnet man die so erhaltene Änderung in eine Änderung der Ankaufsrendite um, so würde der gleiche Effekt erzielt, wenn die Ankaufsrendite von zB 5 % auf 5,09 % (Indexierung 1,8 %) steigen würde.

Aus Vorgesagtem ist auch abzuleiten, dass die Dauer des Investments wesentlich vom Erwerbszeitpunkt im Zyklus des Marktes abhängt und in der Asset Allocation berücksichtigt werden sollte.