

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Executive Summary.....	VI
1. Einleitung	1
1.1 Ausgangslage.....	1
1.2 Zielsetzung	3
1.3 Abgrenzung des Themas	3
1.4 Vorgehen	3
2. Theoretische Grundlagen.....	5
2.1 Wichtigkeit des Schweizerischen Immobilienmarktes.....	5
2.2 Die Vermögensanlage.....	6
2.3 Investoren und Anleger	8
2.3.1 Institutionelle Investoren	8
2.3.2 Private Investoren	8
2.3.3 Qualifizierte Investoren	8
2.4 Die Immobilienanlagen	9
2.4.1 Investitionsstile.....	10
2.4.2 Immobilien Direktanlagen.....	11
2.4.3 Indirekte Immobilienanlagen im Allgemeinen.....	12
2.4.4 Indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz.....	14
2.4.5 Immobilieninvestitionen mit Fremdkapitalcharakter	28
2.5 Weitere indirekte Immobilienanlagen im Ausland.....	31
2.6 Gegenüberstellung der verschiedenen Immobilienanlagen.....	31
2.6.1 Direkte Gegenüberstellung ausgewählter Immobilienanlageformen	33
2.6.2 Beurteilung direkte Immobilienanlagen	34
2.6.3 Beurteilung indirekte Immobilienanlagen im Allgemeinen	35
2.6.4 Präferenzen der privaten Investoren	36

2.6.5	Präferenzen der institutionellen Investoren	37
3.	Empirische Untersuchung.....	38
3.1	Methode und Untersuchung	38
3.1.1	Interviewpartner.....	39
3.2	Ergebnisse.....	39
3.2.1	Aktuelles Anlageuniversum der befragten Personen.....	39
3.2.2	Beurteilung der einzelnen Immobilienanlageklassen	40
3.3	Fazit aus der empirischen Untersuchung.....	45
4.	Schlussbetrachtung	48
4.1	Fazit	48
4.2	Handlungsempfehlung.....	48
4.3	Ausblick.....	49
	Literaturverzeichnis	50
	Anhang	55

Abkürzungsverzeichnis

ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen
BIP	Bruttoinlandprodukt
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
KAG	Kollektivanlagegesetz
KAV	Kollektivanlageverordnung
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KK	Kollektive Kapitalanlage
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert)
OAK BV	Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge
OR	Obligationenrecht
REIT	Real Estate Investment Trust
SICAF	Société d'investissement à capital fixe (Investmentgesellschaft mit festem Kapital)
SICAV	Société d'investissement à capitale variable (Investmentgesellschaft mit variablem Kapital)
SPV	Special Purpose Vehicle
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 SWX IAZI Investment Real Estate Price Index (IAZI AG, 2022)	2
Abbildung 2 Anzahl Gebäude in der Schweiz, Stand 2017 (pom+, 2020)	5
Abbildung 3 Übersicht der Investmentvehikel (Davidson, 2022)	13
Abbildung 4 Indirekte Immobilienanlagen nach Kapitalcharakter (Sotelo, 2022)	14
Abbildung 5 Indirekte Immobilienanlagen Schweiz (Schwab, 2022)	14
Abbildung 6 Mögliche Anlageformen in der Schweiz (Kumschick, 2022)	15
Abbildung 7 Verschiedene Modelle von Club-Deals (Egger, 2015, S. 26 - 29)	25
Abbildung 8 Kapitalklassen nach Risiko und Finanzierungshöhe (Doetsch, 2022)	29
Abbildung 9 Einordnung des Mezzanine Kapitals (Doetsch, 2022)	30
Abbildung 10 Ressourcen-Check für private Kapitalanleger (INREIM AG, 2022)	32
Abbildung 11 Gegenüberstellung ausgewählter Immobilienanlagen (eigene Darstellung mit Daten aus (Crowdhouse AG, 2022) (Kumschick, 2022) (Egger, 2015))	33
Abbildung 12 Ressourcengerechte Anlagestruktur (INREIM AG, 2022)	37

Executive Summary

Immobilien haben als Anlagekategorie in den letzten Jahrzehnten mehr an Bedeutung gewonnen, was unter anderem auf Unsicherheiten im Kapitalmarkt und auf das lange anhaltende Negativzinsumfeld zurückzuführen war. Die dadurch entstandene hohe Nachfrage und der Wettbewerb um gute Immobilien erschwerte die Suche nach passenden Direktanlagen für viele Investoren. Aus diesem Grund sowie auch aus den Nachteilen der Direktanlagen, wie beispielsweise das Klumpenrisiko und die Illiquidität, haben sich diverse indirekte Immobilienanlagen etabliert.

Diese Arbeit untersucht die unterschiedlichen Immobilienanlagestrukturen in der Schweiz, welche als Alternative zur Direktanlage in Frage kommen können, und stellt sie einander gegenüber.

Zu den wichtigsten Resultaten dieser Untersuchung gehört die Erkenntnis, dass die Immobiliendirektanlage, sofern der Investor über genügend Kapital, Zeit und Know-How verfügt, ab einer gewissen Portfoliogrösse auf die grösste Beliebtheit bei Investoren stösst und sich fast nicht durch Alternativen ersetzen lässt. Sind diese drei Ressourcen jedoch nicht ausreichend vorhanden, so gibt es je nach Bedürfnissen der Investoren interessante Alternativen in indirekte Immobilienanlagen. Gewisse Immobilienanlagevehikel, welche in den vergangenen Jahren aufgrund der Marktlage entstanden sind, werden von erfahrenen Investoren als sehr kritisch und nicht krisenresistent eingestuft.

Die Auslegeordnung der vorhandenen Immobilienanagemöglichkeiten wurde mittels der Literaturrecherche erstellt. Die Beurteilung der Vor- und Nachteile der Anlagestrukturen sowie die Präferenzen der Investoren wurde mittels Zielgruppeninterviews verifiziert.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Das anhaltende Negativzinsumfeld in der Schweiz sowie die Unsicherheiten in der Weltwirtschaft und in den Finanzmärkten (Rohner, 2022) verstärkten in den vergangenen Jahren die Suche von zahlreichen privaten und institutionellen Investoren nach rentablen und sicheren Anlagen für ihr Kapital. Obschon der Leitzins in den USA seit Beginn der Corona Pandemie im Mai 2022 zum zweiten Mal erhöht wurde (srf.ch, 2022), ist für viele Schweizer Anleger noch unklar, wie sich die Schweizerische Nationalbank nach der ersten Zinserhöhung mit dem hierzulande nach wie vor negativen Leitzins verhalten wird. Die negativen Zinsen und die hohe Inflation, welche in der Schweiz derzeit zwischen 2.5% und 3.5% liegt, wirken sich nicht nur auf die Attraktivität gewisser Anlageprodukte und auf höhere Preise dafür aus, sie belasten vor allem die Spargelder, da sie auf die Vermögensstände auf den Sparkonten überwälzt werden (Statista GmbH, 2022).

Immobilieninvestments scheinen in Zeiten wie diesen äusserst attraktiv zu sein, denn Anleger erhoffen sich dadurch eine Stabilisierung des Portfolios und einen Inflationsschutz. Was in der Theorie Sinn ergibt, entpuppt sich als Herausforderung in der Praxis. Denn es ist schwierig, die passenden Immobilieninvestition zu finden.

Zusätzlich zur Unsicherheit unter den Anlegern verknappt sich das Angebot an guten Immobilieninvestitionen, weil zahlreiche Immobilienbesitzer, vor allem auch private, den ursprünglich geplanten Verkauf Ihrer Liegenschaft aus den vorgängig genannten Gründen aufschieben. Sie möchten vermeiden, dass das zurückgeflossene Kapital aus dem Liegenschaftsverkauf durch die Negativzinsen schrumpft. So wären sie bei einem Verkauf der Liegenschaft mit denselben Unsicherheiten in der Wirtschaft und im Finanzmarkt konfrontiert, was das Finden einer sicheren Anlage für Ihr Kapital als grosse Herausforderung darstellt. Vor diesem Hintergrund sind sie sich wiederum bewusst, dass der Zeitpunkt für den Verkauf hinsichtlich der Immobilienpreise nicht besser sein könnte. Die Preise von Renditeimmobilien sind schweizweit seit der Jahrhundertwende ununterbrochen gestiegen. Das zeigt unter anderem der SWX IAZI Investment Real Estate Price Index, welcher die Preisentwicklung von schweizerischen Renditeliegenschaften seit den 1980er Jahren basierend auf effektiven Handänderungen darstellt.

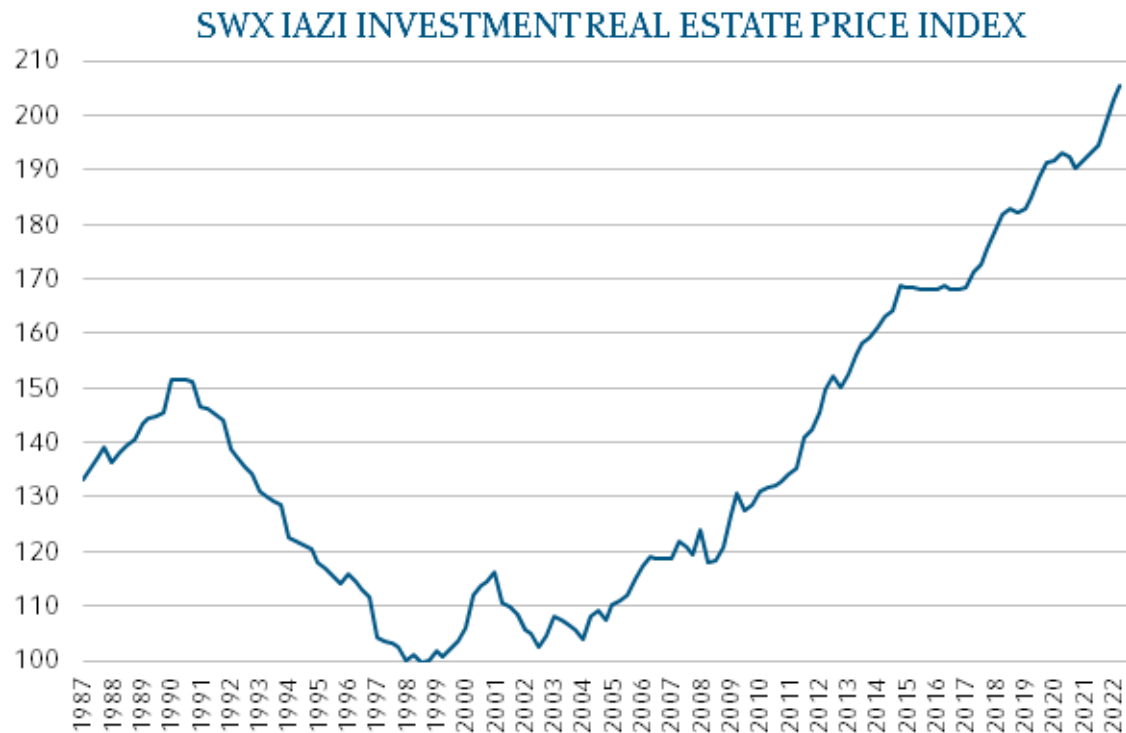


Abbildung 1 SWX IAZI Investment Real Estate Price Index (IAZI AG, 2022)

Mehrfamilienhäuser in der Stadt Zürich werden gegenwärtig häufig zu Bruttorenditen unter zwei Prozent verkauft, die nach Abzug der eigentümerseitigen Kosten aus der Ertragsperspektive kaum rentabel sein können. Im Vergleich zu den Negativzinsen, die auf dem Bankkonto anfallen würden, sind die Differenzen zwischen den Renditen und den Negativzinsen jedoch vertretbar. Unter diesen Umständen stellen sich manche Liegenschaftsbesitzer die Frage, ob oder wie stark sich der erwartete Zinsanstieg auf die Immobilienpreise auswirken wird.

Das Thema Nachhaltigkeit sowie die zunehmende Komplexität bei Sanierungen oder mietrechtlichen Themen erfordert mehr und mehr Wissen und Kapital der Immobilienbesitzer. Aus Erfahrung der Autorin steigt deshalb auch das Bedürfnis von privaten Investoren, in neuwertige und vollvermietete Liegenschaften zu investieren. Idealerweise würden private Immobilienbesitzer, welche ältere Mehrfamilienhäuser mit Sanierungsbedarf besitzen, Ihre Liegenschaft gegen bereits sanierte Immobilien tauschen. Das Tauschgeschäft im Immobilienbereich ist sehr schwierig, weil jede Liegenschaft individuell ist. Der Markt ist illiquide und das Timing muss ebenfalls stimmen. Aus diesen Gründen ist das Ausweichen in alternative Anlagemöglichkeiten oft unabdingbar. Private sowie auch institutionelle Anleger sehen sich immer mehr mit der Suche nach passenden Anlagen konfrontiert, welche Immobiliendirektanlagen hinsichtlich der Preisstabilität und den regelmässigen Erträgen ersetzen können.

1.2 Zielsetzung

Ziel dieser Arbeit ist, privaten Immobilieninvestoren die Alternativen zu Direktanlagen aufzuzeigen. Es wird analysiert, welche alternativen Immobilienanlagen zu Direktanlagen es in der Schweiz aktuell gibt, was deren Vor- und Nachteile, Kostenstrukturen sowie Anlegerzielgruppen sind. Im empirischen Teil der Arbeit werden die Präferenzen von mehrheitlich privaten qualifizierten Investoren untersucht. Damit soll herausgefunden werden, welche Motivationen und Anforderungen an die Investitionen den Anlegern zugrunde liegen. Aus den Charakteristiken der Investitionsarten und den Erkenntnissen aus den Zielgruppeninterviews werden Handlungsempfehlungen formuliert, welche bestehende oder neue Immobilienanleger bei Ihren Investitionsentscheidungen unterstützen können.

1.3 Abgrenzung des Themas

Weil der Fokus dieser Arbeit auf den verschiedenen Immobilienanlagen als Investition liegt, werden die Motive der Eigentümer von selbstgenutzten Wohnimmobilien nicht beleuchtet. Die steuerlichen Aspekte werden nicht im Detail thematisiert, weil der Rahmen dieser Arbeit damit gesprengt würde.

1.4 Vorgehen

Die Literaturrecherche sowie die Gegenüberstellung der verschiedenen Immobilienanlagen im Kapitel 2 befassen sich vorerst mit der Ausgangslage und den Herausforderungen der bestehenden direkten und indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz. Als Ergänzung zu den theoretischen Grundlagen wird als empirische Untersuchung die Datenerhebung mittels Zielgruppeninterviews gewählt. Die Interviews werden durchgeführt, um die dargestellten, bereits vorhandenen Lösungsansätze auf die Anlegerinteressen zu überprüfen, anhand der Anlegerwünsche zu ergänzen und Handlungsempfehlungen zu formulieren. Als Interviewpartner werden mehrheitlich Personen gewählt, welche qualifizierte Immobilieninvestoren sind. Der Schwerpunkt liegt dabei auf vermögenden Privatpersonen, da die Professionalisierung im institutionellen Bereich weiter fortgeschritten ist und die Bedürfnisse der institutionellen Investoren basierend auf vorhandenen Publikationen bereits vertiefter erforscht wurden. Durch die Befragung der Personen soll herausgefunden werden, was ihre Beweggründe und Motivationen sind und welche Kriterien für sie wichtig sind, um ihr Vermögen in Immobilien anzulegen. Die Interviews dienen dafür, den potenziellen InvestorInnen bestehende Lösungsansätze vorzuschlagen, sowie gegebenenfalls die Anlagelösungen auf Ihre Bedürfnisse anzupassen.

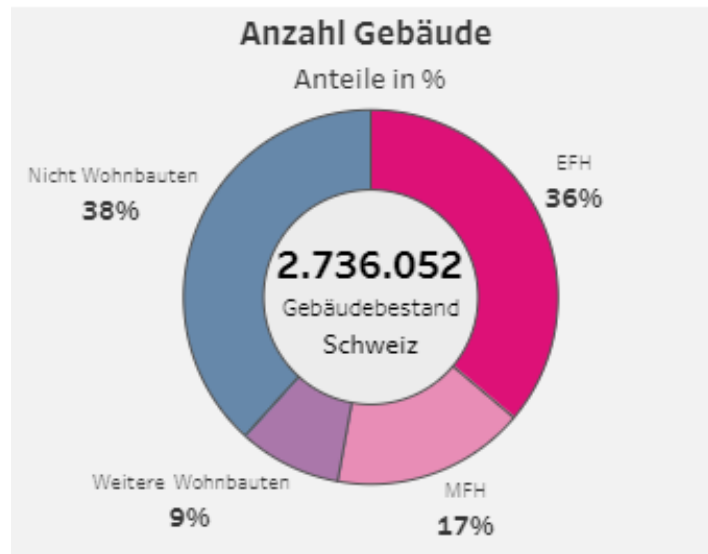
Die Autorin legt Wert auf die gendergerechte Sprache. Aus Gründen der sprachlichen Klarheit wird in der vorliegenden Arbeit jedoch teilweise ausschliesslich die männliche Form verwendet. Selbstverständlich ist die weibliche Form stets miteingeschlossen.

An dieser Stelle bedankt sich die Autorin bei allen Personen, welche sie für die Erstellung dieser Arbeit unterstützt haben.

2. Theoretische Grundlagen

2.1 Wichtigkeit des Schweizerischen Immobilienmarktes

Mit einem Beitrag von 11% des Bruttoinlandprodukts (BIP) bildet die Immobilienwirtschaft ein enorm wichtiges Standbein der Wirtschaftsleistung der Schweiz. Eine halbe Million Vollzeitstellen finden sich in der Immobilienwirtschaft, das sind 14% aller Beschäftigten in der Schweiz. Im Jahr 2017



zählte die Schweiz rund 2'740'000 Gebäude, wovon (pom+, 2020)

fast zwei Drittel dem Wohnen dienen. Die Wohnimmobilien der Schweiz werden nach wie vor durch Einfamilienhäuser dominiert, diese machen zahlenmässig über die Hälfte der Wohnbauten aus (pom+, 2020). Flächenmässig gesehen stellt der Gebäudepark Schweiz über eine Milliarde Quadratmeter Geschossfläche zur Verfügung. Zwei Drittel davon werden für die Wohnnutzung gebraucht, wovon wiederum zwei Drittel sich in Mehrfamilienhäusern befindet. Wertmässig gesehen betrug die Summe aller Gebäudeversicherungswerte in der Schweiz gut CHF 2'800 Milliarden, was mehr als dem Vierfachen des BIP der Schweiz entspricht. Über sechzig Prozent dieser Werte entfallen auf Wohnbauten. Die Mehrfamilienhäuser machen CHF 980 Milliarden aus und bilden somit die wichtigste Gebäudekategorie (Baldegger, et al., 2020, S. 12). Wichtig zu berücksichtigen ist, dass die Gebäudeversicherungswerte lediglich den Wert der Substanz abbilden. Der Marktwert der Immobilien, welcher auch den Wert des Bodens und das Zusammenspiel des Angebots und der Nachfrage berücksichtigt, dürfte somit weitaus höher liegen.

Auf der Finanzierungsseite befindet sich das Fremdkapital, welches in der Schweiz 2018 über eine Milliarde Franken ausmachte. Im Vergleich mit Europa hat die Schweiz den höchsten Pro-Kopf-Immobilienverschuldungsgrad, dem Hypothekarvolumen von einer Milliarde steht das Schweizer Bruttoinlandprodukt von CHF 690 Milliarden gegenüber. (Baldegger, et al., 2020, S. 14)

Ein Vergleich der Eigentumsverhältnisse, der die Verteilung zwischen privaten Anlegern und institutionellen sorgfältig aufschlüsseln könnte, ist gemäss pom+ Consulting (2020) aufgrund von unterschiedlichen Erhebungsmethoden nur bedingt möglich. Es kann festgehalten werden, dass sich von den 2017 rund viereinhalb Millionen Wohneinheiten mehr als die Hälfte in privater Hand befanden, wobei der Anteil institutioneller Eigentümer seit 2000 deutlich zugenommen hat (pom+, 2020). Gebäude mit teilweise oder ausschliesslicher Wohnnutzung gehören 2020 sogar zu zwei Dritteln Privatpersonen. Juristische Personen besaßen davon lediglich jedes zehnte Gebäude (Bundesamt für Statistik, 2022).

2.2 Die Vermögensanlage

Warum investieren Anleger? Investieren ist der Akt, Kapital anzulegen, statt beispielsweise für Konsum auszugeben. Während Privatanleger Investitionen in Vermögensanlagen üblicherweise dann tätigen, wenn sie mehr Geld zur Verfügung haben als sie für die Ausgaben brauchen, sind Investitionen von professionellen Anlegern in der Regel nötig, um künftige Verpflichtungen zu decken. Die Anlageziele für alle Investoren unterscheiden sich grundsätzlich in nachstehende zwei Hauptkategorien.

- **Das Wachstum**, respektive die Wertsteigerung der Investition
- **Das Einkommen**, beziehungsweise die laufenden Geldrückflüsse (Cash-Flows)

Gründe für die Vermögensanlage können verschiedener Natur sein. Beispielsweise ist es möglich, dass Privatpersonen in ihren jüngeren Jahren Kapital anlegen möchten, um nebst der Erwerbstätigkeit für spätere Anschaffungen oder für das Rentenalter eine weitere Einkommensquelle zu generieren, beziehungsweise von einem Wertzuwachs zu profitieren. Ziel kann ebenfalls sein, das Vermögen in erster Linie vor der Inflation zu schützen. Bei institutionellen Anlegern, wie beispielsweise Pensionskassen, sind die Investitionsziele häufig eng mit den Verpflichtungen verbunden. Das Kapital soll entsprechend dem Anlagehorizont und dem erlaubten Risikoprofil angelegt werden, sodass die Verpflichtungen im erwarteten Zeitraum gedeckt werden können (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2014, S. 125-126).

Anleger berücksichtigen verschiedene Faktoren, die in die Investitionsentscheide einfließen. Dazu gehören unter anderem folgende zentrale Fragestellungen:

- **Risikobeurteilung:** Welche Risiken werden mit der Investition über die Zeit eingegangen? Wie können sich diese Risiken verändern? Inwiefern kann sich die Performance der Investition aufgrund dieser Risiken über die Zeit verändern (Wertänderung sowie Veränderung des Cash-Flows)?
- **Liquidität:** Wie schnell sollen die Investitionen wieder verkäuflich sein?
- **Zeithorizont:** Wann wird das eingesetzte Kapital wieder benötigt? Wie lange soll das Kapital in der geplanten Investition gebunden sein?
- **Expertise des Investors, Management Aufgaben:** Wie viel Branchenkenntnis und Erfahrung braucht der Investor für den Investitionsprozess? Wie umfassend sind die Managementaufgaben der Investition für den Ankauf und während der Laufzeit? Wird ein externes Management beigezogen?
- **Grösse des Investors:** Über wieviel Kapital verfügt der Investor? Welchen Anteil macht diese Investition an seinem Gesamtportfolio aus?
- **Diversifikation:** Über welche anderen Vermögensanlagen verfügt der Investor? Wie ist sein Portfolio diversifiziert?
- **Kapitalintensität:** Wie schnell und einfach kann der Investor weiteres Kapital in die Investition fliessen lassen, falls dies aus unerwarteten Gründen nötig wird oder falls sich weitere interessante Opportunitäten ergeben?
- **Kosten:** Welche Anschaffungskosten sowie laufende Ausgaben sind mit der Investition verbunden?
- **Stabilität:** Wie stabil verhalten sich die Geldrückflüsse, die Kosten, die Wertschwankung, etc?

Die Wertsteigerungs- und Einkommenserwartungen bezüglich der Investition resultieren mehrheitlich aus den vorherig genannten Faktoren. Die Erwartungen bezüglich dieser beiden Hauptkomponenten sind nicht statisch, sie entwickeln sich über die Zeit und verhalten sich jeweils relativ zu Anlagealternativen. Wird mehr Risiko eingegangen, so ist die Renditeerwartung, verglichen mit anderen Kapitalanlagen, höher. Ist die Investition illiquider als andere, so ist die Renditeerwartung meist ebenfalls höher. Die Voraussetzung der einzelnen Komponenten ist jeweils, dass diese isoliert betrachtet und andere Faktoren jeweils unverändert bleiben. Voraussetzung für die damit verbundene Preisfindung der Investition ist, dass die Märkte gut und liquide funktionieren (Geltner et al. 2014, S. 126-127).

2.3 Investoren und Anleger

Die Begriffe „Anleger“ und „Investor“ werden aus sprachlicher Sicht häufig als Synonyme verwendet, gesetzlich gibt es lediglich den Begriff „Anleger“. Schliesslich gilt, wer Geld anlegt (Anleger), investiert es (Investor). Nach dem zweistufigen Investitionsvorgang kann zwischen den Begriffen differenziert werden, sodass der Investor das Produkt auferlegt, respektive die Direktanlage tätigt und der Anleger sich später am Produkt beteiligt. In dieser Arbeit werden beide Begriffe für den Initial- sowie für den Endinvestor verwendet, wobei der Begriff „Investor“ mehrheitlich für Personen mit einem höheren Professionalisierungsgrad eingesetzt wird (Dietrich Tauffer, 2007, S. 12).

2.3.1 Institutionelle Investoren

Unter institutionellen Investoren werden in der Regel nicht natürliche Personen verstanden, welche eine professionelle Struktur aufweisen und über starke finanzielle Mittel verfügen. Eine einheitliche Definition von institutionellen Investoren existiert jedoch nicht. Zu den typischen institutionelle Investoren gehören unter anderem Pensionskassen und Anlagestiftungen, Versicherungen sowie offene und geschlossene Kapitalanlagegesellschaften (Stock, 2009, S. 17).

2.3.2 Private Investoren

Private Investoren können natürliche Personen sein, die mit im Vergleich zu institutionellen Investoren mit weitaus weniger Kapital investieren. Wiederum ist es auch möglich, dass private Investoren einen hohen Professionalisierungsgrad aufweisen, sehr kapitalstark sind und die Investitionen beispielsweise durch eine Aktiengesellschaft tätigen. Für die Einordnung als privater Investor ist vor allem die Herkunft des Kapitals, respektive die private Stellung des Vermögensinhabers entscheidend, nicht das Konstrukt des Investors durch eine Gesellschaft, wie das oftmals bei Family Offices zu sehen ist. Häufig sind solche professionellen privaten Investoren als qualifiziert kategorisiert.

2.3.3 Qualifizierte Investoren

Mit der Einführung des Kollektivanlagegesetzes (KAG) im Juni 2006 wurde auch der Begriff des qualifizierten Investors, welcher neben institutionellen Anlegern auch vermögende Privatpersonen umfasst, geschaffen und auf Gesetzesstufe definiert. Qualifizierte Investoren umfassen gemäss Art. 10 KAG folgende Kategorien:

- Professionelle Anleger und institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie (in Verbindung mit Abs. 3 und Art. 4 FIDLEG)
- Vermögende Privatpersonen, die als professionelle Kunden gelten wollen und erklären, dass
 - «a. aufgrund der persönlichen Ausbildung und der beruflichen Erfahrung oder aufgrund einer vergleichbaren Erfahrung im Finanzsektor über die Kenntnisse verfügt, die notwendig sind, um die Risiken der Anlagen zu verstehen, und über ein Vermögen von mindestens 500 000 Franken verfügt; oder
 - b. über ein Vermögen von mindestens 2 Millionen Franken verfügt.» (Art. 5 Abs. 2 FIDLEG)

Der Begriff des qualifizierten Anlegers ist hauptsächlich deshalb relevant, weil diverse Anlageprodukte nach dem KAG sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger richten und den Anlegerkreis einschränken.

Bei der Zulassung von Produkten kann die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) zudem ein vereinfachtes Genehmigungsverfahren erlauben und die Produkt-Gestaltungsmöglichkeiten flexibler halten, sofern die Produkte sich auf die Zielgruppen der qualifizierten Anleger beschränken (Art. 10 Abs. 5 KAG).

2.4 Die Immobilienanlagen

Immobilien können zur Stabilisierung eines Portfolios verschiedener Anlageklassen beitragen, solange die Anlageklassen breit gestreut sind. Üblicherweise ergänzen sie Portfolios, welche häufig durch Anlagen in Aktien, Obligationen oder Rohstoffe dominiert sind. Nebst der Diversifikation eines solchen sogenannten Multi-Asset-Portfolios sind die Hauptgründe, weshalb private und institutionelle Investoren in Immobilien investieren, regelmässige Zahlungsrückflüsse und ein langfristiges Wertsteigerungspotenzial (Davidson, 2018).

Als Immobilienanlagen werden Investitionen verstanden, welche auf irgendeine Art und Weise mit Immobilien zu tun haben. Die erste Unterscheidung erfolgt zwischen direkten Immobilienanlagen, bei welchen der Anleger zum Grundstückeigentümer wird, und indirekten Anlagen. Bei indirekten Anlagen erfolgt die Kapitalallokation der Anleger meist durch Anteile an einzelnen Gefässen, sogenannte SPVs (Special Purpose Vehicles), welche direkt oder indirekt in Immobilien investiert sind und je nach Charakteristik (Investitionsziel, Immobiliensegment, Anlegerkreis, Land und Kanton)

unterschiedliche rechtliche und steuerliche Strukturen aufweisen (Davidson, 2018, S. 12-13).

In den nachfolgenden Unterkapiteln werden die einzelnen Investmentvehikel in Bezug auf nachstehenden Kriterien detaillierter beschrieben und im Kapitel 3 miteinander verglichen.

- Investitionscharakteristiken
- Zielgruppe und Anlegermotive
- Zeitlicher Investitionszeitraum
- Diversifikation und Losgrößen
- Kostenstrukturen
- Benötigtes Fachwissen
- Fremdkapitalintensität (Leverage)
- Grösse und Verbreitung der Angebots-Strukturen

2.4.1 Investitionsstile

Für Immobilieninvestitionen im Allgemeinen gibt es verschiedene Investitionsstile, welche Vehikel-unabhängige Charakteristiken aufweisen. Die Definitionen dafür sind nicht überall identisch. Nach der europäischen Organisation für nicht kotierte Immobilienvehikel, INREV, werden drei Hauptinvestitionsstile unterschieden: Core, Value Add und Opportunity.

Core

Core Liegenschaften sind hauptsächlich Cash-Flow getrieben und befinden sich an zentralen Lagen in grösseren Städten. Sie verfügen über langfristige oder unbefristete Mietverträge, erwirtschaften stabile Erträge und haben eher geringe Risiken. Die Entwicklungschancen bei Core Liegenschaften sind in der Regel eher gering (INREV, 2012).

Value Add

Value Add Immobilien weisen im Vergleich zu Core Liegenschaften mehr Handlungsspielraum und damit höhere Renditen sowie höhere Risiken auf. Die Immobilien können über Leerstände oder einen aufgestauten Investitionsbedarf verfügen. Bei Value Add Investitionen werden konkrete Massnahmen zur Ertrags- und Wertsteigerung angestrebt (INREV, 2012).

Opportunity

Die höchsten Risiken werden bei opportunistischen Investitionen eingegangen. Dafür wird vom Investor jedoch eine mindestens ebenso hohe Rendite erwartet. Typischerweise ist der Fremdkapitalanteil von solchen Investments sehr hoch, die Entwicklung und Wertsteigerung des Grundstücks steht im Vordergrund (INREV, 2012).

2.4.2 Immobilien Direktanlagen

Mit der Direktanlage übernimmt der Investor das Eigentum an einer Immobilie, respektive an einem Grundstück, und wird als Eigentümer im Grundbuch eingetragen. Der Investor erlangt somit die unlimitierte Kontrolle über die Liegenschaft mit dem umfassenden Nutzungsrecht und dem Wertsteigerungspotenzial, vorbehaltlich anderweitiger grundbuchrechtlicher Abreden. Nebst diesen Eigenschaften werden dem Investor diverse Verpflichtungen und Risiken übertragen, welche zur Direktanlage gehören.

Zu den Charakteristiken der Direktanlage gehört insbesondere die starke Kapitalintensität der einzelnen Investitionen, beispielsweise der Kaufpreis einer Immobilie verglichen mit einer durchschnittlichen Aktie, die hohen Transaktionskosten (Grundbuch- und Notariatsgebühren, Gebühren für die Errichtung allfälliger Hypotheken und Schuldbriefe und allfällige Kosten für die Auflösung von Hypotheken, Maklerhonorare, je nach Ort: Handänderungssteuer und Grundstückgewinnsteuer, etc.), die tiefe Liquidität, respektive die zeitintensive Handelbarkeit, welche auch auf die Heterogenität der einzelnen Immobilien zurückgeführt werden kann, sowie der hohe Aufwand für den Betrieb und das benötigte Immobilienwissen für das Management. Vor allem die hohen Transaktionskosten und die Grundstückgewinnsteuer in der Schweiz motivieren viele Anleger für eine langfristige Kapitalallokation, wenn der direkte Erwerb von Immobilien angestrebt wird (Davidson, 2018, S. 12-13).

Die Direktanlage eignet sich grundsätzlich für alle Arten von Eigentümern, seien dies natürliche Personen, Gemeinschaften, beispielsweise Erbengemeinschaften als einfache Gesellschaft, juristische Personen oder auch die öffentliche Hand. Ein verhältnismässig hoher Fremdkapitaleinsatz ist möglich, so können bei selbstgenutzten Wohnliegenschaften bis zu 80%, bei Immobilien zu Anlagezwecken bis zu 75% mit Fremdkapital finanziert werden. Vorbehaltlich der Fremdkapitalquote bleibt die Einschätzung der Bank über den Wert der Liegenschaft und die finanziellen Verhältnisse des Investors. Direktinvestitionen bieten langfristig stetige Mieterträge, die

Korrelation mit anderen Anlageklassen ist gering und sie bieten einen gewissen Schutz vor der Inflation.

Während Immobilien häufig zur Stabilisierung eines Multi-Asset-Portfolios erworben werden, wird beim Erwerb von einer oder wenigen Immobilien häufig der gegenteilige Effekt erzielt. Nach dem Kauf einer Immobilie ist vor allem bei privaten Investoren häufig der grösste Teil des Anlagevermögens in einer einzigen Investition gebunden. Wer eine einzelne oder nur wenige Liegenschaften als Vermögensanlage erwirbt, übernimmt mangels ausreichender Diversifikation somit ein hohes Klumpenrisiko (Steininger & Wagner-Hauber, 2012).

Zu den Objekt- und Standortrisiken gehört auch das Leerstandrisiko, rechtliche Unsicherheiten in Bezug auf das Mietrecht insbesondere bei Wohnliegenschaften, politischen Einflüssen sowie baurechtliche Risiken bei Sanierungen und Projektentwicklungen.

2.4.3 Indirekte Immobilienanlagen im Allgemeinen

Wer die Herausforderung von grossen Anlagesummen, Illiquidität, hohe Transaktionskosten und die potenziellen Risiken von direkten Immobilieninvestitionen umgehen will, investiert indirekt in Immobilien. Die Hauptidee der indirekten Anlage ist, dass viele verschiedene Anleger als Kollektiv in eine Anlage investieren. Wie eingangs des Kapitels erwähnt, erwirbt man bei indirekten Immobilienanlagen meist einen Anteil eines spezifischen Vehikels, eines SPVs, um über dieses Gefäss in Immobilien investiert zu sein. Das SPV selbst investiert entweder direkt oder indirekt in Immobilien, je nach Ziel und Struktur des Gefässes (Davidson, 2018, S. 13). In den nachfolgenden Unterkapiteln werden einige Beispiele von SPVs erklärt, um diese zu veranschaulichen. Häufig gliedern sich die verschiedenen indirekten Investitionsvehikel entweder nach der öffentlichen Handelbarkeit, nach dem Kapitalcharakter oder nach dem Risiko/Ertrag-Profil. Abbildung 3 zeigt eine nicht abschliessende Übersicht verschiedener Investmentvehikeln, wobei die indirekten Anlagen nach der öffentlichen Handelbarkeit an der Börse unterteilt werden.

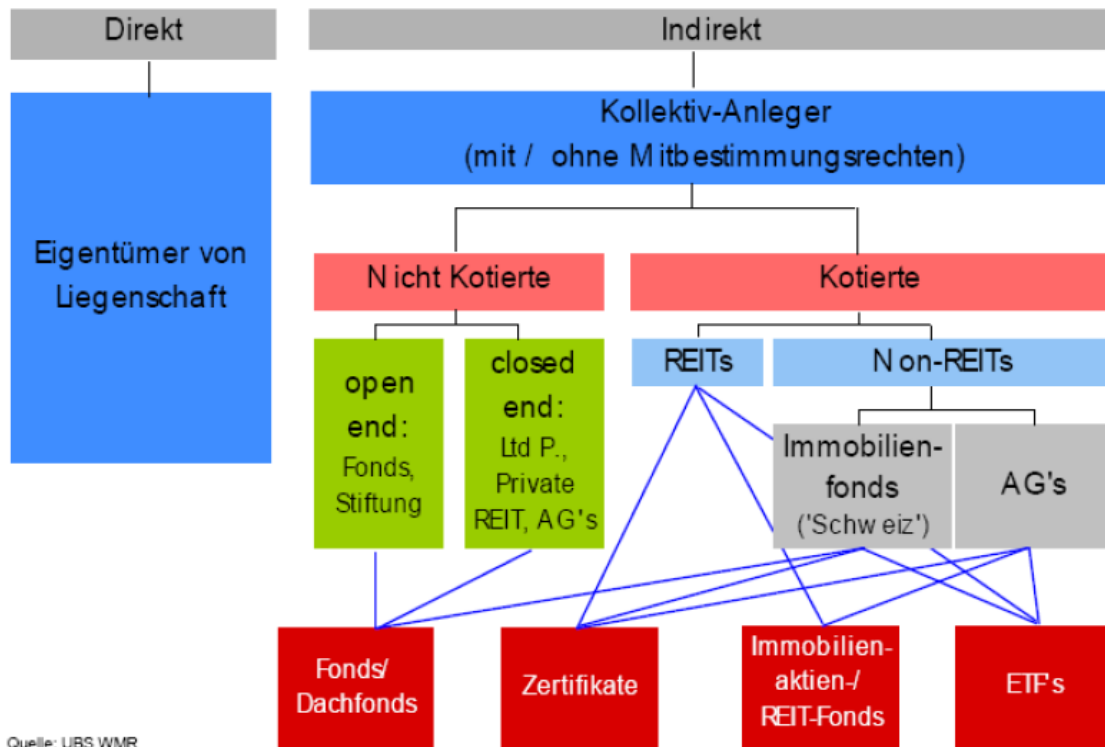


Abbildung 3 Übersicht der Investmentvehikel (Davidson, 2022)

Bei den ausserbörslichen Vehikeln wird weiter unterschieden, ob es sich um sogenannte ‚open-end‘- oder ‚closed-end‘- Strukturen handelt. Damit ist die unbefristete, beziehungsweise die befristete Laufzeit der Anlage gemeint. Bei geschlossenen, respektive ‚closed-end‘ Fonds wird zudem die Anlagesumme vor der Initiierung festgesetzt und bleibt über die meiste Zeit konstant.

Bei den kotierten Vehikeln wird zwischen ausländischen Real Estate Investment Trusts (REITs) und Non-REITs unterschieden. Die kotierten Vehikel kombinieren den Immobilienmarkt mit dem Kapitalmarkt. Indem der Investor in ein öffentlich gehandeltes Portfolio investiert, verbindet er die Vorteile des illiquiden Immobilienmarktes mit den gelisteten handelbaren Börsentiteln (Davidson, 2018, S. 19). Während die vorgängige Übersicht vor allem die Immobilieninvestitionen mit Eigenkapitalcharakter beleuchtet, gibt es daneben diverse Fremdkapitalvehikel für Immobilien. Als Fremdkapitalvehikel versteht man Gefässe, die sich auf das aufgenommene Fremdkapital von Immobilieninvestments fokussieren, nicht das Halten von Immobilien im Eigentum. Abbildung 4 zeigt eine Übersicht von Investmentmöglichkeiten nach dieser Unterscheidung. Bei den Fremdkapitalvehikeln können grundsätzlich Investments in die öffentliche (public debt) und in die private Verschuldung (private debt) unterschieden werden (Davidson, 2018, S. 19).

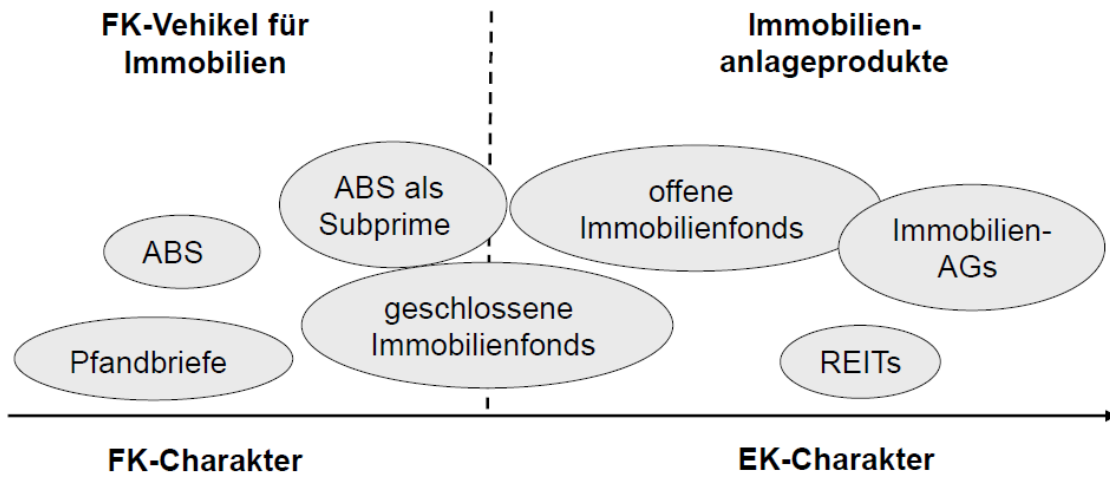


Abbildung 4 Indirekte Immobilienanlagen nach Kapitalcharakter (Sotelo, 2022)

2.4.4 Indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz

Die am weitesten verbreiteten Vehikel für indirekte Immobilienanlagen sind die Immobilienfonds und die Immobilienaktien, welche an der Börse gehandelt werden. In der Schweiz gibt es derzeit 40 börslich gehandelte Fondsvehikel, welche eine Marktkapitalisierung von über CHF 64 Milliarden aufweisen. Diese Fonds sind mit über fünfzig Prozent in Wohnbauten investiert, ähnlich wie die Anlagestiftungen, welche ausschliesslich für schweizerische Vorsorgeeinrichtungen zugänglich sind. Bei den börslich gehandelten Immobilienaktien hingegen, welche eine Marktkapitalisierung von über CHF 20 Milliarden aufweisen, liegt der Anlagefokus auf Büroliegenschaften (SIX, 2022). Die detaillierte Aufteilung nach Nutzungsart und nach Region zeigt Abbildung 5.

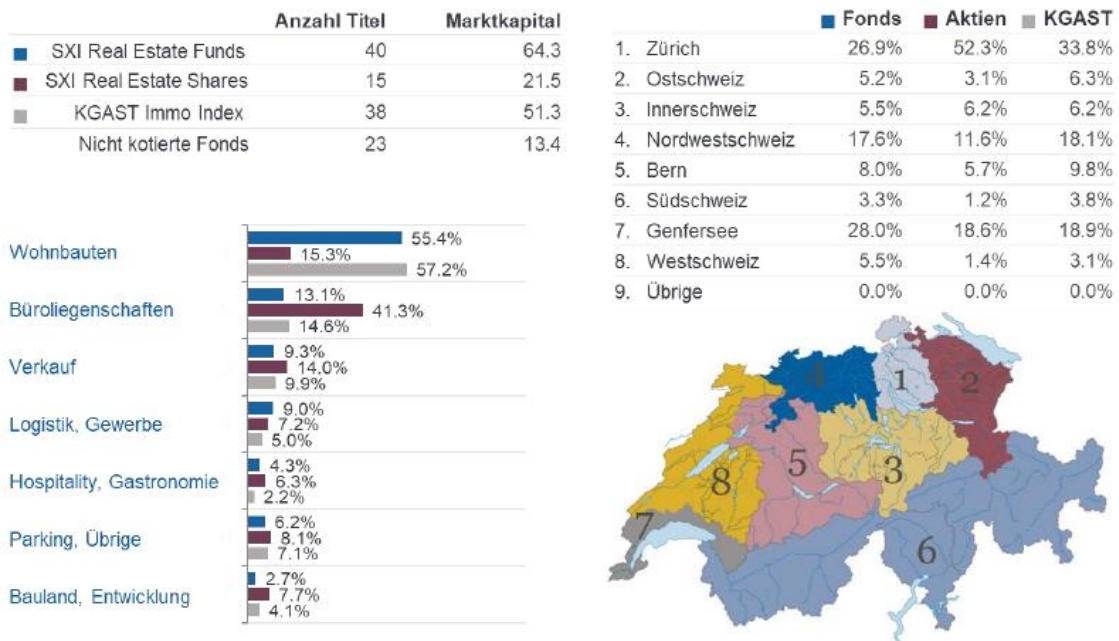


Abbildung 5 Indirekte Immobilienanlagen Schweiz (Schwab, 2022)

Generelle Charakteristiken durch die Börsenkotierung

Durch die Börsenkotierung und die Marktkapitalisierung der kotierten Vehikel sind diese Anlagen sehr liquide. Anteile können in wenigen Minuten gekauft und verkauft werden. Die Liquidität hat Ihren Preis. Als strukturelle Treiber der Marktpreise der Fondstitel ist der Kapitalmarktzins zu nennen. Sind die Zinssätze auf dem Kapitalmarkt niedrig, so sinken die geforderten Dividendenrenditen bei Investoren von Immobilienkollektivanlagen. Daraus erfolgt ein Kursanstieg der Titel, welcher weit über den darunterliegenden Nettoinventarwerten (NAV) liegen kann. Dieser Aufpreis gegenüber den darunterliegenden NAV wird Agio genannt. Bei indirekten Immobilienanlagen setzt sich die Gesamtperformance somit aus den Komponenten Dividendenbeitrag, Änderung des NAVs und der Agio Veränderung zusammen (Di Maggio, 2018).

Immobilienanlagevehikel nach den Regulierungsvorschriften

In den nachfolgenden Unterkapiteln werden die bekanntesten indirekten Immobilienanlagevehikel in der Schweiz nach den verschiedenen Regulierungsvorschriften umschrieben. Die nachstehende Grafik zeigt die Übersicht der regulierten Vehikel. Zusätzlich werden unregulierte, respektive nicht spezifische Anlageformen sowie Investments mit Fremdkapitalcharakter thematisiert.

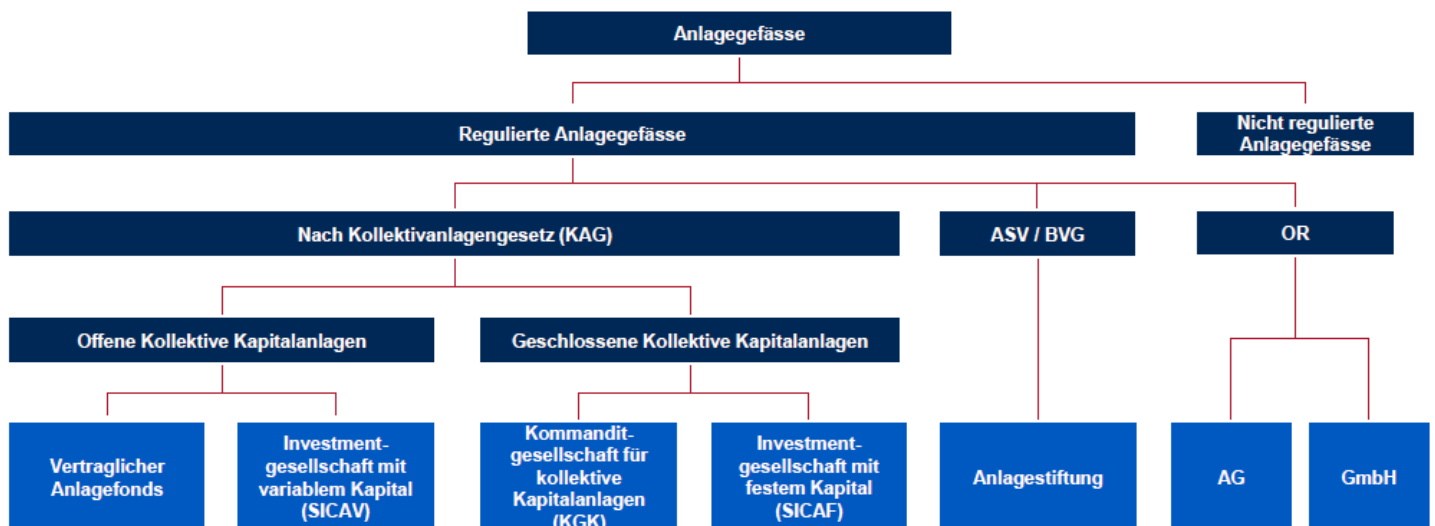


Abbildung 6 Mögliche Anlageformen in der Schweiz (Kumschick, 2022)

Regulierte Anlagegefässe nach dem Kollektivanlagegesetz (KAG)

Gemäss Art. 7 KAG handelt es sich bei kollektiven Kapitalanlagen um Vermögen, die von Anlegern zur gemeinsamen Kapitalanlage zusammengetragen und für deren Rechnung verwaltet werden. Dabei gelten unter anderem folgende Grundsätze:

- Gleichmässige Befriedigung der Bedürfnisse der Anleger
- Offene oder geschlossene Form der Kapitalanlage möglich
- Sitz und Hauptverwaltung muss in der Schweiz liegen

Wer eine kollektive Kapitalanlage bildet, betreibt oder aufbewahrt, braucht nach Art. 13 KAG eine Bewilligung der FINMA. Bei der kollektiven Kapitalanlage wird zwischen offenen und geschlossenen Anlagen unterschieden. Das wesentliche Differenzierungsmerkmal zwischen offenen und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen ist das Rückgaberecht, bzw. die Rücknahmepflicht der Anteile. Anleger haben gegenüber der Fondsleitung, bzw. der Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV), Anspruch auf Rückerstattung ihres Anteils zum NAV im Primärmarkt (Art. 8 Abs. 2 KAG). Bei geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen hingegen gibt es diesen Anspruch gemäss Artikel 9 Abs. 2 KAG nicht.

Vertraglicher Anlagefonds (offene kollektive Kapitalanlage)

Beim Anlagefonds handelt es sich um eine kollektive Kapitalanlage (KK), welche auf einem rein vertraglichen Konstrukt basiert. Der Anlagefonds selbst ist somit keine juristische Person und hat keine Rechtspersönlichkeit. Die Anleger schliessen einen Vertrag mit der Fondsleitung ab, welche die Immobilien als Aktiven hält (Marbacher, 2022). Bei der Fondsleitung handelt es sich in der Regel um eine juristische Person, welche nach Art. 25 KAG verpflichtet ist, «die Anlegerinnen und Anleger nach Massgabe der von ihnen erworbenen Fondsanteile am Anlagefonds zu beteiligen», und «das Fondsvermögen gemäss den Bestimmungen des Fondsvertrags selbständig und im eigenen Namen zu verwalten.».

Bei Immobilienfonds im Speziellen handelt es sich um Kapitalanlagen, die ihre Mittel in Immobilienwerten anlegen (Art. 58 KAG). Für Immobilienfonds sind ausschliesslich Grundstücke im In- und Ausland sowie Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, deren Zweck der Erwerb oder Verkauf und die Vermietung oder Verpachtung eigener Grundstücke ist, zulässig. Anteile an anderen Immobilienfonds oder börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaften dürfen bis zu maximal 25% des Fondsvermögens ausmachen. Ausländische Immobilienwerte müssen bezüglich des Werts ausreichend

beurteilt werden können. Miteigentumsanteile sind dann zulässig, wenn die Beherrschung gegeben ist (Art. 59 KAG).

Ein regelmässiger börslicher oder ausserbörslicher Handel von Immobilienanteilen durch die Fondsleitung über eine Bank oder einen Effekthändler muss sichergestellt sein (Art. 67 KAG). Immobilienfonds richten sich vor allem an private und institutionelle Anleger. Die Anlagehorizonte der Investoren können kurz oder lang sein, je nach den Bedürfnissen der Anleger. Ein spezifisches Immobilienwissen der Anleger wird nicht vorausgesetzt, da das Management mit dem Fondsvertrag an die Managementgesellschaft übertragen wird. Die Anleger haben somit kein Mitbestimmungsrecht.

Weil Fonds in der Regel in zahlreiche verschiedene Immobilien investiert sind, ist eine hohe Diversifikation gegeben, welche an die Anleger weitergegeben wird. Obschon ein Fremdkapitaleinsatz möglich ist halten die meisten Schweizer Fonds Ihre Fremdkapitalquote tief, meist übersteigt sie dreissig Prozent nicht. Aufgrund der Verpflichtungen gegenüber den Anlegern dürfen die Fondsleitungen keine grossen Risiken eingehen. Je nach Anlagestrategie des Fonds fokussiert dieser sich auf Core, Value Add oder auch opportunistische Objekte. Weil für Fonds jedoch eine Rücknahmeverpflichtung besteht, falls die Anleger ihre Anteile verkaufen möchten, fokussieren sich die meisten Fonds auf Core oder Value Add Strategien, da die opportunistischen Vehikel meist zu viele Risiken mit sich bringen (Schwab, 2022).

Kotierte Immobilienfonds

Ende 2019 gab es in der Schweiz 67 kotierte Immobilienfonds, dies verglichen mit den insgesamt 9'906 in der Schweiz zugelassenen Fonds, wovon ca. 1'700 schweizerischen und der Rest ausländischen Rechts sind (Statista, 2022). Gemessen an der Marktkapitalisierung ist der UBS Fonds Swiss SIMA mit einer Kapitalisierung von CHF 9.46 Milliarden der grösste Immobilienfonds der Schweiz. Dem folgen die CS Fonds REF SIAT mit CHF 3.64 Milliarden und REF LIVING PLUS mit CHF 3.12 Milliarden (Wüest Partner AG, 2022).

Nicht kotierte Immobilienfonds

Nebst den kotierten gibt es in der Schweiz diverse nicht kotierte Fonds. Die Voraussetzungen für nicht kotierte Fonds sind dieselben wie bei den kotierten Fonds, unter anderem, dass der Handel bei einer Depotbank gewährleistet wird. Wenn

ausserbörsliche Fonds Ausblick auf Kotierung haben, und überdurchschnittliche Cash-Flow Renditen dank tiefen Bewertungen ausweisen, können sie eine sehr attraktive Anlageoption für Investoren sein. Dadurch weisen gute Aussichten auf eine Agio Bildung auf, sobald der bevorstehende Börsengang erfolgt ist. Ebenfalls bieten ausserbörsliche Fonds je nach Spezialisierung Zugang zu neuen Sektoren, welche ohne diese Vehikel schwieriger zugänglich wären. Als Risiko der nicht kotierten Immobilienfonds versteht sich vor allem die beschränkte Liquidität. Handelt es sich beim Fonds um ein ‘closed end’ Produkt, welches über eine beschränkte Laufzeit verfügt, so ist dieses Risiko wiederum gering (Schwab, 2022).

Ein Beispiel für nicht kotierte Immobilienfonds sind unter anderem der Centralfonds, ein Fonds mit dem geografischen Fokus auf die Zentralschweiz. Fondleitung ist die Imovag Immobilien Verwaltungs AG, die Depotbank des Centralfonds ist die Luzerner Kantonalbank (Imovag Immobilien Verwaltungs AG, 2022).

Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) (offene KK)

Nach Art. 36 KAG handelt es sich bei der SICAV um eine Gesellschaft,

- a. «deren Kapital und Anzahl Aktien nicht im Voraus bestimmt sind;
- b. deren Kapital in Unternehmer- und Anlegeraktien aufgeteilt ist;
- c. für deren Verbindlichkeiten nur das Gesellschaftsvermögen haftet;
- d. deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist.»

Im Gegensatz zum vertraglichen Anlagefonds handelt es sich bei der SICAV um eine juristische Person, also um ein Anlagegefäss gesellschaftsrechtlicher Natur mit variablem Kapital. Zwingenderweise verfügt die SICAV über zwei Aktienkategorien, die Unternehmeraktien (für Promotoren der SICAV) sowie die Anlegeraktien (für Investoren). Beide dieser Aktienkategorien sind nennwertlos und haben die gleichen Rechte. Lediglich für das Recht zur Auflösung der SICAV haben die Unternehmeraktionäre spezielle Befugnisse (Marbacher, 2022). Für die Gründung gilt gemäss den Bewilligungsinformationen der FINMA (2022): «Die Gründung der SICAV richtet sich nach den Bestimmungen des Obligationenrechtes über die Gründung von Aktiengesellschaften; ausgenommen sind die Bestimmungen über die Sacheinlagen, die Sachübernahmen und die besonderen Vorteile (Art. 37 KAG).» Die Aufsetzung einer SICAV ist im Vergleich zu einem vertraglichen Anlagefonds eher kostenintensiv, da eine Institutsbewilligung notwendig ist. In der Schweiz gibt es 30 bewilligte SICAV (Marbacher, 2022).

Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) (geschlossene KK)

Mit dem KAG wurde die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) eingeführt, welche mit der angelsächsischen Limited Partnership vergleichbar und steuerlich privilegiert ist. Die KGK bezweckt ausschliesslich die Verwaltung des eigenen Vermögens bei der Anlage in Risikokapital (KKV Art. 117) sowie in Immobilienanlagen mit Risikocharakter (inkl. Bau- und Immobilienprojekte) (KKV Art. 121). Nach Art. 120 KKV dient das Risikokapital «in der Regel der direkten oder indirekten Finanzierung von Unternehmungen und Projekten in grundsätzlicher Erwartung eines überdurchschnittlichen Mehrwertes verbunden mit einer überdurchschnittlichen Verlustwahrscheinlichkeit». Die Finanzierung kann über Eigen- und Fremdkapital, sowie über Mezzanine-Finanzierungen erfolgen. Nach Art. 98 KAG haftet mindestens ein Mitglied unbeschränkt (Komplementär), die anderen Mitglieder (Kommanditärinnen und Kommanditäre) haften nur bis zu einer bestimmten Vermögenseinlage. Die Anleger müssen nach Art. 10 KAG qualifiziert sein (Art. 98 Abs. 3 KAG). In der Schweiz gibt es 14 bewilligte KGK (Marbacher, 2022).

Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) (geschlossene KK)

Bei der SICAF handelt es sich um eine Investmentgesellschaft mit festem Kapital in der Form einer Aktiengesellschaft, bei der die Anleger kein Recht auf Rückgabe ihrer Anteile haben. Eine allgemeine Unterstellung dem KAG wurde verworfen, die steuerliche Gleichbehandlung mit anderen KAG-Vehikeln ebenfalls. Wenn der ausschliessliche Zweck der SICAF die kollektive Kapitalanlage ist, der Anlegerkreis sich nicht auf qualifizierte Anleger beschränkt, und die SICAF nicht an der Börse gehandelt wird, so ist ein SICAF dem KAG unterstellt (Art. 110 KAG). Die KAG-Teilunterstellung des SICAFs bringt keine effektiven Vorteile gegenüber der gängigen Immobilienaktiengesellschaft, weshalb sie sich bisher in der Schweiz nicht durchsetzen konnte. Da die SICAF nicht an der Börse kotiert sein kann, gibt es für sie keinen liquiden Markt, was ebenfalls zur geringen praktischen Bedeutung beiträgt (Dietrich Taufer, 2007, S. 38).

Regulierte Anlagegefässe nach ASV / BVG

Anlagestiftung

Nach den Artikeln 80 bis 89 des Schweizerischen Zivilgesetzbuchs (ZGB) können Stiftungen gegründet werden, die zur gemeinsamen Anlage und Verwaltung von Vorsorgegeldern dienen. Anlagestiftungen sind Einrichtungen, welche ausschliesslich

der beruflichen Vorsorge dienen. Sie unterstehen dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) (Art. 53g BVG). Zum Anlegerkreis können ausschliesslich Vorsorgeeinrichtungen und andere steuerbefreite Einrichtungen gehören, welche den Sitz in der Schweiz haben. Ebenfalls können Personen, die Vorsorgegelder verwalten und von der FINMA beaufsichtigt werden, zum Anlegerkreis gehören (Art. 1 ASV). Bei Immobilienanlagegruppen gibt es bestimmte Einschränkungen, welche Anlagen zulässig sind. Grundsätzlich geht es stets um die Minimierung des Risikos und um die Wahrung der Interessen der Anleger, respektive der Vorsorgegelder. Unbebaute Grundstücke dürfen lediglich erworben werden, wenn sie erschlossen sind und die Voraussetzung für eine umgehende Bebauung erfüllt ist. Zudem darf Bauland höchstens dreissig Prozent des Vermögens einer Anlagegruppe ausmachen. Miteigentumsanteile dürfen nur bis zu einer Quote von dreissig Prozent des Vermögens der Anlagegruppe erworben werden. Aus Diversifizierungsgründen und für die Vermeidung von Klumpenrisiken darf der Verkehrswert eines Grundstücks höchstens fünfzehn Prozent des Vermögens ausmachen. Die Aufnahme von Fremdkapital ist für Anlagestiftungen zulässig, sofern die Belehnung einen Drittel des Verkehrswerts der Grundstücke nicht überschreitet (Art. 27 ASV).

Anlagestiftungen werden von der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) beaufsichtigt (Art. 64a Abs. 2 BVG). Derzeit werden 65 Anlagestiftungen durch die OAK BV beaufsichtigt (Schweizerische Eidgenossenschaft, 2022). Die am Vermögen gemessene grösste Anlagestiftung der Schweiz ist aktuell die Swisscanto Immobilien Schweiz mit einem Vermögen von über CHF 7.8 Milliarden (Wüest Partner AG, 2022).

Aufgrund des Zwecks und des beschränkten Anlegerkreises sind Anlagestiftungen als Option für die indirekte Immobilienanlage für private Investoren nicht geeignet.

Regulierte Anlagegefässe nach Obligationenrecht (OR)

Es gibt diverse Vehikel, welche nach einer Gesellschaftsform des Obligationenrechts strukturiert sind. Die in der Schweiz gängigste Form ist die Immobilienaktiengesellschaft (Immobilien-AG). Weiter wird die Gesellschaft mit beschränkter Haftung sowie die Genossenschaft beschrieben, wobei diese Gesellschaftsformen nach OR nicht abschliessend sind.

Immobilienaktiengesellschaft (Immobilien-AG)

Die Aktiengesellschaft wird als Gesellschaftsform im Obligationenrecht, Art 620 ff. geregelt. Bezweckt eine Aktiengesellschaft die kollektive Kapitalanlage, wie beispielsweise Immobilien-AGs, die an der Börse gehandelt werden, so ist sie grundsätzlich dem KAG unterstellt und bedarf eine Bewilligung der FINMA (Art. 2 KAG). Wenn sich bei einer Immobilienaktiengesellschaft lediglich qualifizierte Investoren beteiligen, so ist die Gesellschaft dem KAG nicht unterstellt (Art. 2 Abs. 3 KAG). Eine Immobilienaktiengesellschaft im Speziellen ist eine Aktiengesellschaft, die den Erwerb, das Halten, das Entwickeln oder das Handeln von und mit Immobilien bezweckt.

Die Immobilien-AG ist bei privaten, sowie auch bei institutionellen Investoren weit verbreitet, unter anderem aufgrund der folgenden Charakteristiken (Revimag Treuhand AG, 2022).

- Beschränkte Haftung in der Höhe des Gesellschaftskapitals
- Relativ einfache Gründung, keine umfangreiche Beaufsichtigung ausser bei börslich gehandelten Vehikeln
- Bildung von Abschreibungen und Rückstellungen
- Möglicher Handel der Anteile an der Börse oder ausserbörslich
- Versteuerung des Ertrags ohne Progression (gegenüber der Einkommenssteuer bei Privatpersonen)

Börsenkotierte Immobilien-AGs

Auch für kotierte Immobilien-AGs gelten die Charakteristiken der kotierten Titel im Allgemeinen gemäss Beschreibung auf Seite 14. In der Schweiz gibt es derzeit 17 an der SIX gehandelte Immobilien-AGs (SIX, 2022). Die Swiss Prime Site AG ist mit einer Marktkapitalisierung von knapp CHF 7.5 Milliarden die grösste schweizerische Immobilien-AG an der Börse. Gefolgt wird sie durch die Allreal Holding AG (Marktkapitalisierung CHF 2.9 Milliarden), die Investis Holding SA (Marktkapitalisierung CHF 1.36 Milliarden) und die Intershop Holding AG (Marktkapitalisierung CHF 1.27 Milliarden) (Wüest Partner AG, 2022).

Nicht börsenkotierte Immobilien-AGs

Nicht börsenkotierte Vehikel sind die am meisten verbreitete Form von Immobilienanlagen der institutionellen Investoren, dazu gehören auch die nicht

börsenkotierten Immobilien-AGs. Die genaue Anzahl der Immobilien-AGs, welche nicht an der Börse gehandelt werden, ist jedoch nicht bekannt.

Der Vorteil dieser Vehikel ist, dass die Investoren eine breite Diversifikation und einen Zugang zu spezialisiertem Management erhalten, ohne sich an der Börse auszusetzen. Auch für Privatanleger, die in der Grössenordnung von CHF 100'000 bis CHF 500'000 Eigenkapital in Immobilien investieren möchten, kann die Investition in nicht kotierte Immobilien-AGs eine interessante Opportunität darstellen. So richtet sich beispielsweise die SwissIncome AG an qualifizierte Investoren aus der Schweiz, welche bis zu einer halben Million Schweizerfranken investieren möchten. Die Organisation der Aktiengesellschaft ist einfach, da sie dem KAG nicht unterstellt sind. Die Kosten für die Aufsetzung und die Gebühren für das Management halten sich gering, sodass die Erträge den Investoren zukommen. Das Privatvermögen der einzelnen Investoren haftet nicht, die Haftung erfolgt lediglich im Rahmen des eingesetzten Kapitals. Zudem sind die Dividendenerträge steuerfrei (INREIM AG, 2022).

Während sich Strukturen wie die SwissIncome AG an langfristig orientierte Privatanleger richten gibt es auch Gefässe, die einen eher kurzfristigen Anlagehorizont abbilden. Häufig handelt es sich dabei um Gefässe von Immobilienpromotoren, welche mehrheitlich Grundstücke mit Potenzial entwickeln und nach der Entwicklung im Alleineigentum oder im Stockwerkeigentum veräussern. Für die Durchführung solcher Projekte wird häufig die Immobilien-AG als Gesellschaftsform gewählt. Meist geht es dabei darum, dass das Risiko und die Haftung für die Projekte auf verschiedene Gesellschaften beschränkt wird und somit nicht auf der Managementgesellschaft lastet oder andere Bauprojekte beeinflusst. Investmentclubs werden häufig ebenfalls via Immobilien-AGs strukturiert. Der Investmentclub (Club Deal) wird in den Folgekapiteln näher beschrieben.

Zum Halten von Familien-Immobilienportfolios tauchen Immobilien-AGs ebenfalls sehr häufig auf, was vor allem auf steuerliche Aspekte, die Haftung sowie die Weitergabe an Generationen zurückzuführen ist.

Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)

Die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH) tritt als Gesellschaftsform seltener auf, unter anderem weil die Handelbarkeit der Anteile auf dem Sekundärmarkt schwieriger, respektive vom Markt weniger akzeptiert ist. Bei privaten Portfolios, welche den Handel von Anteilen nicht explizit bezwecken, treten teilweise GmbHs auf.

Die GmbH unterscheidet sich hauptsächlich in der Höhe der Kapitaleinlage bei der Gründung von der Aktiengesellschaft. In Kantonen wie Zürich, welcher sehr strenge Richtlinien für den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland hat, kann es für Investoren vorteilhaft sein, die Immobilien via eine GmbH zu halten und zu erwerben. Bei Körperschaften verlangen die Zürcher Notariate grundsätzlich einen Beschluss des Bezirksrats, welcher die ausländische Beherrschung überprüft. Diese sogenannte Lex-Koller-Prüfung kann einige Monate dauern und ist kostenintensiv. Je nach Notariat wird im Kanton Zürich bei GmbHs auf einen solchen Beschluss verzichtet, weil die Eigentumsverhältnisse klarer und transparenter sind. Abgesehen von der Lex-Koller-Thematik und der Höhe des Gesellschafterkapitals ergeben sich bei der GmbH keine nennenswerte Vorteile gegenüber der AG, weshalb sie wenig verbreitet ist.

Genossenschaft

Genossenschaften spielen im Immobilienwesen in der Schweiz eine wichtige Rolle. Per Definition nach Art. 828 Abs. 1 OR gilt: «Die Genossenschaft ist eine als Körperschaft organisierte Verbindung einer nicht geschlossenen Zahl von Personen oder Handelsgesellschaften, die in der Hauptsache die Förderung oder Sicherung wirtschaftlicher Interessen ihrer Mitglieder in gemeinsamer Selbsthilfe bezweckt oder die gemeinnützig ausgerichtet ist.» Das Grundkapital darf gemäss Art 828 Abs. 2 OR nicht im Voraus festgelegt werden. Zudem funktioniert sie nach dem Prinzip der offenen Tür, wonach jeder Genossenschafter werden kann. Die Genossenschaft benötigt per Gesetz eine Generalversammlung, einen Verwaltungsrat (Vorstand) sowie eine Revisionsstelle. Je nach Genossenschaft können weitere Stellen dazu kommen, beispielsweise Arbeitsgruppen, Kommissionen, etc.

Die Gründung einer neuen Genossenschaft ist einfach, sie bedarf keiner öffentlichen Beurkundung. Aufgrund der persönlichen Mitgliedschaft und des Kopfstimmprinzips wird eine faire Mitbestimmungsmöglichkeit gewährleistet. Primär haften die Genossenschafter mit dem Geschäftsvermögen, wobei dies statuarisch abgeändert werden kann. Aufgrund des Verbots des festen Grundkapitals ist die Kreditwürdigkeit schwierig zu beurteilen, was unter anderem den Bezug von Fremdkapital erschwert (Schoch, 2021, S. 7).

Wohnbaugenossenschaften sind in der Schweiz vor allem seit Anfang des 20. Jahrhunderts entstanden, da es eine grosse Bautätigkeit vor und nach dem ersten und dem zweiten Weltkrieg gab. Genossenschaften als Gesellschaftsform für das Halten von

Immobilien sind nicht per se gemeinnützig. Aufgrund der genannten Charakteristiken wie der fairen Mitbestimmungsmöglichkeit werden sie jedoch häufig als Gesellschaftsform für gemeinnützige Zwecke verwendet. Alleine in der Stadt Zürich machen die Genossenschaften gemäss Ruedi Schoch (2021) über zwanzig Prozent Marktanteil an dem Gesamtwohnungsbestand aus. Mit knapp 8'000 Mitgliedern ist die Allgemeine Baugenossenschaft Zürich (ABZ) die grösste Genossenschaft in Zürich, sie verfügt über 5'086 Wohnungen. Falls eine Genossenschaft Förderungsgelder beziehen oder Steuervorteile geniessen möchte, so hat sie unter anderem folgende Kriterien zu berücksichtigen: Vermietung nach dem Prinzip der Kostenmiete, Gemeinnützigkeit, keine Tantieme Ausschüttung (Schoch, 2021).

Dem KAG nicht unterstellte Vehikel und unspezifische Anlageformen

Club Deal

Bei einem Club Deal bündeln mehrere Investoren ihr Kapital für spezifische Immobilienprojekte. Dabei haben sie entweder das Ziel der Entwicklung und des späteren Verkaufs der Liegenschaft oder des Haltens der Immobilie als Kapitalanlage. Gemäss Stefan Pfenninger der Tax Partner AG (2021) gibt es verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten, die vor allem in steuerlicher Hinsicht zentral sind. «Die Erfahrung zeigt, dass solche Projekte in der Regel effizient über eine durch die Investoren gemeinsam gehaltene Kapitalgesellschaft realisiert werden.» (nzz.ch, 2021) Sehr häufig wird als Gesellschaftsform aufgrund der in den vorherigen Kapiteln genannten Charakteristiken die Aktiengesellschaft gewählt. In der Regel handelt es sich bei einem Club Deal um bis zu 10 verschiedene, qualifizierte Investoren, welche die Wertsteigerung im Fokus halten (aus Interview 7).

Club Deals grenzen sich vor allem beim Geschäftsmodell klar von anderen kollektiven Kapitalanlagen ab. Für die Investition im Club Deal gibt es mit den Immobilienprojekten einen konkreten Businessplan (meist mit Strategie Value Add oder Opportunistic), der ihr zugrunde liegt. Bei Fonds findet man in der Regel mehrheitlich allgemeine Profile für den Einkauf. Die effektive Zusammensetzung der Liegenschaften des Portfolios kennen die Investoren bei Fonds selten (aus Interview 7).

Die Strukturierungsmöglichkeiten von Club Deals sind sehr vielfältig und können sich je nach Zusammensetzung und Motivation der beteiligten Investoren und je nach Managementfirma unterscheiden. Marcel Egger hatte in seiner Masterarbeit 2015 drei grundlegende Modelle für Club Deals identifiziert, welche die verschiedenen

Strukturierungsmöglichkeiten beschreiben (Egger, 2015). Diese unterscheiden sich hauptsächlich gemäss der nachstehende Abbildung 7.

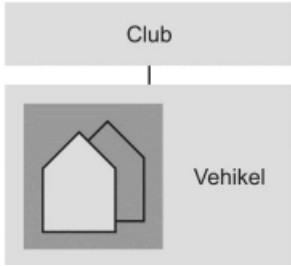
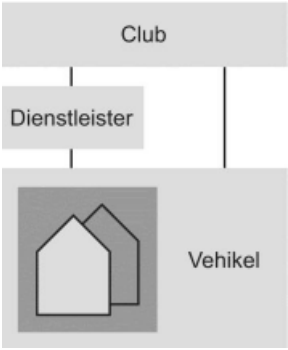
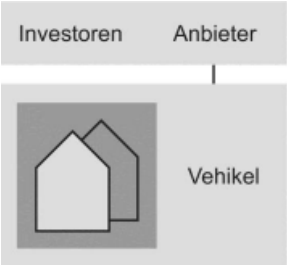
	Modell 1	Modell 2	Modell 3
			
Bezeichnung	Investitionsclub mit Vehikel ohne separate Managementfirma	Investitionsclub mit Vehikel mit Managementfirma	Investmentmanager erstellt Businessplan und sucht Investoren
Entstehung und Funktion	Eigeninitiative	Eigeninitiative	Initiierung durch Anbieter
Teilnehmer	3 – 5 Investoren, persönlich bekannt	Bis zu 10 Investoren	Bis zu 10 Investoren
Geschäftsführung	Gemeinsam oder mit Ausschuss	Managementfirma als Dienstleister	Managementfirma (Investmentmanager)
Mitbestimmung	Alle wichtigen Entscheidungen gemeinsam	Investoren treffen nur Hauptentscheidungen	Mitwirkung Gering, nur bei Veräusserung
Immobilienkenntnisse	Vertieft vorhanden	Nicht zwingend nötig	Nicht vorausgesetzt
Herausforderung	Einigkeit der Investoren vorausgesetzt	Prinzipal-Agent-Problematik mit Managementfirma	Prinzipal-Agent-Problematik mit Managementfirma

Abbildung 7 Verschiedene Modelle von Club-Deals (Egger, 2015, S. 26 - 29)

Obschon bei den meisten Club Deals indirekt durch eine Zweckgesellschaft investiert wird, so weisen diese Investments, solange die Gesellschaften nicht an der Börse kotiert sind, häufig die Charakteristiken einer Direktanlage auf. Zu den Charakteristiken gehört die Kontrolle über das Objekt, hohe Transaktionskosten, die Illiquidität aufgrund des engen Investorenkreises sowie die Kapitalintensität. Dank der überschaubaren Anzahl Investoren können bei Club Deals die Vehikel den Bedürfnissen der Investoren entsprechend aufgestellt werden. Ebenfalls unterliegen Club Deals, angenommen sie

beschränken sich auf qualifizierte Investoren, keine starren Anlage- oder Finanzierungseinschränkungen. Aufgrund der Nichtunterstellung des KAGs müssen keine zeit- und kostenintensiven Bewilligungen eingeholt werden (Egger, 2015, S. 51).

Eine Aussage über die Verbreitung und die Grösse dieser Immobilieninvestitionen kann nicht gemacht werden, da dazu keine öffentlichen Informationen verfügbar sind. Die Vereinbarungen kommen meist direkt zwischen den Investoren oder der anbietenden Managementfirma und dem Investor zustande.

Immobilien-Crowdfunding

Der Begriff Crowdfunding bezeichnet die Finanzierung eines Projekts durch eine Vielzahl an Kapitalgebern. Der Grundgedanke des Immobilien-Crowdfundings ist, dass von einer Gruppe von bis zu 50 Privatanlegern Kapital eingesammelt wird, um ein Grundstück zu erwerben. In der Regel werden die Liegenschaften bis zu 15 Jahre gehalten, bis die Immobilie aufgrund anstehender Sanierungen wieder veräussert wird. Im Gegenzug erhalten die Anleger, respektive die Investoren die laufenden Einnahmen aus der Investition abzüglich den Managementkosten für die Funding-Plattform und je nach Vertrag den Wertzuwachs beim Verkauf. Das Crowdfunding von Immobilien wird deshalb häufig auch Crowdfunding genannt. Die Anleger werden dann im Verhältnis zu ihrem investierten Kapital beteiligt. Die wichtigen Entscheidungen über die Investition werden in der Regel von den Investoren an das Management übertragen, sodass die Investoren lediglich die Auskunftsrechte beibehalten (Crowdhouse AG, 2022).

In der Schweiz erfolgt das Crowdfunding von Immobilien überwiegend durch den Verkauf von Miteigentumsanteilen an Liegenschaften. Die erste Phase skizziert die sogenannte «Funding-Phase», in welcher der Crowdfunding Anbieter die Zusage der einzelnen Investoren gewinnt. Die Investoren werden meist über eine Internetplattform gefunden. Sobald die gesammelten Teilbeträge in der Summe dem Mindesteigenkapital, welches für die Investition nötig ist, entsprechen, kann die Crowdfunding zustande kommen (Haas, 2018, S. 3). Als zweiter Schritt wird die Immobilie erworben. Die Investition in Immobilien via Crowdfunding ermöglicht es den einzelnen Investoren, mit verhältnismässig kleinen Losgrössen direkt in Renditeliegenschaften zu investieren. Bei der Crowdfunding Plattform «Crowdhouse» beispielsweise starten die Investitionsgrössen ab CHF 100'000 Eigenkapital (Crowdhouse AG, 2022).

Zielpublikum des Immobilien-Crowdinvestings sind Privatinvestoren mit wenig oder keinem Immobilien Know-How, da das Management durch die Plattform getätigt wird. Die Investoren werden hauptsächlich durch hohe Renditeversprechen gefunden, meist erhalten die Investoren monatliche Auszahlungen des Cash-Flows. Der Anlagehorizont ist unterschiedlich, häufig werden die Miteigentumsanteile wieder zurückgekauft und die Liegenschaften verkauft, sobald grössere Sanierungen anstehen. Möchte man vor dem Exit seinen Miteigentumsanteil wieder verkaufen, so ist der Handel möglich, wenn man selbst einen Käufer für seinen Anteil findet. Für den Ankauf fallen diverse Kaufnebenkosten an, welche durch die Managementfirma zulasten der Investoren auf den Erwerbspreis geschlagen werden. Bei Crowdhouse beträgt das gesamte Honorar rund drei Prozent des Kaufpreises. Von den Nettomieteinnahmen werden in einem Investitionsbeispiel von Crowdhouse im Juli 2022 ca. zwanzig Prozent als Unterhalts- und Finanzierungskosten gerechnet. Weitere zehn Prozent werden für die Verwaltung und den Sicherheitsfonds einkalkuliert, wobei der Sicherheitsfonds bei Crowdhouse dem langfristigen Werterhalt der Immobilie dient. Von den Netto-Mietzinseinnahmen werden demnach etwa siebenzig Prozent an die Investoren ausgeschüttet. Bei den Investitionsbeispielen von Crowdhouse wird derzeit mit einer Fremdfinanzierungsquote von fünfzig bis siebenzig Prozent gerechnet, was für die Investoren aktuell eine Eigenkapitalrendite von über fünf Prozent bedeutet (Crowdhouse AG, 2022).

Crowdinvesting Plattformen haben in den vergangenen Jahren in der Schweiz ein starkes Wachstum erlebt, was unter anderem auf die starke positive Preisentwicklung der Renditeliegenschaften zurückzuführen ist. Wie sich die Nachfrage nach Crowdinvesting Möglichkeiten weiter entwickeln würde, wenn es bei der Preisentwicklung eine Trendwende gäbe, ist fraglich.

Separate Account / externes Investment- und Assetmanagement

Unter Separate Accounts wird der Aufbau und das Auslagern des Managements von Immobilienportfolios verstanden. Ein Separate Account ist somit keine indirekte Immobilieninvestition, in welcher der Investor über eine Zweckgesellschaft investiert, sondern es handelt sich um eine Dienstleistung, welche der Investment- und Assetmanager anbietet. Die Immobilieninvestition des Anlegers kann jedoch indirekt über eine Zweckgesellschaft getätigt werden. In der Regel beauftragt ein grosser institutioneller Anleger einen professionellen Investment- und Asset Manager für den Aufbau und die Verwaltung eines Immobilienportfolios in einem vordefinierten Volumen. Anleger und Investmentmanager schliessen einen Vertrag miteinander ab und

definieren die Kriterien der aufzubauenden Portfolios. Zu den zu definierenden Kriterien gehören beispielsweise die Nutzungsarten, die Regionen, die Grösse der einzelnen Investitionen sowie der Investitionsstil (Core, Value Add, Opportunistic). Für den Anleger kann eine solche Partnerschaft interessant sein, weil er vom Fachwissen und der professionellen Betreuung des Investmentmanagers profitiert. Wichtig ist, dass der Anleger weiss, welche anderen Anleger der Investmentmanager betreut und dass keine Interessenskonflikte entstehen. Beispielsweise wäre es ungeschickt, wenn der Investmentmanager sich um den Ankauf von neuen Immobilien für verschiedene Anleger kümmert, welche jeweils für mehrere Anleger gleichzeitig interessant sein könnten. Zudem kann es für die Bilanz des Anlegers vorteilhaft sein, die Kosten für den Investmentmanager auszulagern und seine eigenen Ressourcen zu schonen.

In der Schweiz gewinnen Separates Accounts eine immer bedeutendere Rolle. Auf der einen Seite gibt es eine grosse Anzahl an institutionellen Anlegern wie Versicherungen und Pensionskassen, welche ein professionelles Investmentmanagement benötigen. Häufig bedürfen diese Anleger einer spezialisierten Expertise in den unterschiedlichen Immobiliensektoren, was am besten durch externe professionelle Partner dargestellt werden kann. Auf der anderen Seite gibt es immer mehr professionelle Unternehmen, welche diese Dienstleistung anbieten. Eine erhöhte Nachfrage trifft somit auf ein erhöhtes Angebot (Flör, 2022).

2.4.5 Immobilieninvestitionen mit Fremdkapitalcharakter

Dieses Unterkapitel beschäftigt sich mit der Abgrenzung der Immobilienanlageprodukte von Fremdfinanzierungsvehikeln für Immobilien.

Public Debt Investments

Bei Public Debt Investments werden viele verschiedene Kredite in ein Gefäss verpackt, wonach aufgrund der darunterliegenden Kredite ein Risiko/Ertrags-Profil für das SPV erstellt wird, in welches Investoren danach investieren können (Davidson, 2018, S. 22). Dieses Konstrukt wird hierzulande Kreditverbriefung genannt und war besonders vor der Finanzkrise 2008 / 2009 besonders populär.

Private Debt Investments (Mezzanine Kapital)

Als Mischform zwischen Fremd- und Eigenkapital bieten sich Mezzanine Finanzierungen vor allem für kleine und mittelgrosse Unternehmen (KMUs) als interessante Finanzierungsmöglichkeit an, vor allem wenn für die Investition nicht genügend Eigenkapital verfügbar ist oder der Unternehmer es nur im nötigen Rahmen

der Kapitalanforderung einsetzen möchte. Rechtlich gesehen wird Mezzanine Kapital als Fremdkapital behandelt, die Zinsen lassen sich steuerlich abziehen. Bei einem Verlust der Investition gestaltet sich die Verteilung des verbleibenden Kapitals nach der sequenziellen Verlustallokation. Das heisst, die Gläubiger des ersten Kredits (Senior Loan) erhalten ihr Kapital zuerst zurück, erst später folgen die restlichen Kapitalgeber. Gegenüber den Fremdkapitalgebern wird Mezzanine Kapital nachrangig, gegenüber dem reinen Eigenkapital vorrangig behandelt. Das Eigenkapital sowie der geplante Erlös aus dem Exit bildet somit das Risikopolster für den Mezzanine Kapitalgeber. Diese Positionierung ist in der nachstehenden Abbildung 8 ersichtlich (Doetsch, 2022).

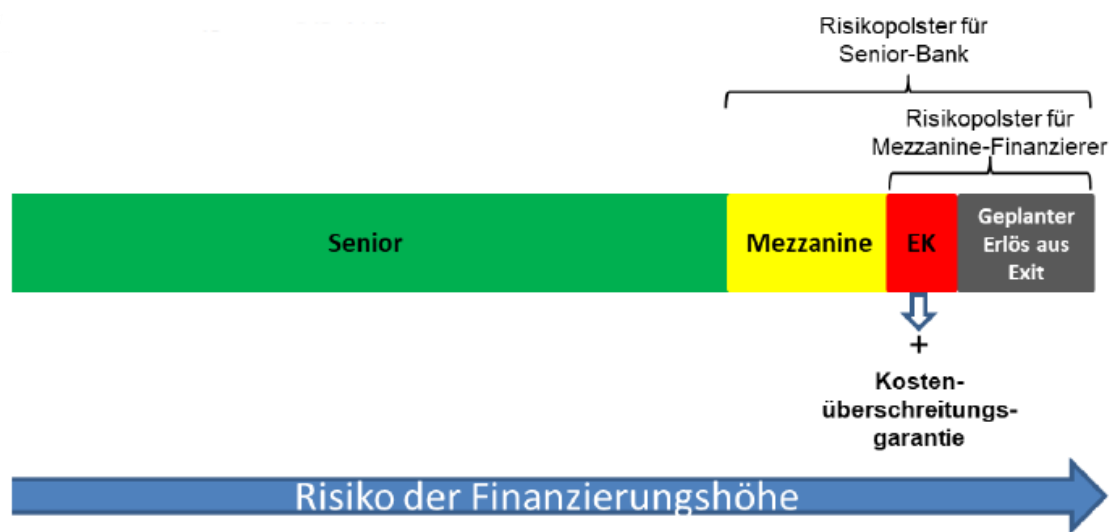


Abbildung 8 Kapitalklassen nach Risiko und Finanzierungshöhe (Doetsch, 2022)

Als Mezzanine Kapitalgeber kann grundsätzlich jeder auftreten, somit auch private Kapitalgeber, Unternehmer, Investmentgesellschaften sowie Banken. Die klassischen Mezzanine Kapitalgeber unterscheiden sich von aktiven Investoren wie Family Offices als Private Equity Geber vor allem darin, dass Family Offices nebst dem finanziellen Beitrag häufig auch ihr Know-How und Ihre Geschäftserfahrung mit in die Unternehmung bringen. Typische Mezzanine Kapitalgeber sind eher passiv (KMU-Portal, 2021). Durch die passive Haltung wird seitens des Kreditgebers kein Fachwissen im Bereich der Investition benötigt. Aufgrund des einzugehenden Risikos ist es jedoch von grossem Vorteil, wenn der Kreditgeber ausgeprägte Kenntnisse mitbringt, um die Risiken abzuschätzen. Im Vergleich zur Senior Bank, welche den erstrangigen Kredit herausgibt, gehen die Mezzanine Kapitalgeber ein durchaus höheres Risiko ein. Dieses höhere Risiko rechtfertigt die angestrebte höhere Rendite, welche üblicherweise zwischen zwölf und zwanzig Prozent liegt. In Zeiten von tiefen Zinsen kann Mezzanine Kapital für die Kapitalgeber aufgrund der Renditeanforderungen sehr interessant sein,

insbesondere wenn nebst dem Kreditzins eine Beteiligung an der Steigerung des Unternehmenswertes, respektive des Projektwerts hinzukommt. Eine solche Beteiligung nennt man «Equity Kicker» (Doetsch, 2022).

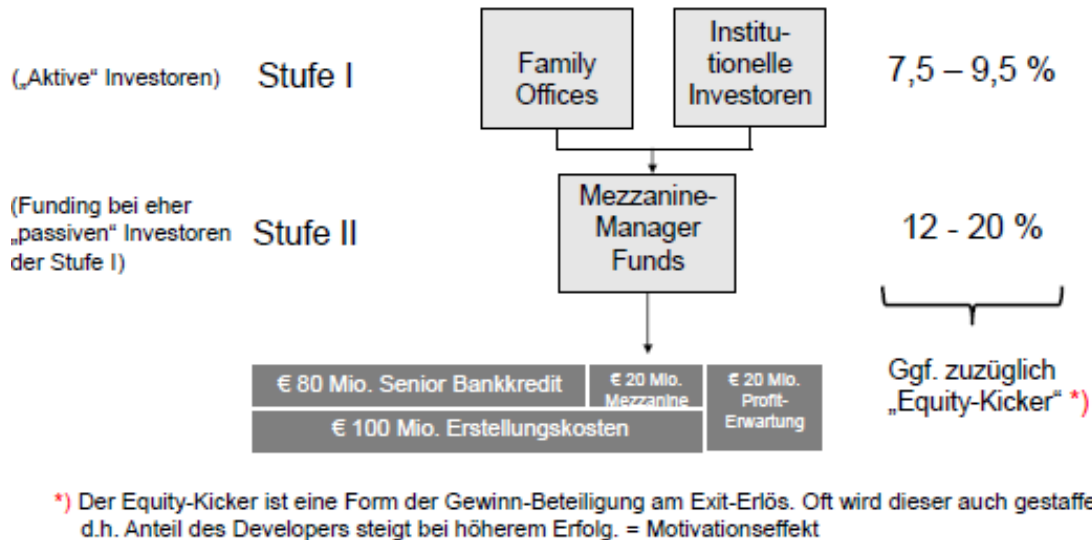


Abbildung 9 Einordnung des Mezzanine Kapitals (Doetsch, 2022)

Bei Immobilieninvestitionen sind Mezzanine Finanzierungen vor allem bei der Projektentwicklung verbreitet. Dabei stellt der Projektentwickler dem potenziellen Kreditgeber ein konkretes Immobilienprojekt mit einem angestrebten Exit vor. Eine Sicherung des Mezzanine Kapitals im Grundbuch ist möglich, solange die Bank des Senior Kredits und der Projektentwickler dies akzeptieren.

Aufgrund des hohen Risikos ist es für den Kreditgeber von Vorteil, wenn er nur in Projekte investiert, auf die er vertraut. Ebenfalls kann eine hohe Beteiligung des Projektentwicklers am Projekt das Vertrauen des Kapitalgebers stärken, da der Entwickler selbst ein grosses Risiko auf sich nimmt und somit umso mehr am Erfolg des Projekts interessiert ist. Üblicherweise werden Mezzanine Finanzierungen für eine Laufzeit von drei bis acht Jahren mit vordefiniertem Exit vereinbart (Doetsch, 2022).

Mezzanine Finanzierungen haben in der Schweiz in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen, zumal die Eigenkapitalanforderungen für risikoreiche Immobilienprojekte sehr hoch sind. Die Finanzierungen werden häufig direkt zwischen den grösseren Banken sowie Kreditvermittlern angeboten, welche Kapitalgeber und Kapitalnehmer zusammenführen (KMU-Portal, 2021). Ein Beispiel dazu stellt Hyrock AG dar, eine Schweizerische Beratungsgesellschaft, welche sich auf grosse und komplexe Immobilienfinanzierungen fokussiert (Hyrock AG, 2022). Auf internationaler

Ebene wie in Deutschland oder in Grossbritannien gibt es darauf spezialisierte Fonds und Gesellschaften (KMU-Portal, 2021).

Aufgrund der vorgängig genannten Charakteristiken dieser Investitionsmöglichkeit handelt es sich bei Mezzanine Kapital aus Sicht des Kreditgebers eher um eine Finanzinvestition als um eine Immobilieninvestition. Die grundbuchliche Sicherung bringt die Mezzanine Investition der Immobilieninvestition jedoch näher (Doetsch, 2022).

2.5 Weitere indirekte Immobilienanlagen im Ausland

Real Estate Investment Trusts (REITs)

Bei Real Estate Investment Trusts (REITs) handelt es sich um Gesellschaften, welche gemäss Regulation hauptsächlich die Investition in Immobilien bezwecken müssen. REITs sind verpflichtet, fast das ganze Einkommen an die Investoren auszuschütten und sind auf der Gesellschaftsebene häufig steuerlich bevorteilt. Aufgrund der unterschiedlichen kantonalen Gesetzgebungen in der Schweiz haben sich REITs hierzulande bislang noch nicht durchgesetzt (Davidson, 2018, S. 102).

2.6 Gegenüberstellung der verschiedenen Immobilienanlagen

Um ein ganzheitliches Bild der verschiedenen Immobilienanlagen aus Kapitel 2.4 zu erhalten, wird mit Abbildung 12 ein direkter Vergleich ausgewählter Anlagen erstellt. In diesem Vergleich sollen die jeweiligen Charakteristiken der Anlage, der zeitliche Horizont, die Diversifikation, die Zielgruppe der Anleger, die Kostenstruktur sowie der typische Fremdkapitaleinsatz aufgezeigt werden. Anschliessend werden die einzelnen Vor- und Nachteile der Anlagen beschrieben. Weil die Eigenschaften der Anlageformen unterschiedlich sind und weil sie je nach Situation des Investors passend oder weniger passend sind, können die Vor- und Nachteile anderweitig beurteilt werden. Die nachfolgende Beurteilung beruht auf der Einschätzung der Autorin aufgrund Ihrer bisherigen Branchenerfahrung. Die SICAF wird im nachstehenden Vergleich nicht beigezogen, weil deren Bedeutung in der Schweiz gering ist. Auf die Gegenüberstellung der Anlagestiftung und der Fremdkapitalvehikeln zu den weiteren Anlagen wird ebenfalls verzichtet, weil Anlagestiftungen lediglich als Anlageoption für Pensionskassen in Frage kommen und weil es sich bei den Fremdkapitalvehikeln eher um Finanzinvestitionen handelt. Die REITs werden ausser Acht gelassen, da sie in der Schweiz nicht existieren.

Als Einordnung für einen privaten Investor kann der Ressourcen-Check von INREIM AG dienen. Mit dem Ressourcen-Check wird beurteilt, wie Ressourcen Kapital, Know-How und Zeit verfügbar sind. Daraus kann der Investor Schlüsse ziehen, welche Anlageformen für ihn am besten geeignet sind.

Modell: Ressourcen -Check für private Kapitalanleger

INREIM.

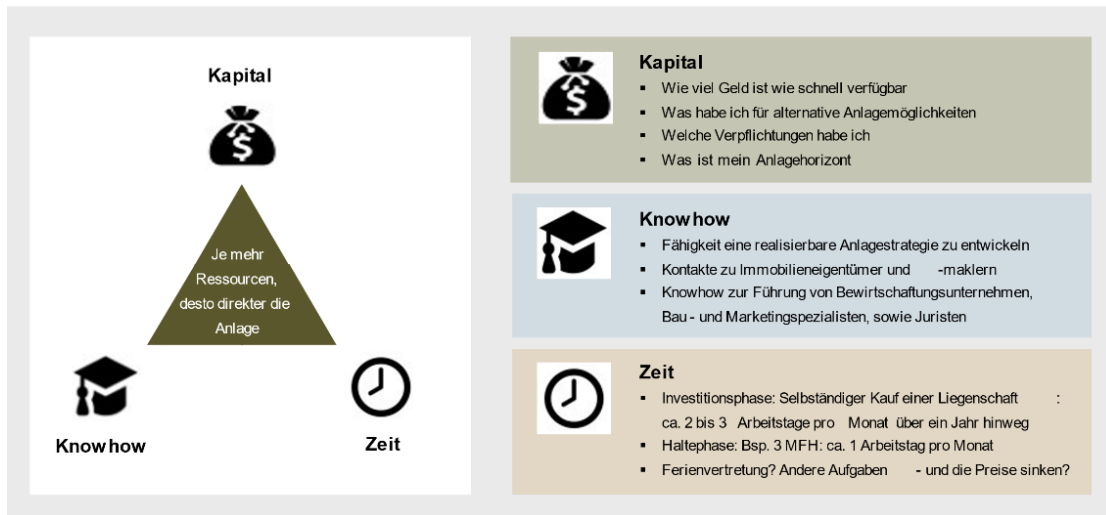


Abbildung 10 Ressourcen-Check für private Kapitalanleger (INREIM AG, 2022)

Während die allgemeinen Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen in Kapitel 3 beschrieben werden, findet sich die entsprechende Auswertung der einzelnen indirekten Anlagen im empirischen Teil, dem Kapitel 4, wieder. Diese Strukturierung hängt damit zusammen, dass die Beurteilung davon nicht nur durch die Literaturrecherche, sondern mehrheitlich durch das Durchführen der Interviews und die bisherige Branchenerfahrung der Autorin zustande kam.

2.6.1 Direkte Gegenüberstellung ausgewählter Immobilienanlageformen

	Direktanlagen		Indirekte Anlagen					
	Direktanlagen	Kotierter Vertraglicher Anlagefonds	SICAV	KGK	Kotierte Immobilien-AG	Club Deal	Crowdfunding	Separate Accounts
Offen/ geschlossen Regulation	Offen Keine spezifische	IdR. offen KAG	offen KAG	geschlossen KAG	IdR. Offen OR und KAG	Geschlossen Keine spezifische	Geschlossen Keine spezifische	Offen oder Geschlossen Keine spezifische
Aufsicht	Keine	FINMA	FINMA	Nicht Bekannt	FINMA	Keine	Keine	Keine
Eigentümerform	Allein-, Mit-, Gesamteigentum, gemeinschaftliches Eigentum	Vertragliches Konstrukt	Gesellschaftsrechtliches Konstrukt nach OR, idR AG	Kommanditgesellschaft nach OR	Gesellschaftsrechtliches Konstrukt, AG nach OR	Gesellschaftsrechtliches Konstrukt, idR. AG	IdR. Miteigentum	Eigentum beim Investor, direkt oder via Gesellschaft
Zweck	Immobilie direkt halten	Finanzdienstleistungsunternehmen, das eigene und Fonds für Dritte verwaltet und weitere Tätigkeiten erbringen kann	Verwaltung des eigenen Vermögens, Idee der Risikoverteilung	Verwaltung des eigenen Vermögens, Idee der Risikoverteilung, sowie Immobilienanlagen mit hohem Risiko (Projektentwicklungen)	Kollektive Kapitalanlage	IdR. Projektentwicklung von 5 - 8 Immobilienprojekten als Investmentclub mit bis zu 15 Mitglieder	Direktes Immobilieneigentum ohne Know-How als Kleininvestor via Miteigentum	Externes Management des Immobilienvermögens eines od. mehrerer Investoren durch professioneller Investmentmanager
Rechte der Anleger	Komplette Entscheidungshoheit über die Investition bei Alleineigentum	Auskunftsrechte ohne Mitbestimmung	Kontroll- und Mitwirkungsrechte	Unterscheidung zwischen Komplementären (Kontroll- und Mitbestimmungsrechte) und Kommanditären (Auskunftsrechte)	Auskunftsrechte	Unterschiedlich, mehrheitlich Auskunftsrechte, teilweise Mitbestimmungsrechte (je nach Struktur der Investoren)	Auskunftsrechte	Kontroll- und Mitwirkungsrechte
Verkauf	Am Immobilienmarkt	Börsentäglich	Börsentäglich bei börslich gehandelten SICAV	Direkt via den Anbietern, eher illiquid	Börsentäglich	Direkt via Nachfolgeinvestor, eher illiquid	Direkt via Nachfolgeinvestor, eher illiquid	Je nach Eigentumsform
Kosten bei Kauf und Verkauf	Notariats- und Grundbuchgebühren, evt. Maklerhonorar, Kosten für Hypothek, Eintragung Schuldbrief, Grundstücksgewinnsteuer beim Verkauf und evt. Handänderungssteuer	Courtage der Bank (z.B. 0.5%) und Stempelsteuer (0.075%)	Wie bei börslich gehandeltem Anlagefonds	Nicht bekannt	Courtage der Bank (z.B. 0.5%) und Stempelsteuer (0.075%)	Nicht Bekannt	Honorar des Managements (inkl. Notar und Schuldbriefeintragung) bei Kauf ca. 3% des Kaufpreises, bei Verkauf individuell	Je nach Eigentumsform
Laufende Kosten	Bewirtschaftungskosten, Leerstandskosten, Unterhalts- und Instandhaltungskosten	Depotgebühr (ca. 0.3% p.a.) und Kosten des Fonds (TER)	Depotgebühr (ca. 0.3% p.a.) und Kosten des Fonds (TER)	Gering	Depotgebühr (0.2% - 0.3%)	Managementgebühr	Managementgebühr sehr unterschiedlich	Managementgebühr sehr unterschiedlich
Diversifikation Fremdkapitaleinsatz	Individuell, je nach Portfolio	Hoch	Hoch	Gering	Individuell	Tief	Tief	Individuell, je nach Individuell
Rückgabe der Anteile	Nein	IdR. unter 30%	Sehr unterschiedlich, auch weil Kapital variabel ist	Hoch, idR mind. 50%	Durchschnittlich 50%	Hoch, idR mind. 50%	Hoch, ca. 55 - 75%	Individuell
Mindesteinlage	Nein	an Managementgesellschaft zum Nennwert	Nicht bekannt	Nicht bekannt	Nein	Nein	Nein	Nein
Zeithorizont	Eine Liegenschaft	Ein Fondsanteil	CHF 250'000 bei Gründung	Individuell	Eine Aktie	IdR. CHF 500'000	IdR. CHF 100'000	Individuell
Gleichbehandlung der Anleger	Je nach Zweck, eher langfristige	Kurz- und langfristig	Kurz- und langfristig	Ca. 5 - 10 Jahre	Kurz- und langfristig	Ca. 5 - 8 Jahre	Ca. 1 - 15 Jahre	IdR. langfristig
Zielgruppe	Je nach Eigentumsform	Ja	Unternehmer- und Anlegeraktien	Komplementäre und Kommanditäre	Ja	Unterschiedlich, je nach Struktur	Ja	Je nach Struktur und Investorenmix
Steuern	Private, professionelle und institutionelle Investoren	Private, institutionelle Investoren	Private- und institutionelle Investoren	Private Investoren	Private und institutionelle Investoren	Qualifizierte Investoren	Private Investoren	Qualifizierte und institutionelle Investoren
	Besteuerung am Ort der gelegenen Sache und die Erträge beim Eigentümer.	Besteuerung bei der Fondsleitung und Besteuerung der Einkünfte beim Anleger	Versteuerung des Ertrags auf Stufe Gesellschaft ohne Progression	Versteuerung des Ertrags auf Stufe Gesellschaft ohne Progression	Versteuerung des Ertrags auf Stufe Gesellschaft ohne Progression	Individuell je nach Struktur	Versteuerung des Ertrags im Privatvermögen	Individuell je nach Eigentumsform

Abbildung 11 Gegenüberstellung ausgewählter Immobilienanlagen (eigene Darstellung mit Daten aus (Crowdhouse AG, 2022) (Kumschick, 2022) (Egger, 2015))

2.6.2 Beurteilung direkte Immobilienanlagen

Als Hauptvorteile der Direktanlagen zählen vor allem folgende Kriterien (Baumann & Cie KmG, 2019):

- **Entscheidungsfreiheit** – Die uneingeschränkte Entscheidungshoheit über die Investition
- **Sachwert** – Der stabile darunterliegende Sachwert der Liegenschaft und des Grund und Bodens
- **Erträge** – Die langfristigen und stetigen Erträge
- **Wertzuwachs** – die Abschöpfung der vollumfänglichen Wertänderungsrendite
- **Inflationsschutz** – Dank der Indexierung der Mietverträge sind die Erträge weitgehend inflationsgeschützt.
- **Krisenresistenz** – Insbesondere Renditeliegenschaften mit vorwiegender Wohnnutzung sind zudem weitgehend krisenresistent gegenüber gesamtwirtschaftlichen Ereignissen.
- **Stabilisation und Diversifikation** – Die Diversifikation des Gesamtvermögens und Stabilisation anderer Vermögenswerte können ebenfalls als Vorteil angesehen werden. Das gilt vor allem dann, wenn der Investor über ein umfassendes Portfolio verfügt. Machen einzelne Immobilien einen beträchtlichen Anteil am Gesamtvermögen aus, kann sich dieser Vorteil in ein Klumpenrisiko umwandeln.
- **Geringe Korrelation** – Immobilien korrelieren nur gering mit anderen Anlageklassen.

Als Nachteile der Direktanlagen können folgende Punkte angesehen werden (Baumann & Cie KmG, 2019):

- **Transaktionskosten** – Die Transaktionskosten sind hoch, insbesondere die progressiven Grundstückgewinnsteuern
- **Illiquidität** – Der Immobilienmarkt in der Schweiz ist auch aufgrund seiner Intransparenz eher illiquid.
- **Losgrößen** – Die Anschaffung einer Liegenschaft bedarf aufgrund der grossen Losgrößen verhältnismässig viel Eigenkapital.
- **Klumpenrisiko** – Bei einem kleinen bis mittelgrossen Portfolio können einzelne Direktanlagen Klumpenrisiken darstellen. In solchen Fällen fehlt die Diversifikation.

Das benötigte Know-How und der hohe Managementeininsatz können als Vor- oder Nachteil angesehen werden, abhängig von den Präferenzen des Investors. Insbesondere aufgrund der kantonalen Unterschiede in der Schweiz ist beim Erwerb und Verkauf von Direktanlagen in verschiedenen Kantonen Vorsicht geboten, weil die Transaktionskosten und die steuerlichen Gegebenheiten stark variieren können.

2.6.3 Beurteilung indirekte Immobilienanlagen im Allgemeinen

Für Investoren können indirekte Immobilieninvestitionen unter anderem aufgrund folgender Punkte interessant sein und gegenüber Direktanlagen Vorteile bieten (Davidson, 2018):

- **Zugang zu neuen Märkten** – Der Zugang zu neuen Märkten ist bei Direktanlagen häufig herausfordernd, weil gewisse Eintrittsbarrieren bestehen oder weil der Markteintritt sehr viel lokales Wissen voraussetzt. Da der Zugang bei indirekten Anlagen über die SPVs, welche zwischen dem Investor und der Immobilienanlage stehen, geschieht, werden die Themen Regulation und Rechtliches, benötigtes Fachwissen, etc. bereits auf der Stufe des SPVs, beziehungsweise dessen Management geregelt. Für den Endinvestor ist dann lediglich wichtig zu wissen, ob er aus regulatorischen Gründen investieren kann, oder nicht. Neue Märkte können geografischer, sowie auch objektspezifischer Natur sein.
- **Diversifikation** – Der Kollektivgedanke hilft bei der Frage nach der Diversifikation. Dank den verhältnismässig kleinen Losgrössen im Vergleich zu Immobiliendirektanlagen kann der Investor bereits mit weniger Kapital sehr breit diversifizieren, während er bei Direktanlagen bei einzelnen Immobilien ein grosses Klumpenrisiko hat.
- **Zugang zu Fachwissen / externes Management** – Aufgrund der Vielfältigkeit der Märkte, der Regulation sowie politischen und baulichen Normen ist ein spezifisches Fachwissen in den jeweiligen Immobilienmärkten von zentraler Bedeutung. Wenn der Investor nicht selbst über dieses Fachwissen verfügt, muss er es extern beschaffen. Bei indirekten Anlagen kauft man das Management mit, sodass man sich nicht mehr darum kümmern muss.
- **Liquidität der Märkte** – Die Handelbarkeit von indirekten Anlagen kann stark variieren. Bei Titeln, welche an der Börse gehandelt werden, ist die Liquidität sehr hoch, während es bei geschlossenen Fonds mit einer kleineren Zielgruppe

schwieriger sein kann, seinen Anteil zu guten Konditionen zeitnah zu veräussern.

- **Transaktionskosten** – Die Transaktionskosten bei den meisten indirekten Anlagen beschränken sich auf die Transaktionsgebühren durch die Managementfirma.

Als Nachteile von indirekten Anlagen können im Allgemeinen folgende Punkte angesehen werden (Davidson, 2018):

- **Korrelation** – Starke Korrelation zu den Aktienmärkten bei börslich gehandelten Titeln und somit kleiner Diversifikationseffekt.
- **Sekundärmärkte** – Illiquide und intransparente Sekundärmärkte bei nicht börslich gehandelten Vehikeln.
- **Rechte der Anleger** – Wenig Mitbestimmungs- und Kontrollmöglichkeiten, in der Regel erhalten die Anleger lediglich Auskunftsrechte.
- **Kosten** – Intransparente Kostenstrukturen (Management Fees, Performance Fees, etc.).
- **Principal-Agent Problematik** – Ungleichgewicht der Information zwischen Managementfirma und Investor, sodass Handlung der Managementfirma im Sinne des Investors nicht immer garantiert ist (Corporate Finance Institute, 2022).
- **Wertzuwachs des Sachwerts** – Teilweise unklare Beteiligung an Wertzuwachs des darunterliegenden Sachwerts.

2.6.4 Präferenzen der privaten Investoren

Aufgrund der bisherigen Berufserfahrung der Autorin wird davon ausgegangen, dass ein grosser Teil der privaten Investoren direkt in Immobilien investieren möchte, weil er den direkten Gegenwert der Investition sieht. Ebenfalls wird als klaren Vorteil angesehen, dass das Kapital sicher angelegt ist und man von einer stetigen Rendite profitieren kann. Was von privaten Kleininvestoren häufig nicht berücksichtigt wird sind die Risiken der einzelnen Investitionen, welche häufig mit der mangelnden Diversifikation zusammenhängen, nämlich: die nötige Liquidität für Unvorhergesehenes, die eingesetzte Zeit und das benötigte Know-How für wichtige Entscheidungen. Um die ideale Anlagestruktur des einzelnen Investors ressourcengerecht zu eruieren kann die nachfolgende Grafik von INREIM AG dienen, sodass private Investoren einschätzen können, welche Arten von Immobilienanlagen für

sie am sinnvollsten sind. Dabei wird anhand des verfügbaren Kapitals, des Know-Hows und der verfügbaren Zeit unterschieden, welche Anlageformen in Frage kommen.

Modell: Ressourcengerechte Anlagestruktur

INREIM.

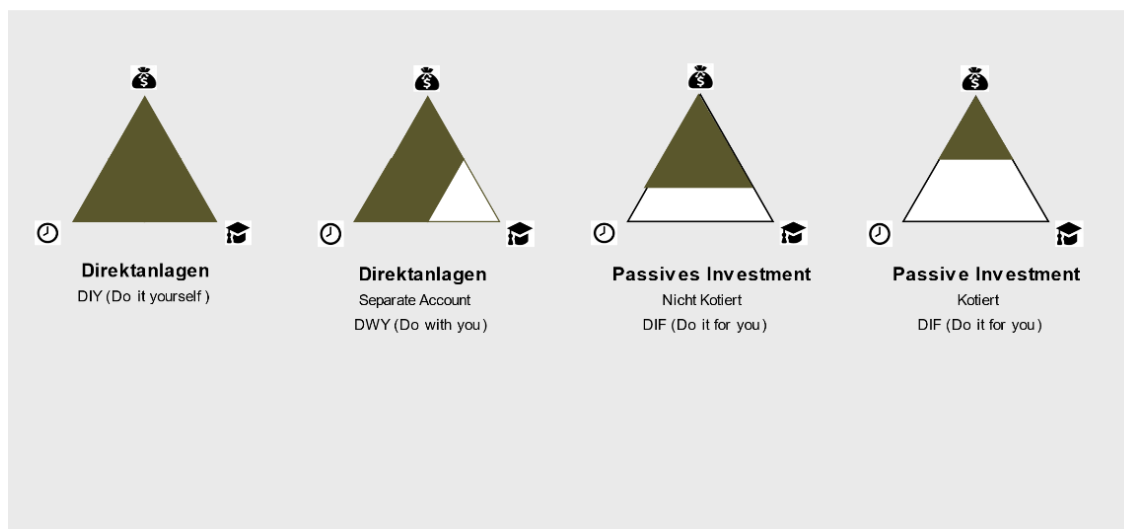


Abbildung 12 Ressourcengerechte Anlagestruktur (INREIM AG, 2022)

2.6.5 Präferenzen der institutionellen Investoren

Bei institutionellen Investoren hat die Bedeutung von Immobilieninvestitionen im in den vergangenen Jahren vorherrschenden Negativzinsumfeld umso mehr an Bedeutung gewonnen. Weltweit wollen institutionellen Investoren ihre Immobilienallokation erhöhen. Gleichzeitig liessen Renditerückgänge institutionelle Investoren immer vorsichtiger werden (Cieleback, 2015, S. 260). „Trotz oder gerade wegen dieser zunehmenden Skepsis hinsichtlich des Risiko-Rendite-Verhältnisses auf den Immobilienmärkten fokussieren sich institutionelle Investoren zunehmend auf höher rentierliche Strategien im Value Add oder sogar auf den opportunistischen Bereich.“, so Cieleback (2015, S. 260).

Gerade institutionelle Investoren nehmen das Umfeld für Immobilieninvestitionen als immer schwieriger werdend wahr, weshalb viele von ihnen ihre Investmentaktivitäten weiterhin vom direkten zum indirekten Investment verlagern. Dabei steht nicht die Personalreduktion im Vordergrund, sondern der immer stärker werdende Wettbewerb um gute Investmentobjekte. Durch das Outsourcing der Immobilieninvestment Aktivitäten erhofft man sich einen leichteren Marktzugang und die nötige Managementkompetenz. Bei der Wahl der indirekten Investmentvehikeln scheint es starke Abhängigkeiten von der Grösse der Institutionellen Investoren zu geben (Cieleback, 2015, S. 261).

3. Empirische Untersuchung

3.1 Methode und Untersuchung

Die unter Kapitel zwei erarbeiteten theoretischen Grundlagen zu den Charakteristiken und den Vor- und Nachteilen der verschiedenen Immobilieninvestitionen bilden die Basis für die Zielgruppeninterviews. Ursprünglich war das Ziel, qualifizierte Investoren zu befragen, welche lediglich über ein paar wenige direktgehaltene Immobilien verfügen. Dieser Fokus wurde getroffen, weil die Autorin davon ausgeht, dass private Immobilieninvestoren mit einem umfassenden direktgehaltenen Portfolio nicht auf alternative Formen der Immobilienanlage angewiesen sind.

Mit den Zielgruppeninterviews soll schliesslich herausgefunden werden, welche Charakteristiken der direkten Immobilienanlage für kleine und mittelgrosse private Investoren wichtig sind und was die Motivation ist, die Immobilien direkt zu halten. Diese identifizierten Charakteristiken und die Motivationen werden dann mit den indirekten Anlagen verglichen und es wird analysiert, welche Fragen sich ein möglicher Investor stellen sollte, um die für ihn richtigen Immobilienanlagen zu finden.

Die Identifikation der vorgenannten kleinen Investoren gestaltete sich als schwierig, denn drei solche Privatpersonen, welche die Autorin durch ihre berufliche Tätigkeit zu einem Interview eingeladen hatten, wollten aus Diskretionsgründen nicht teilnehmen, obwohl die Anonymisierung der Antworten aus den Interviews bestätigt wurde.

Neun von zehn Interviews wurden persönlich durchgeführt, wobei ein Interview auf Wunsch des Interviewpartners schriftlich durchgeführt wurde. Die Interviews wurden anschliessend inhaltlich transkribiert, die relevanten Antworten wurden in tabellarischer Form gesammelt und inhaltlich zugeordnet. Die drei Teile des Interviewleitfadens wurden wie folgt gegliedert:

- A) Einordnung und Immobilienkenntnisse des Investors (2 Fragen)
- B) Anlageuniversum und Anlagemotive des Investors (4 Fragen)
- C) Mögliche Alternativen für den Investor (3 Fragen)

Die detaillierte Zusammensetzung des Interviewleitfadens ist im Anhang ersichtlich.

Bei der Auswertung der Interviews wurde die Codierungsmethode gewählt. Dabei wurden ähnliche Aussagen der befragten Personen identifiziert und in Tabellenform dargestellt. Die Antworten wurden inhaltlich gruppiert und bei den einzelnen

interviewten Personen mit ‚0‘ (wurde nicht genannt) oder ‚1‘ (wurde genannt) gekennzeichnet. Die Anzahl gleichen Antworten wurden jeweils aufsummiert, um das Gewicht der einzelnen Antworten aufzuzeigen.

3.1.1 Interviewpartner

Die Zusammensetzung der zehn befragten Personen präsentiert sich wie folgt:

- 5 private qualifizierte Investoren, welche weniger als 5 Immobilien als Direktanlage halten
- 1 privater qualifizierter Investor, welcher zwischen 5 und 10 Immobilien als Direktanlage hält
- 1 private qualifizierte Investorin, welche zwischen 10 und 30 Immobilien als Direktanlagen hält
- 3 Investoren mit über 30 direkt gehaltenen Immobilienanlagen, davon 2 professionelle Investoren mit privatem Hintergrund und ein institutioneller Investor

Aus Diskretionsgründen werden keine Namen zu den befragten Personen genannt. Die vorgängig genannten Immobiliendirektanlagen werden bei allen interviewten Personen zu Renditezwecken oder für die Projektentwicklung gehalten, selbstgenutztes Wohneigentum wurde bei den Befragungen ausgeblendet.

3.2 Ergebnisse

3.2.1 Aktuelles Anlageuniversum der befragten Personen

Für siebzig Prozent der befragten Personen repräsentieren Immobilienanlagen das Hauptvermögen, bei den restlichen dreissig Prozent dienen sie mehrheitlich der Stabilisierung und Diversifizierung anderer Vermögenswerte. Vier der zehn befragten Personen halten Immobilienanlagen aktuell eher kurzfristig, um Projektentwicklungen durchzuführen und für den schnellen Aufbau der Liquidität. Für sie steht die Wertentwicklung der Investition vor dem regelmässigen Cash-Flow. Bei rund der Hälfte der Investoren wurde erwähnt, dass der regelmässige Cash-Flow aus der Investition mehrheitlich über der Wertsteigerung der Investition steht, wobei die Wertsteigerung und der Inflationsschutz durch sie als zweitwichtigste Kriterien genannt wurden. Weiter wurden folgende Kriterien und Motivationen genannt, welche bei Immobilienanlagen (direkt sowie indirekt gehalten) für die befragten Personen wichtig sind. In Klammern steht der Anteil der befragten Personen, welche das Kriterium genannt haben.

- Entscheidungshoheit über die Investition und Mitgestaltungsmöglichkeit (90%)
- Inflationsschutz (90%)
- Wertsteigerung der Investition (80%)
- Regelmässiges Einkommen (Cash-Flow) (80%)
- Transparenz über Managementkosten (80%)
- Langfristigkeit (70%)
- Fokus auf Wohnimmobilien da stabil (70%)
- Investor wünscht hohes Involvement (60%)
- Soziale Haltung gegenüber Mietern ist wichtig (50%)
- Handel mit Immobilien für Liquiditätsaufbau (40%)
- Investor möchte lediglich Kapital anlegen und sich auf andere Aufgaben fokussieren (30%)

Aus den Interviews wurde ersichtlich, dass sich die befragten Personen mehrheitlich in zwei Gruppen unterscheiden lassen. Bei der Mehrheit handelt es sich um Immobilieninvestoren, welche hauptsächlich direkt in Immobilien als langfristige Kapitalanlage investieren. Immobilien sind und waren für diese Investoren schon seit langem das Hauptvermögen. Diese Mehrheit wird mit ‚Gruppe A‘ bezeichnet. Bei der zweiten Gruppe, Gruppe B, handelt es sich um Investoren, welche in der Regel ursprünglich einen anderen beruflichen Hintergrund hatten und sich für Immobilienanlagen als Entwicklungsprojekte interessieren. Sie erwerben Immobilien, um Investitionen zu tätigen und sie in absehbarer Zeit weiter zu veräussern, sodass Liquidität aufgebaut werden kann.

3.2.2 Beurteilung der einzelnen Immobilienanlageklassen

Immobilien Direktanlagen

Aus den Zielgruppeninterviews wurde klar, dass die Direktanlage als klar präferierte Immobilienanlage gilt, sofern genügend Kapital, Zeit und Know-How vorhanden ist. Im Wesentlichen wurden die Vor und Nachteile aus Kapitel 2.6.2 bestätigt. Zu den meistgenannten Vorteilen zählen die Entscheidungsfreiheit, der darunterliegende Sachwert, die stetigen Erträge, der Inflationsschutz und die Krisenresistenz. Nachteile wurden fast keine genannt, sofern die oben genannten Ressourcen vorhanden sind und der Anlagehorizont langfristiger Natur ist.

Vertraglicher Anlagefonds

Nebst den genannten Vor- und Nachteilen der indirekten Anlagen gibt es bei den Anlagefonds zudem die Thematik der Rückgabe der Anteile zum Nettoinventarwert. Dies kann von einzelnen Anlegern als Vorteil angesehen werden, weil sie ihren Anteil jederzeit zurückgeben können. Gleichzeitig bildet die Rücknahmepflicht der Anteile durch die Fondsleitung auch ein Risiko für die Anleger. Wenn viele Anleger gleichzeitig ihr Anteil zurückgeben möchten, besteht das Risiko, dass die Fondsleitung zahlungsunfähig wird und gewisse Immobilien im Fonds verkaufen muss, um ihre Liquidität wieder aufzubauen.

Bei den Zielgruppeninterviews wurde mehrfach genannt, dass sie hohe und intransparente Kosten des Managements sowie eigene Interessen des Managements erwarten und diese dazu beitragen, dass die interviewten Personen weder in kotierte noch in nichtkotierte Fonds investieren.

SICAV, SICAF und Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)

Aufgrund der geringen Bedeutung dieser Anlageformen stellt sich die Frage, ob ein genügend grosser und liquider Sekundärmarkt für diese Anlagen besteht. Bei SICAV Vehikeln, welche an der Börse gehandelt werden, ist zudem eine starke Korrelation zu den Aktienmärkten gegeben. Von den befragten Personen wurde zudem genannt, dass Sie diese Gefässe nicht gut kennen und die Vorteile gegenüber regulären Immobilien-AGs nicht erkennen.

Anlagestiftung

Als Hauptvorteil für Pensionskassen, Ihr Immobilienvermögen in Anlagestiftungen einzubringen, gilt die Diversifikation der Vermögenswerte und die Auslagerung der Managementaktivitäten. Durch Immobilieninvestitionen via Anlagestiftungen können die Vorsorgeeinrichtungen an grossen Portfolios partizipieren, was eine bessere Diversifikation darstellen kann. Das Vertrauen in die Anlagestiftung ist bei der Auslagerung der Managementaufgaben zentral, damit die Interessen der Kasse und die Verpflichtungen gegenüber der Versicherten dennoch gewahrt werden.

Immobilien-AG und Immobilien-GmbH

Ähnlich wie beim Anlagefonds gelten für die kotierte Immobilien-AG grundsätzlich die Vor- und Nachteile der indirekten Anlagen im Allgemeinen. Für Immobilien-AGs gibt es keine Rücknahmepflicht der Anteile, sodass das Illiquiditätsrisiko aus diesem Grund nicht besteht. Bei kotierten AGs stellt sich jedoch hauptsächlich die Frage, ob es sich

bei diesen Investitionen wirklich um Immobilienanlagen oder mehrheitlich um Aktien beliebiger Art handelt, weil sie stark mit dem Aktienmarkt korrelieren.

Nichtkotierte Immobilien-AGs sowie GmbHs bieten für die Investoren vor allem den Vorteil der Risikoeingrenzung auf die Gesellschaft. Zudem können je nach Struktur steuerliche Vorteile bestehen.

Von einem Drittel der interviewten Personen wurde genannt, dass eine Investition in eine kotierte Immobilien-AG für sie eher eine reine Aktieninvestition als eine Immobilieninvestition darstellt. Aufgrund der aktuellen Überbewertung der Aktienmärkte seien sie nicht bereit, das dort bestehende Agio gegenüber den darunterliegenden Sachwerten zu bezahlen.

Club Deal

Ein grosser Vorteil von Club Deals ist, dass die Investoren ihr Kapital und Ihre Kompetenzen bündeln, um gemeinsame Immobilienprojekte zu realisieren. Die verschiedenen Strukturierungsmöglichkeiten, wie sie in Kapitel 2.4.4 mit den drei Modellen beschrieben werden, bringen verschiedene Vor- und Nachteile hervor. Bei Strukturen ohne separate Managementfirma lässt sich fragen, was im Konfliktfall unter den Investoren geschieht. Bei Strukturen mit Managementfirma kommt die Prinzipal-Agent-Problematik zwischen den Investoren und der Managementfirma auf, welche eine Informationsasymmetrie beschreibt.

Aus den Interviews kam zudem hervor, dass das Vertrauen in die Managementfirma sowie die Kenntnis über die anderen Investoren und das Kennen der anderen Investoren zentral ist. Ebenfalls wurde mehrfach genannt, dass solche Investitionsmöglichkeiten für Investoren nur dann interessant seien, wenn ihnen eine schlanke Organisation mit klaren Verantwortlichkeiten und eine transparente Kostenstruktur zugrunde liegt. Falls die Geschäftsführung an eine externe Managementfirma übertragen würde, sollte sich diese am Projekt beteiligen. Damit soll sichergestellt werden, dass die Managementfirma die Interessen der Investoren und nicht ihre eigenen Interessen verfolgt.

Aus der Literaturrecherche und den Ergebnissen der Interviews wurden folgende mögliche Fragen für Investoren identifiziert, um abzuwägen, ob die Investitionsmöglichkeit eines spezifischen Club Deals Ihren Vorstellungen entspricht:

- Wie gestaltet sich das Vehikel?

- Wie sind Entscheidungshoheiten und Kompetenzen geregelt? (Übertragung an Management, Kompetenz bei Investoren nach Kopf / nach Kapitaleinlagehöhe, etc.)
- Inwiefern ist die Managementfirma am Projekt beteiligt (eigenes Risiko)? Wie gestaltet sich die Kostenstruktur?
- Wie viele Investoren nehmen teil und kenne ich diese / möchte ich diese kennen?
- Sind sich alle Investoren gleichgestellt oder gibt es verschiedene Investorenrollen?
- Welchen Exit-Möglichkeit / welchen Sekundärmarkt gibt es, falls ich meine Anteile frühzeitig verkaufen möchte?
- Was passiert, wenn sich die Investoren uneinig sind?
- Was passiert, wenn die Investoren mit dem Management nicht zufrieden sind oder dieses zurücktritt?

Immobilien-Crowdinvesting

Ähnlich wie beim Club Deal kann das Crowdinvesting für Anleger interessant sein, weil das Kapital von verschiedenen Anlegern gebündelt wird. Die Plattformen versprechen zudem attraktive Renditen von etwa fünf Prozent für das Eigenkapital, was in Zeiten von Negativzinsen sehr interessant zu sein scheint. Aus Sicht der Autorin als Immobilienvermarkterin ist fragwürdig, ob die Crowdfunding Plattformen an wirklich gute Immobilien gelangen können. Weil die Crowdfunding Plattformen in der Regel zuerst Immobilien identifizieren und sie erst nach der Funding Phase erwerben können, muss die veräussernde Partei der Immobilie mit mehr Zeit rechnen, als wenn sie die Liegenschaft an einen einzelnen Investor verkauft. Häufig gehört zu den Kriterien des Verkäufers einer Immobilie, für welchen passenden Käufer er sich entscheidet, die Höhe des Kaufpreises, die Transaktionssicherheit (welche hier noch nicht gegeben sein kann, weil die Geldgeber erst nach dem Zuschlag noch gefunden werden müssen) und die Geschwindigkeit für die Transaktionsabwicklung. Es lässt sich deshalb der Schluss ziehen, dass Crowdfunding Plattformen eher schlechte Chancen für den Erwerb guter Objekte haben, weil sie zwei der drei obigen Kriterien weniger gut erfüllen als andere Investoren.

Aus den Interviews kam hervor, dass lediglich drei der zehn befragten Personen sich offen zeigen für Immobilien-Crowdinvestitionen. Die würden diese aus Diversifikationsgründen zu verhältnismässig kleinen Beträgen in Erwägung ziehen,

wenn die Renditen überdurchschnittlich attraktiv sind und somit die Risiken decken. Mehrheitlich wurde jedoch genannt, dass die befragten Personen nicht in Immobilien-Crowdfunding investieren würden. Hauptsächlich wurden durch die Interviewpartner nachstehende Gründe genannt. In Klammern steht der Anteil der befragten Personen, welche das Kriterium genannt haben.

- Die Plattformen haben keine guten Liegenschaften (Lage und Immobilie). (60%)
- Der Exit und der Sekundärmarkt ist unklar. (70%)
- Die Beteiligung am Wertzuwachs der Immobilie ist unklar. (60%)
- Die Kostenstruktur ist unklar, bzw. es werden versteckte Kosten für das Management erwartet. (70%)
- Das Vertrauen in die Managementfirmen besteht häufig nicht und die Managementfirma verfolgt mehrheitlich eigene Interessen statt Interessen der Investoren. (70%)
- Die Handlung bei schlechter Konjunkturlage oder bei unvorhergesehenen Sanierungsmassnahmen ist unklar. (Beispielsweise Was passiert, wenn zusätzliches Kapital für Sanierung benötigt wird) (70%)

Aus der Literaturrecherche und den Ergebnissen der Interviews wurden folgende mögliche Fragen für Investoren identifiziert, die Immobilien-Crowdinvestitionen zu beurteilen:

- Wie gut sind die Immobilien auf diesen Plattformen in Bezug auf die Lage, die Nutzungsstruktur, den Zustand?
- Gibt es für das Produkt einen Sekundärmarkt? Was passiert, wenn mehrere Anleger ihre Anteile gleichzeitig verkaufen möchten?
- Ist der Anleger am Wertzuwachs der Immobilie beteiligt?
- Welchen Zeithorizont hat die Investition? Wie genau funktioniert der Exit?
- Welche initialen und laufenden Kosten fallen an? Gibt es versteckte und unvorhersehbare Kosten, welche auf den Anleger zukommen können? Wäre der Investor bereit, wenn nötig Kapital nachzuschliessen?
- Was passiert, wenn die Management Firma Konkurs geht? Wie sind dann die Entscheidungshoheiten zwischen den verschiedenen Investoren (Miteigentümern) geregelt?
- Gibt es grosse Investoren, welche einen überdurchschnittlichen Kapitaleinsatz tätigen? Sind die Investoren gegenseitig bekannt?

Separate Account / externes Investment- und Assetmanagement

Für grosse Investoren kann das Auslagern der Managementkompetenz via einem Separate Account interessant sein, weil dadurch ein Investmentmanager mit portfoliospezifischen Kompetenzen gewählt werden kann. Der Investmentmanager kann sich auf seine Aufgaben fokussierend dabei die Interessen des Auftraggebers (Investor) in den Mittelpunkt stellen. Gleichzeitig wird der Investor von den Managementaufgaben entlastet, bei ihm verbleiben lediglich die wichtigsten Entscheidungen und die Kontrollaufgaben über den Investmentmanager.

Um Interessenskonflikte zu vermeiden ist bei der Auswahl des Investmentmanagers zu prüfen, welche weiteren Kunden mit welchen Aufträgen er betreut. Zudem kann es durch diese Aufgabenteilung zu einer Prinzipal-Agent-Problematik kommen. Dafür ist sicherzustellen, dass es seitens des Investors eine Ansprechperson gibt, die eine enge Zusammenarbeit mit dem Investmentmanager pflegt, sodass der Informationsaustausch gewährleistet werden kann.

Aus den Gesprächen mit den Interviewpartnern wurde ersichtlich, dass es sich beim Modell 'Separate Account' um eine interessante Lösung für Investoren handelt, welche die Immobilienkompetenz auslagern möchten. Gründe für das Auslagern der Kompetenz können dabei das Fehlen des Know-Hows oder Zeitmangel sein.

Immobilieninvestitionen mit Fremdkapitalcharakter

Aus den Befragungen wurde klar, dass es sich bei Immobilieninvestitionen mit Fremdkapitalcharakter um Finanzanlagen, nicht um Immobilienanlagen handelt. Für alle befragten Personen kommen diese Investitionen als Immobilienalternative zur Direktanlage deshalb nicht in Frage. Ebenfalls wurde mehrfach das hohe Risiko genannt, welches durch den Fremdkapitalhebel und die teilweise schlechte Bonität des Schuldners zustande kommt. Mezzanine Finanzierungen sind bei zwei der befragten Personen als interessante Investitionsmöglichkeit genannt worden, wobei die Wichtigkeit über den Bezug und das Vertrauen in den Schuldner und die Kenntnisse über das Projekt betont wurde.

3.3 Fazit aus der empirischen Untersuchung

Für die befragten Investoren ist wichtig, dass die Investition genügend Substanz und einen entsprechenden Gegenwert bietet. Ebenfalls ist das Vertrauen in die Parteien und in die Idee zentral. Die Verantwortlichkeiten sollen bei indirekten Investitionen klar

geregelt sein und Kenntnisse über andere beteiligte Investoren, insbesondere wenn sie einen grossen Anteil an der Investition halten, sind wichtig.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass indirekte Immobilienanlagen aus Sicht der befragten Personen als Alternative zu Direktanlagen dienen können, wenn das Know-How des Investors nicht oder zu wenig ausgeprägt ist und ein externes Management für den Investor einen Mehrwert bringt. Ebenfalls können indirekte Anlagen aus Diversifikationsgründen interessant sein. Wer noch nicht über ein umfassendes Immobilienportfolio aus Direktanlagen verfügt kann ebenfalls indirekte Anlagen vorziehen, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Aus den Gesprächen wurde jedoch klar, dass Investoren mit einem vertieften Immobilienwissen, einem bestehenden Portfolio an Direktanlagen und genügend Zeit Direktanlagen den indirekten Anlagen zu jeder Zeit vorziehen würden. Nachstehend wird stichwortartig zusammengefasst, was die zehn befragten Personen als zentrale Punkte, respektive als ihr Erfolgsrezept nannten.

Interviewpartner 1: Inflationsschutz bei Immobilien zentral. Investiert hauptsächlich in Heimmarkt da man diesen kennt und an ihn glaubt. Wichtig: eigenen Risikoappetit kennen und die Renditeerwartung darauf abstützen.

Interviewpartner 2: Wer sich auf Immobilien als Direktanlage fokussiert, soll sich selbst damit gut auskennen, ansonsten sind sie riskant. Wichtig: Auf das Bauchgefühl hören.

Interviewpartner 3: Mitwirkung ist wichtig. Man soll Ideen umsetzen und kreativ sein. Schnelles Handeln ist zentral, um gute Opportunitäten zu erkennen und umzusetzen.

Interviewpartner 4: Viel Geduld haben, Fachmann sein auf eigenem Gebiet und dort den Fokus setzen. Man soll selbst entscheiden, Risiken annehmen, bei welchen man die Konsequenzen abschätzen kann. Reinvestition aus dem laufenden Cash-Flow und dank positiver Neubewertung ist sehr spannend.

Interviewpartner 5: Man muss gute Opportunitäten erkennen, schnell handeln. Nicht nur aus Anlagedruck kaufen, nur wenn alle Parameter des Investments passen. Auch wieder verkaufen, wenn es nicht mehr stimmt.

Interviewpartner 6: Man soll Kreativität leben und Mitgestaltungsmöglichkeiten umsetzen.

Interviewpartner 7: Wichtig ist, dass man sich auf seine Stärken konzentriert. Die erhaltene Rendite soll mindestens dem eingegangenen Risiko entsprechen.

Interviewpartner 8: "lieber Klein aber Mein". Die Lage der Liegenschaft ist zentral. Fokus Wohnliegenschaften da krisenresistent. Haben gerne auch Gastronomie, denn sie widerspiegelt was der Mensch braucht. Integriert die ganze Wertschöpfungskette.

Interviewpartner 9: Co-Investition nur mit Personen, die man kennt, deren Stärken man kennt und denen man vertraut. Beste Kombination für gemeinsame Investitionen sind Investoren mit unterschiedlichen Stärken.

Interviewpartner 10: Man soll auf das Bauchgefühl hören und dort investieren, wo Personen passend sind und wo man die Motivation der Beteiligten verspürt.

4. Schlussbetrachtung

4.1 Fazit

Verschiedene Investoren haben verschiedene Anlagebedürfnisse. Daraus sind in den vergangenen Jahrzehnten unterschiedliche Immobilienanlageprodukte entstanden, welche die verschiedenen Bedürfnisse abdecken sollen. Die verschiedenen Produkte können aufgrund ihrer Kriterien für gewisse Investoren sehr sinnvoll sein, für andere stellen sie keine Option dar. Aus der Auseinandersetzung mit dem Thema wurde klar, dass gerade die aufgrund des Anlagedrucks neu entstandenen Produkte, wie das Crowdfunding, in den vergangenen Jahren auf grosses Interesse bei den Anlegern gestossen sind. Wie sich solche Produkte künftig, respektive bei anderen Marktsituationen etablieren werden, wird interessant sein.

4.2 Handlungsempfehlung

Wichtig ist, dass die Investoren ihre Investitionsziele und -bedürfnisse definieren und sich bezüglich ihrer drei Ressourcen Kapitaleinsatz, Know-How und Zeit bewusst sind. Anschliessend können sie passende Investitionsformen für die Kapitalallokation wählen. Neue Anleger, welche den starken Wunsch nach Immobiliendirektanlagen haben, sollen sich die Frage stellen, ob Direktanlagen aufgrund ihrer Kriterien und der geringen Diversifikation bei keinen Stückzahlen tatsächlich die richtige Investitionsform für sie sind. Aus der vorliegenden Arbeit wurden verschiedene Fragen identifiziert, welche Anlegern bei ihren Investitionsentscheiden unterstützen sollen.

Vor dem Erwerb einer Immobilie als direktes Eigentum kann sich ein Investor folgende Frage stellen, um zu beurteilen, ob die Direktanlage für ihn sinnvoll ist.

- Bin ich der beste Eigentümer für diese Liegenschaft?
- Über wieviel Know-How verfüge ich und wie stark möchte ich beim Management der Investition involviert sein?
- Welche Risiken möchte ich eingehen?
- Wie gut ist mein Portfolio diversifiziert?
- Welche Nutzung strebe ich an?
- Über wieviel zusätzliche Liquidität verfüge ich für den Fall, dass unvorhergesehene Investitionen folgen?
- Welchen Anteil an meinem Gesamtvermögen macht diese Investition aus?

Vor der Investition in ein indirektes Vehikel wiederum können für die Beurteilung nachstehende Fragen interessant sein:

- Welchen Anteil an meinem Gesamtvermögen würde für mich diese Investition ausmachen?
- Möchte ich meine Zeit und mein Fachwissen einbringen oder möchte ich lediglich von den laufenden Erträgen und einem allfälligen Wertzuwachs profitieren?
- Wie sieht mein Anlagehorizont aus?
- Wie gross ist mein Risiko-Appetit? Wie risikohaft ist die Investition?
- Entspricht die erwartete Rendite dem eingegangenen Risiko?
- Was steht hinter den im Produkt ausgewiesenen Zahlen? Sind diese Zahlen realistisch?
- Welche Kosten kommen auf mich zu? Gibt es nebst den ausgewiesenen Fees noch weitere Kosten, welche zum Zeichnungszeitpunkt nicht genannt werden?
- Wie viel Fremdkapital wird eingesetzt?
- Was passiert, wenn die Managementfirma Konkurs geht?
- Wie wichtig sind die anderen Investoren, welche an der Investition beteiligt sind? Ist eine Übereinstimmung der Entscheidungen wichtig oder werden die Entscheidungen an das Management übertragen?

4.3 Ausblick

Die heute bestehenden verschiedenen Immobilienanlageprodukte sind ein Ergebnis aus den verschiedenen Bedürfnissen der Investoren und den Entwicklungen im Immobilien- und Kapitalmarkt. Je nach Bedürfnissen der Investoren sind unterschiedliche Charakteristiken und Kriterien der Anlagen wichtig, was einen allgemeinen direkten Vergleich ohne den Einbezug der Investorenbedürfnisse unmöglich macht.

In den kommenden Monaten und Jahren wird sich zeigen, ob die Kapitalmarktzinswende vom Sommer 2022 eine allgemeine Trendwende im Immobilienmarkt verursachen wird, oder ob die in den letzten Jahrzehnten ununterbrochen starke Nachfrage nach Immobilienanlagen und die entsprechende Preisentwicklung weiterhin anhalten wird. Es wird interessant sein, gewisse Produkte, welche sich mehrheitlich in den letzten zehn Jahren etabliert haben und auf die Marktsituation der vergangenen Jahre ausgerichtet sind, zu beobachten.

Literaturverzeichnis

- Baldegger, J., Nathani, C., Anderloni, F., Bachmann, F., Kolb, J., Mülle, R., . . . Hellmüller, P. (2020). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft der Schweiz*. pom+ Consulting AG. Abgerufen am 02. Juli 2022
- Baumann & Cie KmG. (29. März 2019). *Unterschiede von direkten und indirekten Immobilieninvestitionen*. (B. & Banquiers, Herausgeber) Abgerufen am 27. August 2022 von Unterschiede von direkten und indirekten Immobilieninvestitionen: https://www.baumann-banquiers.ch/de/publikationen/blog/artikel/direkte_und_indirekte_immobilieninvestitionen.php
- Bundesamt für Statistik. (Mai. 19 2022). *Eigentümer der Wohngebäude*. Abgerufen am 24. Juli 2022 von [www.bfs.admin.ch: https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/bauwohnungswesen/gebaeude/eigentuemer-wohngebaeude.html](https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/bauwohnungswesen/gebaeude/eigentuemer-wohngebaeude.html)
- Cieleback, M. (2015). *Anlageverhalten institutioneller Investoren* (Bd. Real Estate Asset Management.). (T. Michael , Hrsg.) Wiesbaden: Springer Gabler. doi:https://doi.org/10.1007/978-3-658-08784-5_11
- Corporate Finance Institute. (03. März 2022). *Corporate Finance Institute*. Abgerufen am 03. August 2022 von Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/principal-agent-problem/>
- Crowdhouse AG. (31. Juli 2022). *Crowdhouse AG*. Abgerufen am 31. Juli 2022 von Crowdhouse AG: <https://market.crowdhouse.com/invest/property/352/finances>
- Crowdhouse AG. (24. Juli 2022). *Rendite-Immobilien kaufen – Ihre Optionen im Überblick*. Abgerufen am 24. Juli 2022 von <https://crowdhouse.com/ch/de/kaufoptionen-im-vergleich/>
- Davidson, J. C. (2018). *Indirect Real Estate Strategies*. SECA - Swiss Private Equity & Corporate Finance Association.

- Davidson, J. C. (2022). *Real Estate Private Equity Funds*. Zug: Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ.
- Di Maggio, N. (2018). *Indirekte Immobilienanlagen - was steckt hinter den Agios?* Zürich: Swiss Global Finance Magazine.
- Dietrich Taufer, C. (2007). *Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz über die kollektive Kapitalanlagen*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.
- Doetsch, W. (2022). *Real Estate Securitisation & Structured Finance*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.
- Egger, M. (2015). *Club Deals – Gestaltungsparameter und Erfolgsfaktoren*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich. Abgerufen am 24. Juli 2022
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA. (29. Mai 2022). *FINMA*. Abgerufen am 29. Mai 2022 von FINMA: <https://www.finma.ch/de/bewilligung/asset-management/sicav/>
- Flöer, H. (2022). Interview mit Dozent Harald Flöer zu Separate Accounts. (C. –C. Management, Interviewer) Abgerufen am 25. Juli 2022 von <https://www.curem.uzh.ch/de/weiterbildungen/kompaktkurse/immobilienanlagen/Interview.html>
- Geltner, D. M., & et al. . (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments, Third Edition, International Edition*. USA: OnCourse Learning.
- Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments, Third Edition, International Edition* (Bd. Dritte Edition). Mason, USA: OnCourse Learning.
- Haas, N. (2018). *Immobilien-Crowdinvesting in der Schweiz*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.
- Hyrock AG. (26. Juli 2022). *Your mortgage boutique*. Abgerufen am 26. Juli 2022 von Your mortgage boutique: <https://www.hyrock.ch/de/services/mortgage-investment/>

IAZI AG. (31. März 2022). *IAZI CIFI*. Abgerufen am 25. Juli 2022 von IAZI CIFI:
<https://www.iazicifi.ch/produkt/swx-iazi-indizes/>

Imovag Immobilien Verwaltungs AG. (25. Juli 2022). *Zentralschweizerischer Immobilienfonds Centralfonds*. Abgerufen am 25. Juli 2022 von Zentralschweizerischer Immobilienfonds Centralfonds:
<http://www.centralfonds.ch/pages/organisation.html>

INREIM AG. (02. August 2022). *inreim.com*. Abgerufen am 02. August 2022 von inreim.com: <https://inreim.com/en/company/>

INREIM AG. (2022). *SwissIncome*. Zürich: Inreim AG.

INREV. (2012). *INREV Style Classification Revised Version*. INREV, European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles. Amsterdam: INREV.

KMU-Portal. (05. Mai 2021). *KMU-Portal für kleine und mittlere Unternehmen*. (S. Eidgenossenschaft, Herausgeber) Abgerufen am 26. Juli 2022 von KMU-Portal für kleine und mittlere Unternehmen:
<https://www.kmu.admin.ch/kmu/de/home/praktisches-wissen/finanzielles/finanzierung/mezzanine-finanzierung.html>

Kumschick, M. (2022). *Indirekte Immobilienanlagen: Steuern Schweiz und Ausland*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

Marbacher, S. (2022). *Indirekte Anlagen Schweiz*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

nzz.ch. (10. November 2021). *NZZ - Club Deals*. Abgerufen am 04. Juni 2022 von NZZ - Club Deals: <https://www.nzz.ch/themen-dossiers/red/club-deal-die-individuelle-immobilienanlage-ld.1654491>

pom+. (18. August 2020). *pom + / Der digitale Atlas der Schweizer Immobilienwirtschaft*. Abgerufen am 28. Mai 2022 von <https://www.pom.ch/de/knowledge-pool/digitaler-atlas-der-schweizer-immobilienwirtschaft/>

Revimag Treuhand AG. (03. Juli 2022). *Immobilien-AG versus im Privatvermögen gehaltene Immobilien*. Abgerufen am 03. Juli 2022 von Immobilien-AG versus

im Privatvermögen gehaltene Immobilien: <https://revimag.ch/ueberuns/news/unternehmenssteuerreform-iii-was-passiert-mit-den-holdinggesellschaften/#:~:text=Liegenschaft%20im%20Gesch%C3%A4ftsverm%C3%B6gen-,Vorteile%3A,Ohne%20Progression>

Rohner, P. (06. Mai 2022). *Finanz und Wirtschaft*. Abgerufen am 25. Juli 2022 von Finanz und Wirtschaft: <https://www.fuw.ch/article/us-boersen-auf-jahrestief>

Schoch, R. (2021). *Genossenschaften als immobilien*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

Schwab, J. (2022). *Analyse von kotierten Immobilienfonds, Aktien und nicht kotierten Anlagen*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

Schweizerische Eidgenossenschaft. (03. Juli 2022). *Anlagestiftungen, Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV*. Abgerufen am 03. Juli 2022 von Anlagestiftungen, Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV: <https://www.oak-bv.admin.ch/de/beaufsichtigte/anlagestiftungen>

SIX. (03. Juli 2022). *SIX Real Estate Indices*. Abgerufen am 25. Juli 2022 von SIX Real Estate Indices: <https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/indices/real-estate-indices/sxi-real-estate-all-shares.html>

Sotelo, R. (2022). *Ökonomie der Anlageprodukte*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

srf.ch. (04. Mai 2022). *SRF - Inflation und Leitzins*. Abgerufen am 06. Mai 2022 von SRF - Inflation und Leitzins: <https://www.srf.ch/news/wirtschaft/kampf-gegen-inflation-us-notenbank-erhoeht-leitzins-um-0-5-prozentpunkte>

Statista. (21. Januar 2022). *statista.com*. Abgerufen am 29. Mai 2022 von statista.com: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1107181/umfrage/anzahl-von-immobilienfonds-in-der-schweiz/#:~:text=Anzahl%20von%20Immobilienfonds%20in%20der%20Schweiz%20bis%202019&text=Ende%20des%20Jahres%202019%20gab,Immobilienfonds%20sind%20schweizerisch>

Statista GmbH. (04. August 2022). *Inflationsrate in der Schweiz von Juli 2021 bis Juli 2022*. Abgerufen am 13. August 2022 von Inflationsrate in der Schweiz von Juli

2021 bis Juli 2022:
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/289222/umfrage/inflationsrate-in-der-schweiz-nach-monaten/#:~:text=Preisentwicklung%20in%20der%20Schweiz,2019%20kam%20es%20zu%20Preissteigerungen.>

Steininger, S. S., & Wagner-Hauber, M. (2012). *Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen*. Regensburg: Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung IRE|BS International Real Estate Business School an der Universität Regensburg. Abgerufen am 28. Mai 2022

Stock, A. (2009). *Risikomanagement im Rahmen des Immobilien-Portfolio-Managements institutioneller Anleger*. IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft. Abgerufen am 02. Juli 2022

Taufer, C. (2007). *Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen*. Zürich: CUREM - Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

Wüest Partner AG. (31. Mai 2022). *Wüest Indices, Aktuelle Entwicklungen im Immobilienmarkt*. Abgerufen am 03. Juli 2022 von Wüest Indices, Aktuelle Entwicklungen im Immobilienmarkt:
https://www.wuest.io/online_services_classic/wupix/information/index.phtml

Anhang

Anhang 1: Interviewleitfaden

Seite 55

Anhang 2: Auswertungsbogen Interviews

Seite 56

Anhang 1: Interviewleitfaden

Interview mit Interviewpartner A - Datum, Zeit

Für die Masterarbeit von Ramona Ruh zum MAS Real Estate Management am CUREM zum Thema «Immobilienanlagen - Was sind gute Alternativen zu Immobiliendirektanlagen?»

Beschreibung der befragten Person:

Verbindung zu Immobilien:

Teil A – Vermögensanlage und Immobilienanlagen

1. Als was für ein Investor würden Sie sich einordnen? (private, privat und qualifiziert, institutionell, professionell)
2. Welche Formen der Immobilienanlagen kennen Sie?

Teil B – Anlageuniversum und Anlagemotive des Investors

3. In welche Arten von Vermögensanlagen haben sie ihr Kapital investiert?
4. Welche Rolle spielen Immobilienanlagen in Ihrem Portfolio?
5. Welche Arten von Immobilienanlagen halten Sie und weshalb diese?
6. Inwiefern sind Ihnen die folgenden Kriterien bei Immobilienanlagen wichtig?
 - Regelmässiges Einkommen aus der Investition, Cashflow
 - Wertsteigerung der Investition
 - Risiko und Wertstabilität des Investments
 - Entscheidungshoheit über das Investment (einzelner Grundeigentümer vs. andere kollektive Eigentumsform)
 - Zeithorizont des Investments
 - Liquidität und Transaktionskosten
 - Transparenz über die Managementkosten
 - Expertise des Investors, Management Aufgaben
 - Möchte der Investor viel Zeit in die Investition stecken oder lediglich Anlegen und sich auf andere Aufgaben fokussieren?

Teil C – Mögliche alternative Anlagen für den Investor

7. Unter welchen Umständen würde es für Sie in Frage kommen, auf eine neue Art in Immobilien zu investieren?
Investment Beispiel: (je nachdem, wo Investor noch nicht investiert)
 - Separate Account (Kapitaleinsatz und externes Management)
 - Club Deal (Kapitaleinsatz, Co-Investition, externes Management und spezifischer Zeithorizont Investment)
 - Crowdfunding
8. Wäre das eine Ergänzung zum bestehenden Portfolio oder ein Ersatz dessen? Können Sie sich vorstellen, Immobiliendirektanlagen damit zu ersetzen? Falls nein, weshalb nicht?
9. Welche Argumente sprechen gegen eine Immobilieninvestition in einer für Sie neuen Form?

Teil D - Abschluss

10. Was möchten Sie von mir wissen?

Anhang 2: Auswertungsbogen Interviews

14.08.2022

Beschreibung der Codierung: '1' besagt, dass die Antwort durch die befragte Person genannt wurde. '0' besagt, dass die Antwort nicht genannt wurde.

Interviewpartner Nr			Total	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Einordnung Investor	privat		70%	1	1	1	0	1	1	0	0	1	1
	qualifiziert		60%	0	1	0	1	0	1	0	1	1	1
	professionell		30%	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0
	institutionell		10%	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Welche Arten der Immobilienanlagen sind bekannt?	Direktanlagen	Schweizer Immobilien	100%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Direktanlagen	Schweizer Immobilien für die Projektentwicklung	70%	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
	Direktanlagen	Auslandimmobilien	90%	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
	Direktanlagen	Hotels	40%	0	1	1	0	0	0	0	1	0	1
	Direktanlagen	Immobilien im Baurecht	10%	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
	Direktanlagen	Micro Apartments	20%	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
	Indirekte Anlagen	Immobilienaktien	80%	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
	Indirekte Anlagen	Fonds	80%	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1
	Indirekte Anlagen	Crowdinvesting	80%	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1
	Indirekte Anlagen	Club Deals	80%	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1
	Indirekte Anlagen	REITs im Ausland	50%	1	1	0	0	0	1	1	0	0	1
	Indirekte Anlagen	Digitale Tokens	30%	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1
	Fremdkapitalvehikel	Mezzanine	50%	1	1	0	0	0	1	1	0	0	1
	Fremdkapitalvehikel	Kreditverbriefung	40%	1	1	0	0	0	0	1	0	0	1
Aktuelle Kapitalallokation	Aktien		70%	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1
	Fonds		40%	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1
	Rohstoffe		50%	0	0	1	0	0	1	1	0	1	1
	Commodities		10%	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
	Währungen		20%	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0
	Unternehmens Beteiligungen		80%	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1
	Immobilien Schweiz direkt		100%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Immobilien im Ausland		40%	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1
	Hotels im Ausland		20%	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0
	Kryptowährungen		20%	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
	NFTs		10%	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Aktuelle Immobilienanlagen im Portfolio	Direktanlagen	Fremdvermietung zu Renditezwecken	100%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Direktanlagen	Eigennutzung	80%	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1

	Direktanlagen	Projektentwicklung (kurzfristig) für Liquiditätsaufbau	40%	0	1	1	0	1	0	1	0	0	0
	Indirekte Anlagen	Fonds da Geldanlage ohne Aufwand	40%	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1
	Indirekte Anlagen	Aktien Schweiz da stabiler Markt	60%	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1
	Indirekte Anlagen	REITs	20%	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
Rolle der Immobilienanlagen	Hauptinvestition		70%	0	1	0	1	0	1	1	1	1	1
	Diversifikation anderer Vermögenswerte		30%	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1
	Kurzfristige Investition für Liquiditätsaufbau		40%	0	1	1	0	1	0	1	0	0	0
Grösse des direkt gehaltenen Portfolios	über 30 Immobilien		30%	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0
	10 - 30 Immobilien		10%	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	5 - 10 Immobilien		10%	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
	unter 5 Immobilien		50%	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1
Kriterien bei Immobilienanlagen	Regelmässiger Cash-Flow		80%	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1
	Wertsteigerung der Investition		80%	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1
	Entscheidungshoheit über das Investment und Mitgestaltungsmöglichkeit		90%	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Zieht Cash-Flow der Wertsteigerung vor		50%	1	0	0	1	0	1	0	0	1	1
	Zieht Wertsteigerung dem Cash-Flow vor		40%	0	1	1	0	1	0	0	1	0	0
	Inflationsschutz		90%	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1
	Wertstabilität		80%	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1
	langfristige Anlage		70%	1	1	0	1	0	1	0	1	1	1
	kurzfristige Anlage		30%	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0
	Handel für Liquiditätsaufbau		40%	0	1	1	0	1	0	1	0	0	0
	Transparenz über Managementkosten		80%	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1
Investor möchte viel Zeit einsetzen und mitbestimmen		60%	0	1	0	1	0	1	1	1	1	0	

		Soziale Haltung gegenüber Mietern	50%	0	0	0	1	0	1	0	1	1	1
		Mehrheitlich Wohnliegenschaften da stabil	70%	0	1	0	1	1	1	0	1	1	1
		Investiert nur in A-Lagen oder B-Lagen mit hoher Rendite	70%	0	1	0	1	0	1	1	1	1	1
		Investor möchte lediglich Kapital anlegen, Fokus auf andere Aufgaben	30%	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Kriterien für Alternativen für Investor	Ausreichende Substanz des Investments		90%	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1
	Vertrauen in die Parteien		90%	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1
	Vertrauen in die Idee		90%	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1
	Kenntnis über andere (vor allem grosse) Investoren		40%	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1
	Klaren Regelungen über die Verantwortlichkeiten		50%	1	1	0	0	1	0	0	0	1	1
Mögliche Alternativen	Separate Account, wenn	Management gut	50%	0	0	1	0	0	1	1	0	1	1
	Separate Account, wenn	Klarheit über Kosten, tiefere Kosten als Fonds	50%	1	0	1	0	0	1	0	0	1	1
	Separate Account, wenn	eigenes Know-How nicht vorhanden	40%	0	0	1	0	0	1	1	0	1	0
	Club Deal, wenn	Verantwortlichkeiten klar	60%	0	1	1	0	1	1	1	0	1	0
	Club Deal, wenn	Mitbestimmung klar geregelt	60%	0	1	1	0	1	1	1	0	1	0
	Club Deal, wenn	andere Investoren bekannt	40%	0	1	1	0	0	1	0	0	1	0
	Crowdfunding, wenn	Rendite interessant	30%	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
	Crowdfunding, wenn	grosse Investoren bekannt sind	20%	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
	Digitale Tokens	sobald in der Schweiz erlaubt	30%	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1
	Grundstückwerb	Baurecht	20%	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
Keine Alternativen	Fonds	zu viele Interessen des Managements und intransparente Kosten	90%	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1

Fonds	Rücknahmepflicht und somit Risiko für Liquidierung	30%	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1
Aktien	zu nahe an der Börse	60%	0	0	1	1	0	1	0	1	1	1
Aktien	überbewertet	90%	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Separate Accounts	kann er selbst managen	40%	0	1	0	0	0	1	1	1	0	0
Crowdinvesting	haben keine guten Liegenschaften	60%	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1
Crowdinvesting	Exit und Sekundärmarkt unklar	70%	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1
Crowdinvesting	keine Beteiligung am Wertzuwachs	60%	1	1	0	0	0	1	1	1	0	1
Crowdinvesting	Kosten unklar	70%	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1
Crowdinvesting	Handlung bei Konfliktsituation unklar	70%	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1
Kreditverbriefung	zu riskant	60%	1	0	1	1	0	1	0	0	1	1
Kreditverbriefung	zu viele Parteien involviert	40%	1	0	1	1	0	0	0	0	0	1
Kreditverbriefung	Finanzinvestition, kein Ersatz für Immobilien	70%	1	1	0	1	0	1	1	0	1	1
Ersatz der Direktanlage?	Nein	70%	0	1	1	1	1	0	0	1	1	1
	Nein	90%	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1
	Nein	90%	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1
	Nein	60%	0	1	0	1	0	1	0	1	1	1
	Ja	50%	1	0	0	0	1	0	1	0	1	1
	Ja	40%	1	0	0	0	1	0	1	0	0	1

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema Immobilienanlagen - Was sind gute Alternativen zu Immobiliendirektanlagen?“ 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 01. September 2022

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, overlapping loops and a long horizontal stroke at the end, positioned above a solid horizontal line.

Ramona Ruh