

Working Paper No. 2005-02

**Private Equity –
Funktion und Bedeutung einer Anlageklasse**

Version: November 2005

**ANN-KRISTIN ACHLEITNER
NIKLAS WAGNER**

WORKING PAPER SERIES



**Center for Entrepreneurial and
Financial Studies**



Real Estate Private Equity - Funktion und Bedeutung einer Anlageklasse

Ann-Kristin Achleitner^{1,2 *}
Technische Universität München

Niklas Wagner^{1,3}
Technische Universität München

November 2005

- ¹ Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), TUM Business School, Technische Universität München, 80290 Munich, Germany
- ² KfW-Chair in Entrepreneurial Finance, TUM Business School, Technische Universität München, 80333 Munich, Germany
- ³ Department for Financial Management and Capital Markets, TUM Business School, Technische Universität München, 80290 Munich, Germany

* Corresponding author:
Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)
TUM Business School | Technische Universität München
Arcisstr. 21 | 80333 München
Tel: +49.(0)89-289-25181 | Fax: +49.(0)89-289-25188
E-Mail: Ann-Kristin.Achleitner@wi.tum.de

Real Estate Private Equity - Funktion und Bedeutung einer Anlageklasse

Abstract

Real-Estate-Private-Equity (REPE)-Finanzierungen haben sich in den Vereinigten Staaten beginnend Ende der achtziger Jahre bis Ende der neunziger Jahre zu einer bedeutenden Finanzierungsform für Immobilienprojekte entwickelt. Investoren haben jüngst auch im deutschen Immobilienmarkt großvolumige Private-Equity-Transaktionen durchgeführt. Gleichzeitig entdecken institutionelle Anleger zunehmend Private Equity als Anlagealternative. Der vorliegende Beitrag stellt das Konzept von REPE-Fonds im Überblick dar und diskutiert, inwiefern diese als eigenständige Anlageklasse für institutionelle Anleger betrachtet werden können.

JEL classification: -

Keywords: **Immobilienfinanzierung, Opportunity Fonds, Opportunistic Fonds, Risikokapital, Private-Equity-Finanzierungen, Asset Management, Alternative Investments**

I. Einleitung und Überblick

Finanzierungen durch Private Equity sind in Deutschland mittlerweile zu einer gängigen Praxis für junge und andere privat gehaltene Unternehmen geworden. So ist beispielsweise von jenen Unternehmen, die für die Jahre 2005 und 2006 für einen Börsengang in Betracht gezogen wurden, rund die Hälfte vorab mit Private Equity finanziert worden. Dabei gilt zu berücksichtigen, dass Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften in der Regel neben dem Börsengang überwiegend den direkten Verkauf von Portfoliounternehmen an andere Unternehmen wählen. Nach dem bis zum Jahr 2000 anhaltenden „New-Economy“-Boom in der Technologiebranche wurde Private Equity in der jüngeren Vergangenheit in Deutschland zunehmend auch als Finanzierungsform für traditionelle Branchen üblich. Dabei erlangte zuletzt speziell auch die Finanzierung von Immobilienprojekten und Immobilienportfolios erhöhte Bedeutung.

Hierdurch entstand die Private-Equity-Immobilien-Finanzierung, so genanntes „Real Estate Private Equity“ (REPE)¹. Mit Rottke ist im Folgenden unter REPE Beteiligungskapital zu verstehen, dass „externe Investoren mit meist hohem Fremdkapitalhebel für kurz- bis mittelfristige Investitionen zur Verfügung stellen. Bei Bedarf wird aktive Managementunterstützung geleistet“.²

REPE ist in den Vereinigten Staaten seit Ende der achtziger Jahre bekannt. Ursprünglich dienten dort REPE-Fonds als innovatives Finanzierungsvehikel für den Immobilienbereich, der - aufgrund der damaligen Krise im Finanzsektor („Savings & Loans“-Krise) und der dadurch bedingten Knappheit an Fremdkapital - dringend Eigenkapital benötigte.³ Seit Mitte der neunziger Jahre entwickelte sich REPE dann mit eindrucksvoller Geschwindigkeit weiter und wurde zu einer bedeutenden Finanzierungsform im U.S.-Immobilienbereich. Nach einer Erhebung der Pension Consulting Alliance ist das bewilligte REPE-Eigenkapital von 2 Mrd. U.S.-Dollar im Jahr 1991 auf 125 Mrd. U.S.-Dollar im Jahr 2004 angestiegen.

Dieser Erfolg wurde zuletzt insbesondere durch so genannte „Opportunistic-Real-Estate-Private-Equity“-Fonds (auch als „Opportunity“-Fonds bezeichnet) getragen.⁴ Einer Studie von Ernst & Young (2002) zufolge, die auf der Auswertung einer Stichprobe von 145 Fonds im Zeitraum von 1988 bis 2001 basiert, ist der Anteil des

¹ Im angelsächsischen Sprachgebrauch ist häufig auch der Begriff „Private Equity Real Estate“ (PERE) zu finden. Das hier verwendete Synonym „Real Estate Private Equity“ (REPE) ist allerdings etwas häufiger anzutreffen.

² Rottke (2003).

³ Mit die ersten REPE-Fonds waren der Zell-Merrill I Fonds im Jahr 1988 und der Whitehall I Fonds von Goldman Sachs im Jahr 1991.

⁴ Vgl. z.B. Fruchtbom (2005). Opportunistic Fonds zeichnen sich durch ein hohes Risiko/Renditeerwartungs-Profil, einen hohen Fremdkapitaleinsatz von über 50% sowie durch eine kurze Haltedauer (in der Regel unter drei Jahre) aus. Neben Opportunistic Fonds sind Value-Added und Core Fonds dem REPE zuzuordnen; vgl. z.B. Cowley (2004) und Rottke (2004 a, b). REPE ist eine von mehreren Eigenkapitalinnovationen. Seit den neunziger Jahren sind am U.S.-Immobilienmarkt weitere neue Formen der Eigenkapital- und der gemischten Finanzierung (Mezzanine-Finanzierungen) zu beobachten. Für einen Überblick vgl. z.B. Muldavin (2001). In Deutschland haben sich bislang Projektfinanzierungen, Mortgage-Backed Securities und Structured-Finance-Konzepte als innovative Finanzierungsformen etabliert. Ferner sind Genussscheine, Property Securitisation, REITs und Grundstück-Investment-AG's zu nennen. Für Details hierzu siehe Schulte, Achleitner, Schäfers und Knobloch (2002) Teil II.B und Teil VII.

bewilligten Eigenkapital der Fonds, welches nicht in den U.S.A. investiert wird, bis 2001 auf einen Anteil von 60% gestiegen. Der Anteil von Opportunistic-Real-Estate-Investitionen am gesamten U.S.-Private-Equity-Markt im Jahr 2004 wird bereits auf 7% geschätzt. Dabei ist die Popularität der Fonds weiter steigend und ihre Ausrichtung zunehmend international.⁵

Ausgehend von der Entwicklung in den U.S.A. haben sich REPE-Finanzierungen mittlerweile auch in Europa etabliert. Seit 1996 ist das Finanzierungsvolumen nach einer Erhebung der European Association of Investors mit über 50% jährlich gewachsen, wobei Ende 2004 eine Zahl von 54 Opportunity-Fonds ein Vermögen von rund 37,5 Mrd. Euro verwaltete.⁶

In Deutschland hat die Bedeutung der Finanzierungen durch Private Equity in den letzten Jahren zu einem wachsenden Interesse auch in der Immobilienwirtschaft geführt. Dies entspricht einem allgemein festzustellenden Trend von der traditionellen Immobilienfinanzierung hin zum Immobilien Investment-Banking.⁷

Während allerdings ausländische Investoren jüngst auch am deutschen Immobilienmarkt großvolumige Private-Equity-Transaktionen durchgeführt haben, befinden sich heimische Marktteilnehmer im Vergleich zur klassischen Private-Equity-Finanzierung bei der Anwendung von REPE-Finanzierungen noch in der Anfangsphase. Einen internen Anstoß könnten hier - ähnlich wie in den U.S.A. Ende der achtziger Jahre - die sinkende Finanzierungsbereitschaft der Banken und die durch den Basel II-Akkord bedingte teilweise Verteuerung von Immobilienkrediten geben. Durch den externen Markteintritt sowie durch marktinterne Veränderungen in der Immobilienfinanzierung erlangt das Thema Private-Equity-Immobilienfinanzierung damit hohe Relevanz. Dies betrifft insbesondere auch den Bereich der Immobilien-Projektentwicklung in Deutschland.

Im vorliegenden Beitrag wird in Kapitel II. zunächst ein Einblick in das Finanzierungsmodell der REPE-Fonds gegeben. Anschließend werden mögliche Strategien des Fondsmanagements vorgestellt. In Kapitel III. werden REPE-Fonds aus der Perspektive institutioneller Anleger diskutiert. Es wird der Frage nachgegangen, ob sich eine Anlage in REPE anbietet und aus welchen Gründen dies der Fall ist. Kapitel IV. gibt einen Ausblick zur Bedeutung von REPE und zu möglichen zukünftigen Entwicklungstrends.

II. Finanzierungsmodell und Strategien der Private-Equity-Real-Estate-Fonds

In diesem Abschnitt werden das Finanzierungsmodell und die möglichen Strategien der Private-Equity-Real-Estate-Fonds im Überblick dargelegt. Es erfolgt dabei eine spezielle Betrachtung von REPE im engeren Sinne, d.h. eine Betrachtung vornehmlich für die bedeutende Klasse der Opportunistic-REPE-Fonds. Kennzeichen der Fonds sind damit ein hohes Risiko sowie eine hohe Renditeerwartung, ein hoher

⁵ Die globale Bedeutung von REPE wird z.B. in den Beiträgen von Fickes (2001), Linneman (2002), Ernst & Young (2002) und Frey (2002) betont.

⁶ Einen Überblick zu den Begebenheiten von REPE-Finanzierungen in Europa findet sich z.B. in Thissen (2001), Brown (2003) und in Larkin, Babin und Rose (2003).

⁷ Vgl. dazu auch die Beiträge in Schulte, Achleitner, Schäfers und Knobloch (2002).

Fremdkapitaleinsatz und eine relativ kurze durchschnittliche Haltedauer im Immobilienportfolio.

II.1 Struktur von Private-Equity-Real-Estate-Fonds

Die bevorzugte Rechtsform von REPE-Fonds ist die Limited Partnership.⁸ Die Gesellschaft ist vergleichbar mit der Kommanditgesellschaft nach deutschem Gesellschaftsrecht. Dabei ist allerdings der Beendigungstermin des Fonds und damit der Gesellschaft oftmals im Gesellschaftsvertrag geregelt. An der Gesellschaft sind zwei Arten von Gesellschaftern (Partner) beteiligt. Der oder die General Partner (oder ‚Sponsors‘) halten einen signifikanten Eigenkapitalanteil der Gesellschaft und sind mit dem Management des Fondsvermögens beauftragt. Ihre Haftung ist unbeschränkt. General Partner haben auch deshalb eine hohe Bedeutung für die Gesellschaft, da ihr Rücktritt oder Ausfall möglicherweise die Auflösung der Gesellschaft bedingt. Die zweite Kategorie der Gesellschafter sind die Limited Partner. Diese stellen in der Regel den überwiegenden Teil des Eigenkapitals. Ihre Haftung ist auf die Höhe ihres Eigenkapitalanteils beschränkt. Limited Partner (oder ‚Investors‘) besitzen (in der Regel schwache) Kontrollrechte bezüglich des Managements durch den oder die General Partner.

Die Limited Partnership bietet einen wichtigen Vorteil bei der steuerlichen Gestaltung von REPE-Fonds, der in der Vermeidung von Gesellschaftssteuern liegt. Falls Gesellschaftssteuern nicht anrechenbar sind, was oftmals der Fall ist, gehen diese verloren. Dagegen unterliegt die Limited Partnership als Personengesellschaft der direkten Besteuerung der Partner, nicht der Gesellschaft. Somit wird eine mögliche Doppelbesteuerung vermieden.

Das Finanzierungsmodell von REPE-Fonds durch Private-Equity-Finanzierung und Bankschulden ist in Abbildung 1 schematisiert. General Partner und Limited Partner finanzieren den REPE-Fonds mit Eigenkapital. Das Fremdkapital wird über Banken bereitgestellt. Sobald Dokumentation, Präsentation und Prospektprüfung (‚Due diligence‘) abgeschlossen wurden, ist die Finanzierung sichergestellt und es kommt zum Zeichnungsende (‚Closing‘) des geschlossenen Fonds. Zu beachten ist, dass die Fonds in hohem Maße mit Fremdkapital finanziert werden. So liegt Ernst & Young (2002) zufolge bei einer Stichprobe von 145 U.S.-Fonds der Verschuldungsgrad zwischen 60% und 70%.

⁸ Zur Limited Partnership als Rechtsform für REPE-Fonds in Europa vgl. z.B. Thissen (2001), Brown (2003), Larkin, Babin und Rose (2003) und Rottke (2004b).

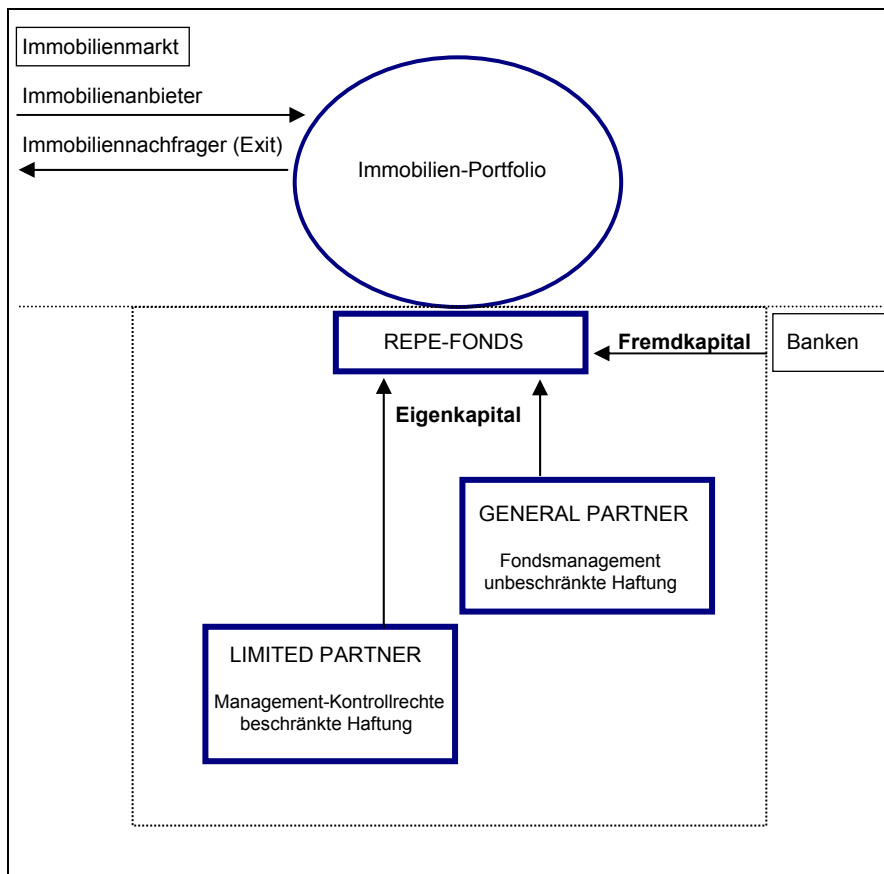


Abbildung 1. Grundstruktur eines REPE-Fonds in der Form einer Limited-Partnership-Gesellschaft.

Die Fondslaufzeit beträgt in der Regel zwischen 6 und 12 Jahren. Dabei gilt zu berücksichtigen, dass die Haltedauer für die einzelne Projekte des Immobilienportfolios wesentlich kürzer ist. Kapitalrückflüsse werden in der Regel nach dem zweiten oder dritten Anlagejahr erwartet und stammen größtenteils aus der Erzielung von Wertsteigerungen einzelner Investments während einer kurzen Haltedauer. Das Fondsmanagement tätigt regelmäßig Transaktionen am Immobilienmarkt und nutzt diesen auch bei Auflösung des Fonds zum ‚Exit‘.

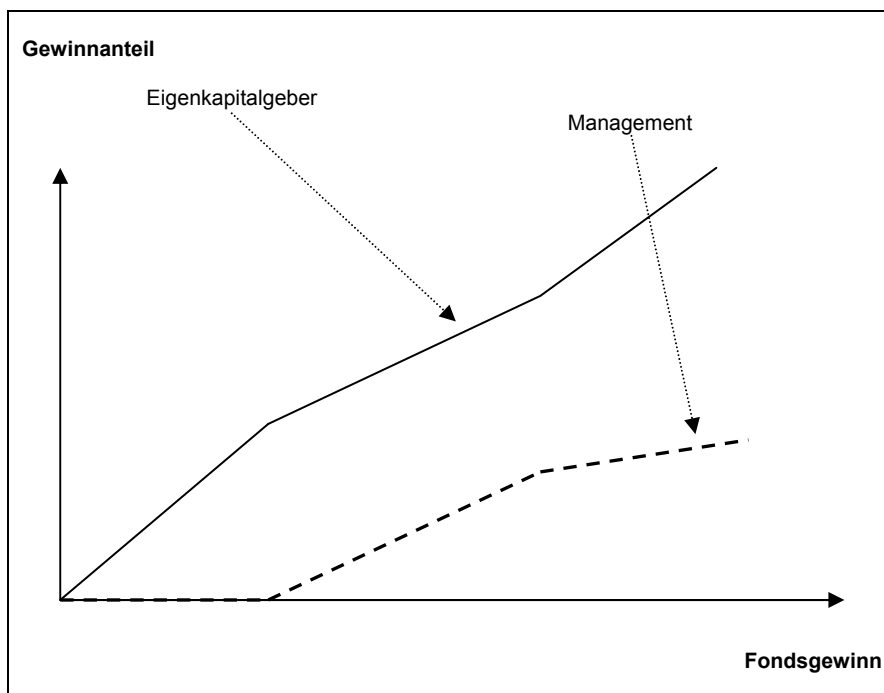


Abbildung 2. Beispielhafte Auszahlungen nach der (0%, 50%, 20%)-Regel für die Eigenkapitalgeber (Limited Partner und General Partner) und variable Erfolgsbeteiligung als Managementvergütung für den General Partner jeweils in Abhängigkeit vom Gewinn des REPE-Fonds

Die Vergütung der Managementleistung durch den General Partner wird bei kleinen und mittleren Fonds in der Regel im Vergleich zum Ertrag auf den Eigenkapitalanteil eine geringere Anreizwirkung setzen. Die Managementvergütung erfolgt üblicherweise durch zwei Komponenten - zum einen durch eine feste prozentuale Vergütung, die sich nach dem Fondsvermögen richtet⁹, zum anderen durch eine variable Erfolgsbeteiligung.

Die variable Erfolgsbeteiligung wird üblicherweise in mehreren Stufen geregelt. Zunächst fließt der Gesamtertrag auf das Eigenkapital ohne Abzug den Eigenkapitalgebern zu. Wird eine bestimmte Mindestverzinsung erreicht (beispielsweise ein interner Zinssatz von 10% auf das investierte Eigenkapital), so werden die darüber hinausgehenden Erträge zu einem Satz von zwischen 40% und 100% dem Management zugeteilt. Sobald das Management 20% aller Eigenkapitalerträge erhält, wird in der Regel eine Beteiligung von 20% für den General Manager vereinbart.¹⁰ Somit ergibt sich für Limited Partner wie General Partner ein in Abhängigkeit vom Fondsgewinn nichtlineares Auszahlungsschema. Ein derartiges beispielhaftes Schema nach der (0%, 50%, 20%)-Regel ist in Abbildung 2 dargestellt.

II.2 Akteure bei Private-Equity-Real-Estate-Transaktionen

Die Akteure bei REPE-Transaktionen finden sich bereits in Abbildung 1. Neben den Managementteams als General Partner und den Banken sind die Investoren (Limited Partner) und die Transaktionspartner (Käufer und Verkäufer) am Immobilienmarkt von Bedeutung.

⁹ Diese beträgt bis zu 2%, vgl. z.B. McGurk (2002).

¹⁰ Vgl. Linneman (2002) und McGurk (2002).

Die Managementteams, die REPE-Fonds betreiben, lassen sich in drei Grundkategorien einteilen. Es handelt sich dabei um

- große Investmentbanken,
- Private-Equity-Häuser sowie
- Asset-Management-Gruppen großer institutioneller Anleger.

Bei den Investoren in REPE-Fonds sind Privatanleger und institutionelle Investoren zu unterscheiden. Bei den Privatanlegern handelt es sich in der Regel um wohlhabende Privatanleger. Teilweise werden REPE-Fonds allerdings auch für durchschnittlich wohlhabende Anleger angeboten.¹¹ Die Gruppe der institutionellen Investoren schließt Pensionskassen, Bildungseinrichtungen, Stiftungen und Versicherungen ein. Das ‚Fundraising‘ der Fonds ist dabei international ausgerichtet.¹²

Jahr	Verkäufer	Käufer	Objekt	Volumen
1999	Colony Capital Opportunity Fund (Exit)	Harrah's	U.S.-Casino	700 Mio. USD
2005	D. Trump	Carlyle Group	Wohngebäudekomplex und Grundstück in Manhattan	1,76 Mrd. USD
2005	State of California	Lehman Brothers Real Estate Fund	Bauland in Chino	120 Mio. USD
2005	U.S.-Verteidigungsministerium	Cerberus-Blackacre, Rockpoint, MSD Capital	El Toro Militärbasis	649.5 Mio. USD

Tabelle 1. Einzelne Beispiele von REPE-Transaktionen in den U.S.A.

¹¹Als Beispiel in Deutschland kann der ‚MPC Sachwert Rendite-Fonds Opportunity Amerika‘ dienen. Bei diesem investiert der Anleger über einen geschlossenen Immobilienfonds indirekt in drei verschiedene US-Real-Estate-Opportunity-Fonds. Die Mindestzeichnungssumme beträgt 10.000 U.S.-Dollar zuzüglich eines Ausgabeaufschlags. Die Einzahlung der Kapitaleinlage erfolgt in drei sukzessiven Raten.

¹²Vgl. auch Thissen (2001), Cowley (2004) und Fruchbom (2005).

Jahr	Verkäufer	Käufer	Objekt	Volumen
2000	Deutsche Bahn	Nomura-Terra Firma	Betriebswohnungen	7,6 Mrd. DM
2004	Land Berlin	Cerberus, Goldman Sachs Whitehall Fund	Wohngebäudeportfolio	2 Mrd. Euro
2004	BFA	Fortress Investment	Wohngebäudeportfolio	3,5 Mrd. Euro
2004	Thyssen-Krupp	Morgan Stanley-Corpus	Wohngebäudeportfolio	2,1 Mrd. Euro
2004	RWE	Nomura-Terra Firma	Wohngebäudeportfolio	225 Mio. Euro
2004	WCM	Blackstone	gesamtes Wohngebäudeportfolio	1,4 Mrd. Euro
2005	HSH Nordbank	Oaktree Capital	Wohngebäudeportfolio	1 Mrd. Euro

Tabelle 2. Einzelne Beispiele von REPE-Transaktionen in Deutschland

Die Transaktionspartner (Käufer und Verkäufer) am Immobilienmarkt sind allgemein sicherlich vielfältig. Allerdings sind unterstützende Trends bei den Immobilientransaktionen der jüngeren Vergangenheit zu beobachten, die sowohl die öffentliche Wirtschaft als auch die Privatwirtschaft betreffen. In der Privatwirtschaft führt der Trend zum Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Immobilienvermögen zu einem zusätzlichen Angebot an Immobilienportfolios. Dieser Trend geht bei einzelnen Unternehmen bis hin zum kompletten ‚Outsourcing‘ des Immobilienvermögens. Wie bei den Unternehmen ist auch der Verkauf staatlichen Immobilienbesitzes ein internationaler Trend. In Deutschland schließt dieser die Privatisierung von Wohnungsunternehmen der öffentlichen Hand ein.¹³ Beispiele für REPE-Transaktionen der jüngeren Vergangenheit sind in Tabelle 1 für die U.S.A. und in Tabelle 2 für Deutschland aufgeführt.

II.3 Strategien von Private-Equity-Real-Estate-Fonds

Die Strategien von REPE-Fonds zielen auf Immobilien verschiedenster Nutzungsart mit hohem erwarteten Entwicklungs- und Wertsteigerungspotenzial ab. Dabei macht sich das Management die Besonderheiten des Immobilienmarktes zu eigen. Aus ökonomischer Sicht sind Immobilienmärkte häufig durch Unteilbarkeit, relativ geringe

¹³Vgl. dazu auch Schulte, Achleitner, Schäfers und Knobloch (2002), Teil V und Deutsche Bank Research (2005).

Liquidität und relativ geringe Informationseffizienz gekennzeichnet. Unteilbarkeit bzw. nicht erfolgte Verbriefung¹⁴ verhindert den

- Handel von kleinen, liquiden Immobilieninvestments,
- verlangt nach ‚Block Trades‘, die üblicherweise
- hohe Kapitalbeträge erfordern und
- Preisauflschläge oder Preisabschläge bedingen.

Aufgrund von mangelnder Liquidität wird

- üblicherweise von einem langfristigen Anlagehorizont ausgegangen,
- die Attraktivität für Investoren ist geringer und es kommt zu
- temporären Fehlbewertungen (obwohl der faire Preis bekannt ist).

Umgekehrt führt geringe, da kostenintensive Informationsverarbeitung zu mangelnder Informationseffizienz. Diese bewirkt, dass

- Fehlbewertungen bestehen (da der faire Preis unbekannt ist),
- die Attraktivität für Investoren sinkt und, dass
- die Liquidität am Markt gering bleibt.

Das Zusammenspiel der drei Determinanten – Informationseffizienz, Liquidität und Teilbarkeit – wird in Abbildung 3 schematisiert. Die Strategien für REPE-Fonds zielen sämtlich auf die kurz- bis mittelfristige Ausnutzung von Fehlbewertungen durch „aktives“ Immobilien-Asset-Management ab. Die Grundstrategien, die sich aus obiger Darstellung ableiten lassen, betreffen drei Hauptgebiete:

- i) Schaffung von Marktliquidität durch Durchführung großvolumiger Transaktionen,
- ii) temporäre Risikoübernahme bei entsprechend hoher Renditeerwartung und
- iii) die Ausnutzung von Informationsineffizienzen.

Die Strategien i) und ii) betreffen Immobilienmärkte, die nicht notwendigerweise informationsineffizient sind. Im Fall ii) kann ein zeitvariables Risiko/Rendite-Verhältnis genutzt werden. Dabei wird ein temporäres REPE-Investment unter erhöhtem Preisrisiko aber mit erhöhter Renditeerwartung eingegangen. Dies ist insbesondere dann sinnvoll, wenn andere Investoren nicht bereit sind, vorübergehend erhöhtes Preisrisiko zu tragen. Die zyklische Natur von Immobilieninvestitionen bedingt unterschiedliche Phasen. Die Erschließung und Entwicklung („Development“) von Immobilien birgt in der Regel höhere Chancen wie auch Risiken. Auch die spätere Restrukturierung oder Umnutzung von Immobilien („Redevelopment“) kann eine solche Phase begründen.¹⁵ Im Fall der Strategie i) kann bei geringer Marktliquidität beim Kauf von (möglicherweise notleidenden) Immobilienportfolios eine Liquiditätsprämie in Abzug gebracht werden, die zur Erzielung einer raschen Veräußerung in Kauf genommen werden muss. Der REPE-Fonds erhält diese Prämie im Gegenzug für eine rasche Bereitstellung von Marktliquidität.

¹⁴REPE kann hier als Vehikel interpretiert werden, welches Unteilbarkeitsprobleme ähnlich wie Verbriefung mindert: Falls der öffentliche Kapitalmarkt keine ausreichende Verbriefung z.B. in Form von REITs eröffnet, so bietet sich der private Kapitalmarkt z.B. in Form von REPE-Fonds als Alternative an.

¹⁵Vgl. z.B. Falzon, Halle und McLemore (2003).

Strategie iii) bezieht sich auf Marktineffizienzen, die zu Fehlbewertungen führen, welche vom Markt nicht erkannt werden. Wird vom REPE-Fondsmanagement eine derartige Fehlbewertung am Markt identifiziert, so erfolgt ein temporäres Investment in unterbewertete Immobilien, was zu erhöhter Renditeerwartung führt. Fehlbewertungen können auf hohe Kosten der Informationsverarbeitung am Immobilienmarkt zurückzuführen sein. Ein REPE-Management mit geringeren Kosten bzw. überlegenen Informationsquellen kann hier im Vorteil sein. Länger bestehende Fehlbewertungen können insbesondere strukturelle Ursachen haben. So kann beispielsweise im Rahmen einer Buy-Out-Transaktion durch einen REPE-Fonds eine Übernahme der Geschäftsführung erfolgen. Erst die Einflussnahme auf die Geschäftspolitik ermöglicht hier die Freisetzung von Werten durch „Redevelopment“ und damit eine effizientere Verwendung der Immobilien. Auch der Kauf und Verkauf von Immobilienportfolios zum Zweck der Erschließung und Entwicklung birgt Potentiale bei der Ausnutzung von informationsineffizienten Preisen.

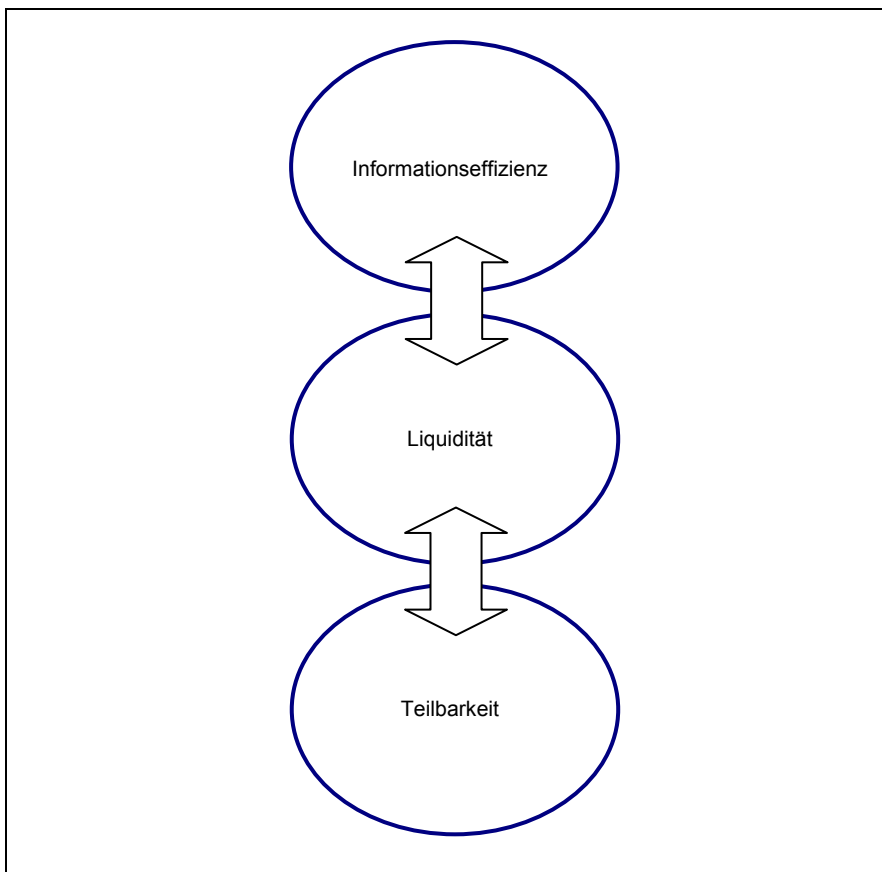


Abbildung 3. Informationseffizienz, Teilbarkeit und Liquidität

Beispiele für typische Management-Strategien von REPE-Fonds sind in der nachfolgenden Aufzählung aufgeführt. Die Ausrichtung der Strategie im jeweiligen Beispiel wird dabei in Klammern angegeben:¹⁶

- Immobilienkauf mit hohem Fremdkapitaleinsatz (Leveraged-buy-outs) (→ Strategie i)

¹⁶Vgl. Linneman (2002) und z.B. Fickes (2001), Frey (2002), Rottke und Holzmann (2003) und Cowley (2004).

- Kauf von Immobilienportfolios (→ Strategie i)
- Kauf von staatlichen Immobilien (→ Strategie i)
- Projektentwicklungen (→ Strategie ii)
- Umnutzung und Neupositionierung von Immobilien (→ Strategien ii und iii)
- Kauf und Umstrukturierung notleidender Immobilienportfolios (→ Strategien i, ii und iii)
- Immobilienkauf von in Konkurs befindlichen Unternehmen (→ Strategie i)
- Kauf von Immobilienunternehmen (→ Strategien i und iii).

III. Real-Estate-Private-Equity-Fonds als Anlageoption für institutionelle Investoren

Vor dem Hintergrund der bisherigen Ausführungen ist Real-Estate-Private-Equity sicherlich eine interessante Anlageoption im Bereich des Immobilien Asset Managements¹⁷, aber auch im Bereich des institutionellen Asset Managements¹⁸ an sich. Die Frage, ob REPE als alternative Investmentklasse in die Asset Allocation eines institutionellen Investors aufgenommen werden sollte, lässt sich demnach in zwei Stufen beantworten. Zunächst stellt sich die Frage nach der Aufnahme von Immobilien in das institutionelle Portfolio. Danach stellt sich die Frage der Investition speziell in nicht-gelistete Immobilien. Dabei stellen REPE-Fonds eine Alternative zu Direktinvestitionen dar.

Zur Frage der Aufnahme von Immobilien in institutionelle Portfolios lässt sich feststellen, dass Immobilien traditionell eine wichtige institutionelle Anlageform darstellen. Bezieht man sich auf gelistete Investmentformen, die so genannten „Real Estate Investment Trusts (REITs)“, so kann man auf attraktive historische Investmentcharakteristika zurückblicken. Diese beziehen sich sowohl auf Rendite und Risiko von REITs als auch auf deren Diversifikationspotenzial im Zusammenspiel mit klassischen Anlagen am Aktien- und am Rentenmarkt.¹⁹ Bezugnehmend hierauf nennen beispielsweise Hoesli, Lekander und Witkiewicz (2004) in ihrer Studie eine optimale Zielmarke von etwa 20% in einer globalen Asset Allocation, die Immobilieninvestments ausmachen könnten. Im Gegensatz dazu steht ein relativ geringer tatsächlicher durchschnittlicher Anteil an Immobilieninvestments, der derzeit bei institutionellen Investoren gehalten wird. Für die U.S.A. nennt beispielsweise Lindahl (2002) einen Durchschnittsanteil bei U.S.-Pensionsfonds von etwa 3%. Vor diesem Hintergrund ist

¹⁷Vgl. z.B. Schulte, Achleitner, Schäfers und Knobloch (2002), Teil VI.

¹⁸Vgl. z.B. Leser und Rudolf (2003).

¹⁹Dies belegen u.a. die frühen Ergebnisse zu Risiko und Rendite des U.S.-Marktes z.B. in Chan, Hendershott und Sanders (1990). Die Frage, ob Performance von Immobilienanlagen eine Absicherung gegen unerwartete Inflation („Inflationshedge“) bieten kann, ist umstritten. In der Regel wird dies für indirekte Immobilienanlagen (Immobilienaktien, Fonds, REITs) in der Tendenz eher verneint, während es bei Direktanlagen (insbesondere natürlich unter des Vorliegens indexierter Mietverträge) eher möglich erscheint. Allerdings ergeben sich häufig in beiden Fällen keine statistisch signifikanten Ergebnisse; vgl. z.B. Chan, Hendershott und Sanders (1990), Maurer und Sebastian (1999) und Urbanski (2005).

bei institutionellen Anlegern in den U.S.A. und auch in Europa zuletzt ein Trend hin zur Erhöhung der Immobilienallokation festzustellen.

Die Frage der Investition speziell in nicht auf öffentlichen Märkten gelisteter Immobilieninvestments ist zunächst mit der teilweise geringen Verfügbarkeit gelisteter Investments zu beantworten. So gilt zu bedenken, dass der Markt für Immobilienaktien und REITs in Kontinentaleuropa noch nicht so weit entwickelt ist wie beispielsweise in den U.S.A. oder auch im Vereinigten Königreich. Deshalb sind nicht-gelistete Investments dort von besonderer Bedeutung.²⁰ In einem nächsten Schritt ist dann zwischen einer Fondslösung oder einer Direktinvestition zu wählen. Dabei stellen REPE-Fonds neben anderen Fondslösungen eine wichtige Alternative dar. Es ergeben sich daher die Fragen nach den Vorteilen einer Fondslösung und den speziellen Vorteilen von REPE-Fonds.

Im Vergleich zur Direktinvestition ergeben sich bei einer Investition in Fonds mehrere Vorteile. Wiegen diese Vorteile die Nachteile der Gebühren und einer möglichen Erfolgsbeteiligung des Fondsmanagements auf, so wird eine Fondslösung attraktiv. Zu den wichtigsten Vorteilen gehören:²¹

- bessere Diversifikationsmöglichkeiten durch Streuung über eine Vielzahl von Objekten,
- geringere Informations- und Transaktionskosten,
- geringere Managementkosten durch effizienteres Management größerer Einheiten,
- die Nutzung der lokalen Expertise des jeweiligen Fondsmanagements.

Neben diesen Vorteilen der Investition in Immobilienfonds spielt der Management-Aspekt bei REPE eine entscheidende Rolle. Das Konzept der REPE-Fonds erlaubt einen weit höheren Einfluss auf das Immobilienmanagement, als dies üblicherweise bei Fondslösungen der Fall ist. Im Beispiel von REITs entspricht die Renditeerwartung der eines klassischen Investments („core investment“) in Immobilien. Dies führte zu teilweise enttäuschender relativer Renditeentwicklungen während des so genannten „New-Economy“-Booms. Im Gegensatz dazu erlaubt eine Investition in einen „Opportunity Fund“ die Erzielung einer vergleichsweise hohen Renditeerwartung. Aus Sicht des Modigliani/Miller-Theorems ist dabei davon auszugehen, dass die Attraktivität der Fonds grundsätzlich durch die Management- und Wertsteigerungsstrategien des jeweiligen REPE-Fonds begründet wird, da der Anteil der Fremdkapitalfinanzierung („Leverage“) von institutionellen Investoren sehr leicht selbst leicht nachgebildet werden kann. Aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie stellt ein hoher Fremdkapitalanteil ein Mittel zur Disziplinierung eines Agenten (hier z.B. der General Partner) dar, was die Kosten der Delegation von Managementaufgaben („Agency-Kosten“) senken kann. Diese Disziplinierung kann zu effektiveren Management- und Wertsteigerungsstrategien der REPE-Fonds führen.

Zusammenfassend lässt sich somit feststellen, dass REPE-Fonds, die in ihren Charakteristika als spezielle Form eines Buy-Out-Fonds gedeutet werden können, aufgrund des in der Regel vergleichsweise wenig riskanten zugrunde liegenden Immobilien-Vermögensgegenstände eine attraktive Anlageklasse ausmachen. Diese erlaubt relativ hohe Renditeerwartungen bei indirekter Immobilienanlage. Institutionelle Investoren in

²⁰Siehe die Abhandlung bei Thissen (2001).

²¹Vgl. auch Maurer und Sebastian (1999) und Thissen (2001).

den U.S.A. und in Europa nutzen daher in letzter Zeit verstärkt REPE zur Erhöhung ihrer Immobilienallokation.²² Da öffentliche Märkte zumeist unterentwickelt sind, bleibt anzumerken, dass mangelnde Liquidität von Immobilieninvestments ein allgemeines Problem darstellt, von dem auch REPE-Lösungen betroffen sind.²³

IV. Ausblick

Betrachtet man die rasante Entwicklung der Investitionen in REPE als Anlageklasse ausgehend von Mitte der neunziger Jahre bis heute, so zeigt sich, dass dieses Wachstum nicht nur das institutionelle Interesse an indirekten Immobilienanlagen dokumentiert, sondern auch den Weg zu zukünftig liquideren Immobilienmärkten ebnet. Die Finanzierungsform REPE hat damit sicherlich großes Potenzial, sich zukünftig als eigenständige Anlageklasse für institutionelle Anleger zu etablieren.

Eine Voraussetzung für den zukünftigen Erfolg von REPE ist die Konsistenz des Investorserfolgs. Aufgrund des jungen Alters der Investmentklasse ist der „Track Record“ des Anlageerfolgs von REPE-Fonds noch recht kurz. Erste Ergebnisse zur Performance von REPE-Fonds stammen beispielsweise von Hahn, Geltner und Gerardo-Lietz (2005). Die Autoren belegen statistisch signifikante Ergebnisse bei der Konsistenz des Erfolgs der Managementteams. Diese Ergebnisse gelten sowohl für überdurchschnittliche als auch für unterdurchschnittliche Fonds. Ein großer Teil der überdurchschnittlichen Performance der untersuchten Fonds verbleibt allerdings beim Fondsmanagement. Weitere Ergebnisse konnten von den Autoren noch nicht abgeleitet werden. So existieren bislang kaum Ergebnisse zur Korrelation von REPE-Fonds mit herkömmlichen Anlageklassen einschließlich REITs oder klassischen Immobilieninvestitionen.

Eine weitere Voraussetzung für den zukünftigen Erfolg von REPE ist ein reges Immobilienangebot, das Streben nach effizienterer Nutzung vorhandener Flächen und Gebäude, sowie die Bereitschaft von Anlegern, sich über neue Finanzierungsformen am Immobilienmarkt zu beteiligen. Bleiben die günstigen Rahmenbedingungen erhalten, so ist mit einer weiteren Erhöhung von Liquidität, Steigerung der Transparenz sowie einer Fortsetzung von Standardisierung und Verbriefung am Immobilienmarkt zu rechnen. Ferner können neben einem gut funktionierenden Immobilienmarkt insbesondere REPE-Finanzierungen den Prozess der Flächentransformation und Umnutzung beschleunigen, der vor dem Hintergrund eines gesellschaftlichen Wandels von industrieller Produktion hin zur stärker an Dienstleistungen orientierten Produktion von besonderer Bedeutung ist.

Literatur

- Brown D. (2003): Investment Fund Vehicles for Pan-European Real Estate: A Technical and Commercial Review, *Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 2, No. 4, S. 289-301
- Chan K. C., Hendershott P. H., Sanders A. B. (1990): Risk and Return on Real Estate: Evidence from Equity REITs, *Real Estate Economics* 18: 431-452

²²Siehe dazu auch Fruchbom (2005).

²³Für den Private-Equity-Bereich werden Folgen des Liquiditätsproblems, die sich auf die Bestimmung einer optimalen Asset-Allokation und die Performance-Messung beziehen, beispielsweise bei Chen et al. (2002), Kaserer, Wagner und Achleitner (2005) und bei Kaserer und Wagner (2006) diskutiert.

- Chen P., Baierl G. T., Kaplan P. D. (2002): Venture Capital and its Role in Strategic Asset Allocation, *Journal of Portfolio Management*, Winter 2002, S. 83-89
- Cowley L. (2004): Who is Investing in Private Equity Real Estate?, *European Venture Capital Journal*, December/January 2004, S. 59-64
- Deutsche Bank Research (Hrsg.) (2005): Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert, Report Nr. 321, Frankfurt a. M.
- Ernst & Young (Hrsg.) (2002): Opportunistic Investing: Real Estate Private Equity Funds, Dallas, Los Angeles, New York
- Falzon R., Halle M., McLemore R. (2003): Private Equity Investment Opportunities in Real Estate, *Journal of Private Equity*, Vol. 3, No. 3, S. 68-78
- Fickes M. (2001): Feasting on Market Inefficiency Worldwide: Successful 'Vulture' or Opportunity Funds Capitalize on High-Risk Properties with Unrecognized Value, *www.nreionline.com*, October 2001, S. 26-36
- Frey K. (2002): Opportunistic Real Estate Investments around the Globe, Institute for Fiduciary Education White Paper
- Fruchbom P. (2005): Fundraising: Beware the Bonanza, *Private Equity Real Estate*, Vol. 1, No. 1, S. 20-23
- Hahn T. C., Geltner D., Gerardo-Lietz N. (2005): Real Estate Opportunity Funds: Past Fund Performance as an Indicator of Subsequent Fund Performance, *Journal of Portfolio Management*, forthcoming
- Hoesli M., Lekander J., Witkiewicz, W. (2004): International Evidence on Real Estate as Portfoliodiversifier", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 26, No. 2, S. 161-206
- Kaserer C., Wagner N. (2006): Zur Messung von Rendite und Risiko bei Private Equity Investments, in: Kürsten W., Nietert B. (Hrsg.): *Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen*, Springer, Berlin, S. 163-176
- Kaserer C., Wagner N., Achleitner A.-K. (2005): Managing Investment Risks of Institutional Private Equity Investors – The Challenge of Illiquidity, in: Frenkel M., Hommel U., Rudolf M. (Hrsg.): *Risk Management*, Springer, Berlin, S. 259-277
- Larkin D. E., Babin M. L., Rose C. A. (2003): Structuring European Real Estate Private Equity Funds, *Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 3, No. 3, S. 229-235
- Leser H., Rudolf M. (Hrsg.) (2003): *Handbuch Institutionelles Asset Management*, Gabler, Wiesbaden
- Lindahl D. P. (2002): Making an Allocation to Real Estate, *Institutional Real Estate Letter*, May 2002, S. 25-30
- Linneman P. (2002): Real Estate Private Equity Funds, *Immobilien & Finanzierung*, Vol. 14, S. 432-435
- Maurer R., Sebastian S. (1999): Immobilienaktiengesellschaften als finanzwirtschaftliche Substitute für Immobiliendirektanlagen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Ergänzungsheft 3/99, S. 169-194
- McGurk J. (2002): Opportunity Funds – Impact of Loads, Leverage and Incentive Interest, Institute for Fiduciary Education White Paper
- Muldavin S. (2001): The New World of Real Estate Finance, *Real Estate Finance*, Summer 2001, S. 73-79
- Rottke N. (2004a): Investitionen mit Real Estate Private Equity, Schriften zur Immobilienökonomie Bd. 29, hrsg. von K.-W. Schulte und St. Bone-Winkel, Köln
- Rottke N. (2004b): Real Estate Private Equity – Finanzierung durch externes Eigenkapital, in: Schulte K.-W. (Hrsg.): *Immobilienökonomie*, Band 1, 3. Aufl., Oldenbourg, München-Wien
- Rottke, N. (2003): Alternative Finanzierungsform, *Immobilien Wirtschaft und Recht*, 9/2003, S. 2-34
- Rottke N., Holzmann C. (2003): Wertschöpfungsstrategien von Opportunity Funds: Discount Deals und (Re-)Development, *Immobilien Manager*, Dezember 2003
- Schulte K.-W., Achleitner A.-K., Schäfers W., Knobloch B. (Hrsg.) (2002): *Handbuch Immobilien Banking – Von der traditionellen Finanzierung zum Investment-Banking*, Müller, Köln
- Thissen M. (2001): New Directions for European Non-Listed Property Funds: A Focus on the Roles of the Players in the European Property Investment Market, Report, University of Technology Delft
- Urbanski C. E. (2005): Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, Dissertation Nr. 2977, Universität St. Gallen

CEFS Working Paper Series

No.	Author(s)	Title
2003-01	Christoph Kaserer Niklas Wagner Ann-Kristin Achleitner	<i>Managing Investment Risks of Institutional Private Equity Investors</i> – <i>The Challenge of Illiquidity</i> –
2004-01	Christoph Kaserer Christian Diller	<i>European Private Equity Funds</i> – <i>A Cash Flow Based Performance Analysis</i> –
2004-02	Christoph Kaserer Christian Diller	<i>What drives Cash Flow Based European Private Equity Funds?</i> – <i>Fund Inflows, Skilled GPs and/or Risk?</i> –
2004-03	Niklas Wagner Terry A. March	<i>Surprise Volume and Heteroskedasticity in Equity Markets Returns</i>
2004-04	Christoph Kaserer Jakob Munzinger Niklas Wagner	<i>The Index Effect</i> – <i>Comparision of Different Measurement Approaches</i> –
2004-05	Ann-Kristin Achleitner Christian H. Fingerle	<i>What You Get is What You Need?</i> – <i>The Role of Venture Capitalists in Managing Growth of New Ventures</i> –
2004-06	Christoph Kaserer Niklas Wagner	<i>Determinanten der Vorstandsvergütung in Deutschland: Paradigmenwechsel oder Versagen in der Unternehmenskontrolle?</i>
2005-01	Christoph Kaserer Benjamin Moldenhauer	<i>Insider Ownership and Corporate Performance – Evidence from Germany</i>
2005-02	Ann-Kristin Achleitner Niklas Wagner	<i>Real Estate Private Equity – Funktion und Bedeutung einer Anlageklasse</i>

Center for Entrepreneurial and Financial Studies

Technische Universität München (TUM) ♦ Arcisstr. 21 ♦ 80333 München
 Tel: +49.(0)89.289.25426 ♦ Fax: +49.(0)89.289.25488 ♦ E-mail: contact@cefs.de
 Internet: <http://www.cefs.de>