



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Immobilien-Crowdfunding vs. Immobilienfonds Eine vergleichende ökonomische Analyse

Verfasser: Markus Reis

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 31.08.2019

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VII
Executive Summary.....	VIII
1. Einleitung	1
1.1 Ausgangslage	1
1.2 Zielsetzung.....	2
1.3 Aufbau	2
1.4 Methodischer Ansatz und Verfahren	3
1.5 Datengrundlage	4
1.6 Abgrenzung des Themas.....	5
2. Dreieck der Vermögensanlage angewendet auf den Immobilienbereich	7
2.1 Ertrag	7
2.2 Liquidität.....	8
2.3 Sicherheit	8
3. Immobilien als Assetklasse	12
3.1 Das Vier-Quadranten Modell.....	12
3.2 Immobilienanlagen für Schweizer Privatanleger.....	15
4. Methodik.....	19
4.1 Beurteilungsindikatoren.....	19
4.2 Beurteilungsverfahren.....	26
5. Empirische Untersuchung der verschiedenen Indikatoren	29
5.1 Mietausfallquote	29
5.2 Betriebskostenquote.....	31
5.3 Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER _{immo}).....	34
5.4 Ertragsteuern	35
5.5 Kommissionen und Gebühren	38

5.6	Mindestinvestment.....	39
5.7	Liquidität/Handelbarkeit.....	40
5.8	Makro-Lagering.....	41
5.9	Mikro-Lagering.....	42
5.10	Gebäudezustand.....	44
5.11	Fremdfinanzierungsquote.....	45
5.12	Diversifikation.....	48
5.13	Haftung - Anlegerschutz.....	50
5.14	Transparenz.....	53
6.	Synthese und Interpretation.....	55
6.1	Einzelarstellung nach Indikatoren.....	55
6.2	Indikatoren aggregiert nach Vermögensziel.....	57
6.3	Indikatoren aggregiert nach operativer Ebene.....	58
7.	Schlussbetrachtung.....	59
7.1	Fazit.....	59
7.2	Diskussion.....	60
7.3	Ausblick.....	61
8.	Literaturverzeichnis.....	62

Abkürzungsverzeichnis

a.A	anderer Auffassung
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
BFS	Schweizer Bundesamt für Statistik
BIP	Bruttoinlandprodukt
CHF	Schweizer Franken
CRB	Schweizerische Zentralstelle für Baurationalisierung
DD	Due Diligence
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FK	Fremdkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
INREV	European Association for Investors in non-listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006
KID	Kundeninformationsdokument
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KKA	Kollektive Kapitalanlage
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006
NAV	Net Asset Value
OR	Obligationenrecht (Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil) vom 30. März 1911
OTC	Over the Counter
REIDA	Real Estate Investment Data Association
REIT	Real Estate Investment Trust
RICS	The Royal Institution of Chartered Surveyors
ROE	Return on Equity

S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SIA	Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein
SICAF	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SIX	Swiss Exchange
SNB	Schweizerische Nationalbank
SVIT	Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft
SVS	Swiss Valuation Standard
TER	Total Expense Ratio oder Gesamtkostenquote
TER _{immo}	Total Expense Ratio Immobilien-bezogen
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Schematische Darstellung des Aufbaus	3
Abbildung 2: Lagen der untersuchten Liegenschaften (rosa: Immobilienfond; violett: Crowdfunding-Plattform).....	5
Abbildung 3: Dreieck der Vermögensanlage (Urs Emch, 2004, S. 538)	7
Abbildung 4: vgl. Wellner 2003	9
Abbildung 5: Immobilien-Investmentstile im Rendite-Risiko-Diagramm in Anlehnung an (Geltner, et al., 2007, S. 684).....	10
Abbildung 6: Immobilienbestand Schweiz – Verteilung der Marktwerte in % (Wüest Partner AG, 2019, S. 156).	12
Abbildung 7: Rendite-Risiko-Eigenschaften v. Immobilienanlagen (eigene Darst.).....	14
Abbildung 8: Die Immobilie als Anlageobjekt für Schweizer Privatanleger	15
Abbildung 9: Direkte Anlage	16
Abbildung 10: Organigramm Immobilien-Crowdfunding	16
Abbildung 11: Indirekte Anlage	17
Abbildung 12: Organigramm Schweizer Immobilienfonds	18
Abbildung 13: Dreieck der Vermögensanlage mit relevanten Beurteilungsindikatoren	19
Abbildung 14: ROE-Kennzahlenbaum; vgl. Du-Pont-Schema.....	22
Abbildung 15: Leverage-Effekt (symbolisch).....	25
Abbildung 16: Vehikel-/Verwaltungsebene oder Objekt-/Immobilieebene.....	27
Abbildung 17: Mietausfallquote % – Mietertrag (SOLL) nach SIA D 0213	30
Abbildung 18: Bruttorendite nach SIA D 0213	31
Abbildung 19: Betriebskosten nach SIA D 0213	33
Abbildung 20: Nettorendite nach SIA D 0213	34
Abbildung 21: Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo) nach SIA D0213	35
Abbildung 22: Makro-Lagering.....	42
Abbildung 23: Mikro-Lagering	43
Abbildung 24: Gebäudezustand in Baujahr/letzter Sanierung vor Jahren.....	45
Abbildung 25: Fremdfinanzierungsquoten in % nach SIA D0213.....	47
Abbildung 26: Eigenkapitalrendite (ROE) in % nach SIA D0213.....	48
Abbildung 27: Organisationschema Schweizer Immobilienfonds Vgl. (SFAMA, Swiss Funds & Asset Management Association, 2016)	51
Abbildung 28: Einzeldarstellung nach Indikatoren	55
Abbildung 29: Indikatoren aggregiert nach Vermögensziel	57
Abbildung 30: Indikatoren aggregiert nach operativer Ebene	58

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vier-Quadranten-Modell, vgl. (Geltner, et al., 2007, S. 11)	13
Tabelle 2: Kontorahmen der SIA Dokumentation D 0213.....	21
Tabelle 3: Beurteilungsindikatoren aufgeteilt nach Erfassbarkeit und Ebene.....	27
Tabelle 4: Bandbreiten/Staffelung.....	28
Tabelle 5: Urteilsdimensionen.....	28

Executive Summary

Die vorliegende Masterthesis untersucht auf Basis eines ökonomischen Vergleichs die Unterschiede zwischen Immobilien-Crowdinvestings in Form von Miteigentums-gesellschaften und vertraglichen Immobilienfonds in der Schweiz. Aufbauend auf dem Dreieck der Vermögensanlage wurden 14 für eine Immobilien-Investment-Entscheidung relevante Indikatoren definiert, verglichen und aggregiert ausgewertet.

Im Zuge des aktuellen Negativzinsumfelds suchen Privatanleger nach einer Alternative zu den risikolosen Schweizer Bundesobligationen. Wie auch bei anderen Investments ist die Renditequelle das Mass aller Dinge. Bei Immobilien wird die Rendite in der Regel über die Mieteinnahmen einer Fläche erzielt. Um eine gute Rendite zu erzielen, muss ein nachhaltiger Mietertrag (SOLL) erzielt werden und die resultierenden Aufwände müssen längerfristig so gering wie möglich gehalten werden. Was aber zu Beginn nicht erwirtschaftet wird, kann nicht durch Optimierungen korrigiert werden.

Im Besonderen gilt es hier, die Eigenkapitalrendite zu erwähnen, welche aber für eine nachhaltige Investmententscheidung nicht massgebend sein darf, da sie nur als gehebelte Rendite zu verstehen ist. Ohne weitere Informationen können keine Rückschlüsse auf die eigentlichen Renditequellen gemacht werden.

Ob direkt über Miteigentumsanteile oder ob börsenkotiert über Immobilienfonds angelegt wird, hängt in der Regel von der jeweiligen Immobilienexpertise, der Kapitalausstattung und der Haltedauer ab. Je weniger Fachkenntnis und Kapitalausstattung vorliegen und je kürzer die Haltedauer ist, desto mehr muss an professionelle Unterstützung delegiert und in strukturierte/börsenkotierte Instrumente investiert werden.

Crowdinvesting-Modelle sind im Verhältnis zu Immobilienfonds sehr jung. Auf der Kostenseite überzeugen die Modelle im Vergleich zu den Immobilienfonds. Bei der Liquidität und Sicherheit überzeugen die Immobilienfonds. Der Verkauf des Miteigentumsanteils einer Liegenschaft kann im Vergleich zu einem Fondanteil bei sinkenden Immobilienmärkten länger dauern und/oder nur unter Abschlägen möglich sein. Inwiefern sich ein liquider Sekundärmarkt von Miteigentumsanteilen entwickeln wird, kann erst die Zukunft zeigen. Die fehlende Regelung, Standardisierung und Aufsicht durch das Kollektivanlagengesetz (KAG), die Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) und die Finanzmarktaufsicht (FINMA) erhöhen das Risiko dieser Anlagen im Vergleich zu den Immobilienfonds.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Bundesobligationen der Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von 10 Jahren bieten einen risikolosen Zins von -0,565%¹. Im aktuellen Tiefzinsumfeld (Negativzinsen) lässt sich am klassischen Geld- und Obligationenmarkt keine befriedigende Rendite auf Ersparnis verdienen. Anleger suchen nach einer Alternative.

Immobilien als Investitionsgut sind somit für langfristig agierende Anleger eine interessante Alternative zum Geld- und Obligationenmarkt. Der schweizerische Immobilienmarkt zeichnete sich durch konstante Einnahmen mit stabilen Renditen unter verhältnismässig geringem Risiko aus. Infolge der steigenden Immobilienpreise sind die Renditen heute allerdings sinkend.

Für Privatanleger steht diese Assetklasse als direktes Eigentum in Form von Stockwerkeigentum oder als Wohn- oder Geschäftshaus zur Verfügung. Als indirektes Investment steht die Assetklasse in der Form von Immobilienfondsanteilen und Immobilienaktien schon lange zur Verfügung. Während für Immobilienaktien und Fonds die Eintrittshürden in der Regel gering sind, sind die Hürden bei direkten Immobilien im Gegenteil sehr hoch. Besteht dennoch der Wunsch eines direkten Immobilienbesitzes, kann eine Immobilie auch für eine anschliessende Vermietung („buy to let“) direkt erworben werden. In der Regel scheitert der direkte Kauf einer Liegenschaft zu Vermietungszwecken, wie vorhin erwähnt, häufig an der Eigenkapitalausstattung des Privatanlegers. Diesen Umstand machen sich Crowdfunding-Plattformen zu Nutzen und strukturieren direktes Eigentum in Form von Miteigentum. Der Grundgedanke der Schweizer Immobilien-Crowdfunding-Plattformen besteht darin, dass eine Gruppe eine Liegenschaft in Form von Miteigentum direkt schwarmfinanziert, d.h. mit anteiligem Eigenkapital kauft. Dadurch verteilt sich die Last eines Einzelinvestments anteilig auf die Gruppe und ermöglicht so dem Privatinvestor ein direktes Immobilieninvestment.

Es steht ausser Frage, dass Ertrag, Sicherheit und Liquidität bezogen auf das direkte resp. indirekte Immobilieninvestment immer gegeneinander abzuwägen sind.

¹ Kassazinssatz bei einer Laufzeit von 10 Jahren, am 09.07.2019.

1.2 Zielsetzung

Diese Arbeit soll auf Basis eines ökonomischen Vergleichs beleuchten, unter welchen Voraussetzungen Erwerb von Immobilienfonds als indirektes Investment und unter welchen Voraussetzungen Immobilien-Crowdinvesting als direktes Investment grundsätzlich für Privatinvestoren geeigneter ist, wenn es um Ertrag, Sicherheit und Liquidität geht. Eine solche Untersuchung wurde bis anhin nicht unternommen. Ein Grund mag sein, dass Immobilien Crowdinvestment ein ganz junges Phänomen ist. Der erste Crowdinvestment-Anbieter in der Schweiz wurde 2015 gegründet und lancierte seine erste Immobilie in 2016. Im Zuge dieser Arbeit werden die relevanten Aspekte und Unterschiede quantitativ aufgezeigt und auf ökonomischer Basis verglichen.

Für Immobilien-Investitionen ist generell Fachwissen in vielen Bereichen – Recht, Technik, Ökonomie – erforderlich. Vielen Privatanlegern fehlt die erforderliche Immobilien-Investitions-Kompetenz. Es wird die Frage beantwortet, wieviel mehr an Immobilien-Kompetenz hinsichtlich des Ertrages, Sicherheit und Liquidität die Investition in Crowdfunding-Plattformen erfordert.

1.3 Aufbau

Im Kapitel 2 werden die drei Dimensionen der Vermögensanlage, d.h. Ertrag, Liquidität und Sicherheit erklärt und die Begriffe bzw. deren Zusammenspiel vorgestellt.

Im Kapitel 3 werden in einem ersten Schritt die Grundlagen des Immobilienanlage-universum auf der Eigenkapital- sowie auf der Fremdkapitalseite erörtert (3.1). In weiterer Folge werden Fremdkapitalanlagen aussen vorgelassen und nur noch die relevanten Eigenkapital Immobilienanlagen für Schweizer Privatanleger behandelt.

Nach einer übergeordneten rechtlichen und ökonomischen Einordnung der relevanten Immobilienanlagenobjekte (3.2.) werden das Miteigentum (3.2.1.2) und die offenen kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien (3.2.2.2) beschrieben.

Im Kapitel 4 werden sowohl die Methodik als auch die verwendeten Beurteilungs-indikatoren und das Beurteilungsverfahren erklärt.

Im Kapitel 5 werden nun die definierten Indikatoren empirisch untersucht. Jeder Indikator wird kurz erörtert und im Anschluss die direkte Miteigentumsform der indirekten gegenübergestellt, verglichen und in einem Fazit bewertet.

Im Kapitel 6 werden die Einzelergebnisse des Vergleichs aus Kapitel 5 zusammengeführt und auf zwei Arten aggregiert, diskutiert und durch eine Schlussbetrachtung ergänzt.

Die folgende Abbildung zeigt schematisch den Ablauf der Arbeit:

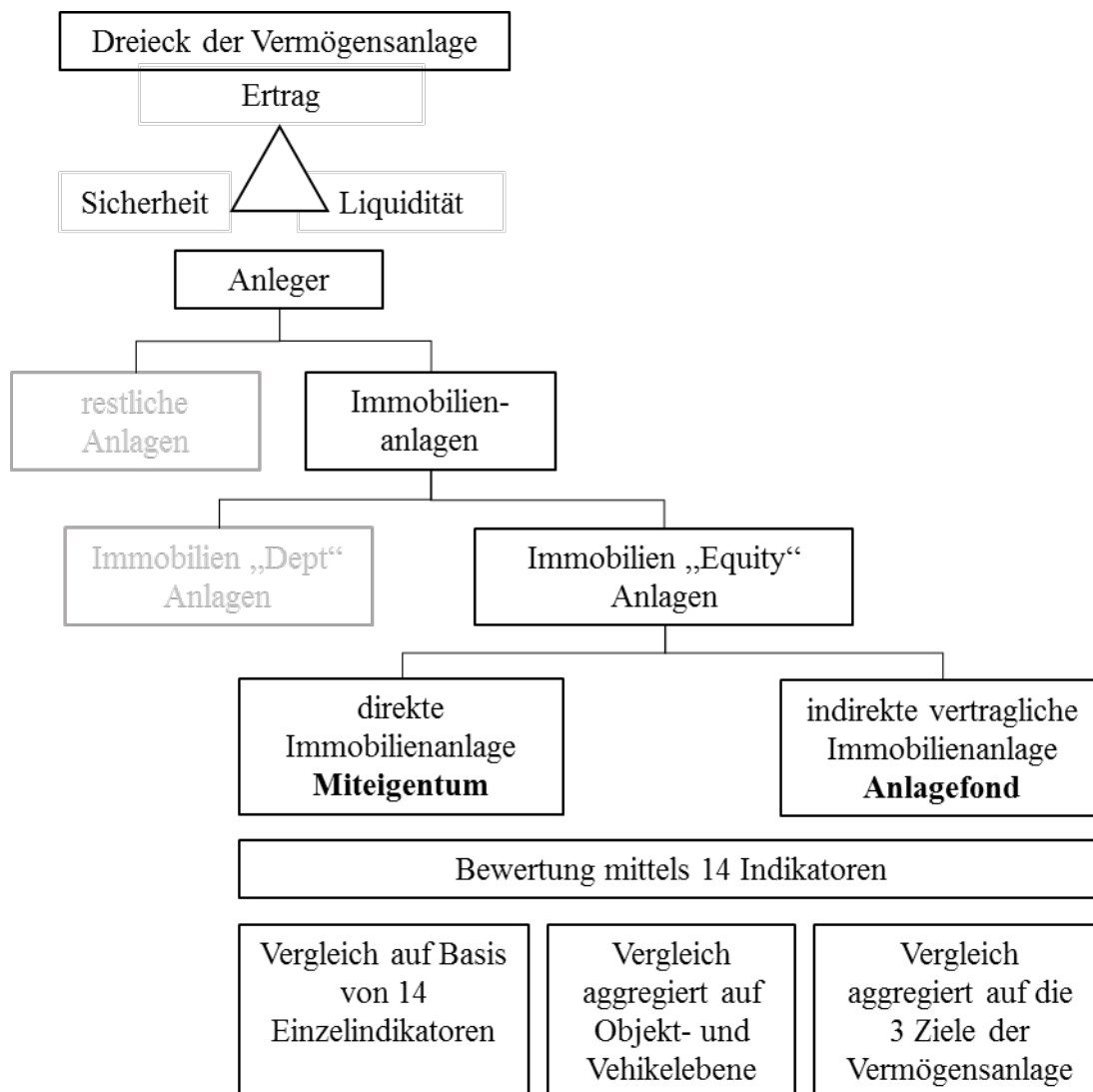


Abbildung 1: Schematische Darstellung des Aufbaus

Zur besseren Lesbarkeit wird in der vorliegenden Arbeit auf die gleichzeitige Verwendung männlicher und weiblicher Sprachformen verzichtet.

1.4 Methodischer Ansatz und Verfahren

Der theoretische Hintergrund zu dieser Arbeit ist im weitesten Sinne die Investment-Theorie, die besagt, dass Investitionsentscheidungen in besonderem Masse risikobehaftet sind, da sie auf unsicheren, in der Zukunft liegenden Zahlungsströmen beruhen und darüber hinaus zu einem späteren Zeitpunkt nicht bzw. nur mit Verlusten korrigierbar sind. Ebenso kommt eine Prinzipal-Agent-Theorie zum Tragen, welche die Informationsasymmetrien zwischen dem Principal (=Auftraggeber) und dem Agent (=Auftragnehmer) beschreibt.

Zur besseren Einschätzung von Immobilien-Investments werden in dieser Arbeit Informationen zu den beiden Anlagemöglichkeiten von Immobilien-Crowdinvesting und Immobilienfond aus Sicht des Privatinvestors aufgearbeitet. Die beiden Anlagemöglichkeiten werden anhand einer Top-Down-Bottom-Up-Analyse verglichen, mit dem Ziel einer Beantwortung der beschriebenen Forschungsfrage und vor dem Hintergrund des entwickelten Beurteilungsrasters.

Die vorliegende Arbeit beruht methodisch auf der empirischen Sozialforschung. Die Untersuchung wird empirisch und durch eine systematische Erhebung von Daten erfolgen. Online werden investitionsrelevante qualitative Elemente und Daten von Immobilien der beiden Anbieter und investitionsrelevante, administrative und rechtliche Daten und Elemente der Anbieter selbst erhoben. Die untersuchten Daten beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2018.

Die Anbieter definieren ihre Kennzahlen unterschiedlich und haben verschiedene Begrifflichkeiten. Alle diese Daten werden deshalb auf vergleichbare Basis-Nenner gebracht und tabellarisch aufbereitet, um anschliessend wieder standardisiert aggregiert zu werden. Dies erlaubt einen eindeutigen Vergleich.

Die Datensammlung beschränkt sich auf Sekundärdaten, d. h. auf eine Dokumentenanalyse (Mayring, 2016, S. 49). Die Analyse- bzw. Untersuchungsmethode beruht auf deskriptiver Statistik anhand eines eigens entwickelten Kriterienkataloges, welcher die Basis für die Auswertung und Interpretation darstellt.

1.5 Datengrundlage

Es gibt kaum deutschsprachige wissenschaftliche Vorarbeiten zum Vergleich von Immobilien Crowdinvestments und Immobilienfonds in der Schweiz. Eine Ausnahme machte die rechtliche Risiko-Analyse ausgewählter Immobilien Crowdinvestment-Anbieter von Nicola Haas aus dem Jahr 2018, auf die sich der Autor stützen konnte. Die Datengrundlage musste aber vom Autor selbst erstellt werden.

Die Datengrundlage sollte von einer der grösseren Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen der Schweiz und von einem Schweizer Wohn-Immobilienfond mit ähnlichem Investitionsfokus auf Objekt-/ Liegenschaftsebene in Bezug auf Lage und Nutzung der Liegenschaften stammen. Auch auf Verwaltungsebene, d.h. hinsichtlich des verwalteten Volumens, der Anzahl der Liegenschaften und des Gründungsjahres, sollten beide Anbieter über ähnliche Parameter verfügen. Dank dieser Ähnlichkeit auf Objekt-

/Immobilienebene und auf Vehikel-/Verwaltungsebene kann eine vergleichende empirische Untersuchung durchgeführt werden.

Ein Vergleich der systematisch erhobenen Daten ist infolge der Repräsentanz der Anbieter im Schweizer Immobilienmarkt relevant.

Die folgende Abbildung zeigt die geographische Verteilung der untersuchten Liegenschaften der Crowdfunding-Plattform und des Immobilienfonds:

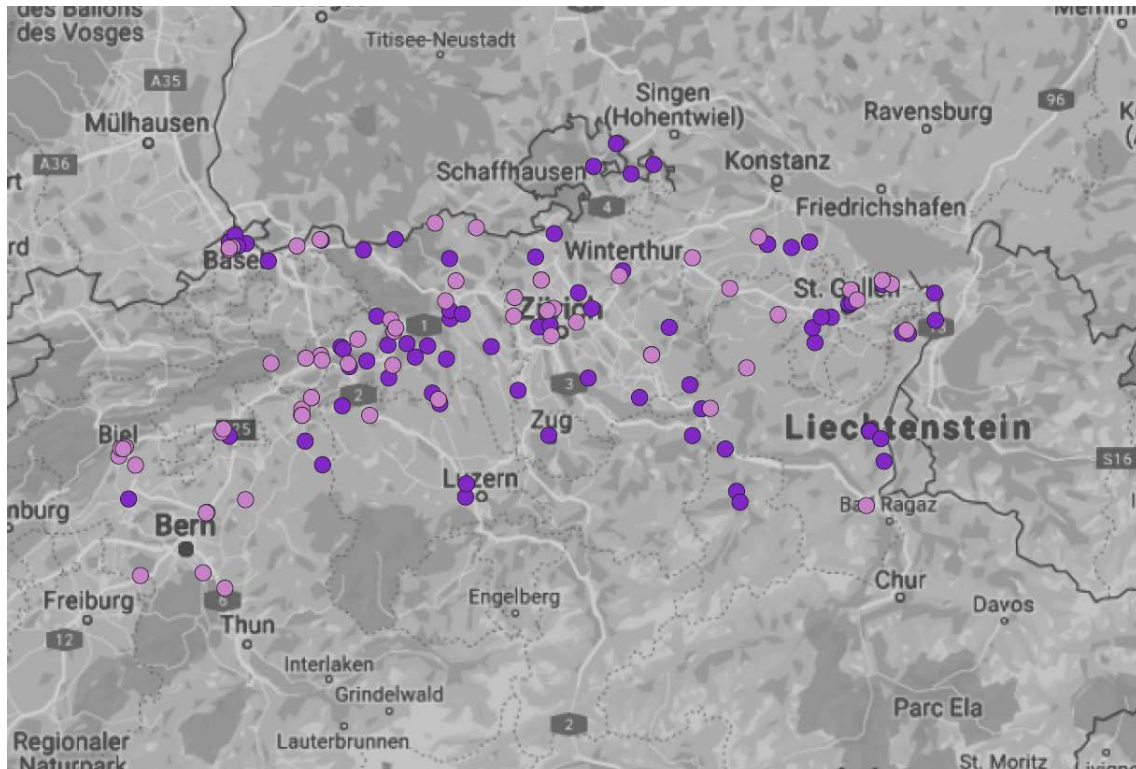


Abbildung 2: Lagen der untersuchten Liegenschaften (rosa: Immobilienfond; violett: Crowdfunding-Plattform)

1.6 Abgrenzung des Themas

Sowohl Crowdfunding als auch Immobilienfonds verfügen über die komplette Palette rechtlicher und ökonomischer immobilientypischer Eigenschaften. Eine Abhandlung zu allen diesen relevanten Eigenschaften würde aber den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

Die vorliegende Arbeit untersucht die Vermögensanlage aus Sicht des Privatinvestors. Es handelt sich um eine übergeordnete ökonomische Betrachtung des Immobilien-Crowdfunding und des Immobilienfonds am Beispiel zweier Anbieter. Es werden dabei die drei konkurrierenden Ziele Ertrag, Liquidität und Sicherheit beleuchtet. Die Untersuchung beschränkt sich auf bestehende Investitionen bzw. finanzierte Mehrfamilienhäuser einer Crowdfunding-Plattform und macht einen ökonomischen

Eins zu Eins-Vergleich mit den Objekten eines Schweizer Immobilienfonds mit Fokus Wohnen. Der Vergleich wird auf Vehikel-/Verwaltungsebene und Objekt-/Immobilienebene durchgeführt.

In der vorliegenden Arbeit werden dem direkten Immobilieninvestment in Form eines Miteigentumsanteils die Begriffe «Crowdinvesting-Modell», «Crowdinvesting-Plattform» bzw. «Miteigentum» und «MITEG» gleichgesetzt.

Für die indirekten kollektiven Kapitalanlagen wie die vertraglichen Schweizer Immobilienfonds werden die Begriffe «Immobilienfond», «Fond», «Anlagefond» gleichgesetzt.

Für den Investor wird gleichbedeutend Privatinvestor, Anleger, Privatanleger verwendet.

Sofern möglich, wird ausschliesslich auf öffentlich zugängliche Daten und Datenanbieter zurückgegriffen. Zur Anwendung kommen Sekundärdaten und Primärdaten, sofern letztere zugänglich sind.

2. Dreieck der Vermögensanlage angewendet auf den Immobilienbereich

Jegliche Vermögensanlage bzw. jede Investitionsentscheidung ist in besonderem Masse risikobehaftet, da sie auf unsicheren, in der Zukunft liegenden Zahlungsströmen beruhen und darüber hinaus zu einem späteren Zeitpunkt nicht, bzw. nur mit Verlusten, korrigierbar sind (Walther Busse von Colbe, 2018). Die Variablen Ertrag, Liquidität und Sicherheit sind voneinander abhängig und konkurrieren sich teilweise gegenseitig. Bildlich lassen sich die drei Variablen anhand eines Dreiecks veranschaulichen (Wiener Börse AG, 2019).

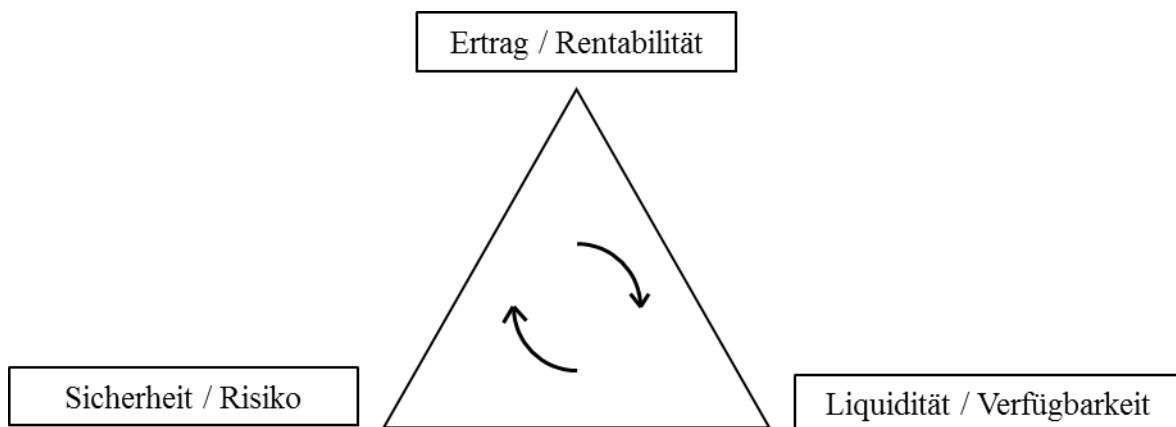


Abbildung 3: Dreieck der Vermögensanlage (Urs Emch, 2004, S. 538)

Eine gleichzeitige Maximierung der drei Grössen ist nicht möglich (max. Ertrag, bei max. Sicherheit und max. Liquidität konkurriert/widerspricht sich).

Prinzipiell gilt: Je kleiner das Risiko, desto geringer der Ertrag

Aus Sicht der Immobilienanlage lässt sich der Ertrag durch die Rendite, die Sicherheit durch das Risiko und die Liquidität durch die Handelbarkeit beschreiben. In den folgenden drei Unterkapiteln werden die drei Hauptkriterien in Bezug auf Immobilien erläutert.

2.1 Ertrag

Unter Ertrag wird die wirtschaftliche Leistung verstanden. Ihm steht der Aufwand entgegen. Die tatsächliche Verzinsung wird als Verhältnis zwischen Ertrag und dem eingesetzten Kapital bzw. dem Verkehrswert der Liegenschaft verstanden und entspricht der Rendite der Immobilien. Die Rendite ist eine der wichtigsten Kennzahlen bei Immobilieninvestitionen. Als Grundlage für die Berechnung der relevanten Renditen sind die dazugehörigen Erträge und Aufwände erforderlich. Grundsätzlich werden diese mittels der Liegenschaftserfolgsrechnung bestimmt.

Bis auf Immobilienaktiengesellschaften erwirtschaften börsenkotierte wie auch nicht börsenkotierte Eigenkapital-Immobilienanlagen ihre laufenden Erträge in der Regel durch Vermietung von Flächen. Somit bilden diese die eigentliche Renditequelle neben der Wertänderung. Der Mietertrag weist in der Regel eine geringe Schwankungsbreite auf.

„Real Estate is Space and Money over Time“ (Pyhrr, 1989)

Neben dem Ertrag aus der laufenden Vermietung existiert ausserdem noch der Ertrag aus der Wertsteigerung. Darauf wird in dieser Arbeit nicht weiter eingegangen.

2.2 Liquidität

Die Liquidität in diesem Kontext steht für Handelbarkeit der Kauf- und Verkaufsmöglichkeit eines Anlagegutes. Ist ein Kauf/Verkauf jederzeit und im geforderten Volumen zu marktgerechten Preisen möglich, kann man von einer liquiden Anlage sprechen. Ansonsten spricht man von einer illiquiden Anlage.

Direkte Immobilienanlagen sind in der Regel mit grossen Losen und hohen Transaktionskosten verbunden. Die hohen Erwerbs- und Transaktionskosten führen dazu, dass direkte Immobilieninvestments langfristig eingegangen werden. Ein Abschlag bzw. ein Aufpreis muss in der Regel bezahlt werden, wenn Transaktionen von direkt gehaltenen Immobilien in kurzer Zeit abgewickelt werden. Deshalb spricht man bei direkten Immobilienanlagen von einer illiquiden Anlage.

Im Gegensatz dazu kann man bei der indirekten Immobilienanlage von einer liquiden Immobilienanlage sprechen. Die Losgrössen und Transaktionskosten sind gering und ein Kauf bzw. Verkauf ist in der Regel kurzfristig über die die Börse bzw. den Emittenten möglich.

Für den Privatanleger sind die Mindestinvestition bzw. der Preis eines Fondanteils und die Handelbarkeit/Verfügbarkeit des Kapitals ein massgebendes Kriterium für die Entscheidung einer Investition in eine direkte oder indirekte Immobilienanlage (Sebastian, Steininger, & Wagner-Hauber, 2011, S. 12).

2.3 Sicherheit

Die Besonderheiten, vor allem die Heterogenität im Immobilienmarkt machen die Risikoquantifizierung einer Investition in einer Kennzahl schwierig.

Im Allgemeinen lassen sich die Immobilienrisiken in Anlehnung an Wellner in externe einerseits und in interne Risiken andererseits kategorisieren (Wellner, 2003). Umweltrisiken, volkswirtschaftliche Risiken, branchenspezifische Risiken und standortspezifische sind externe Risiken, welche von aussen auf das Objekt einwirken. Objektrisiken können als interne Risiken verstanden werden (Wellner, 2003, S. 22).

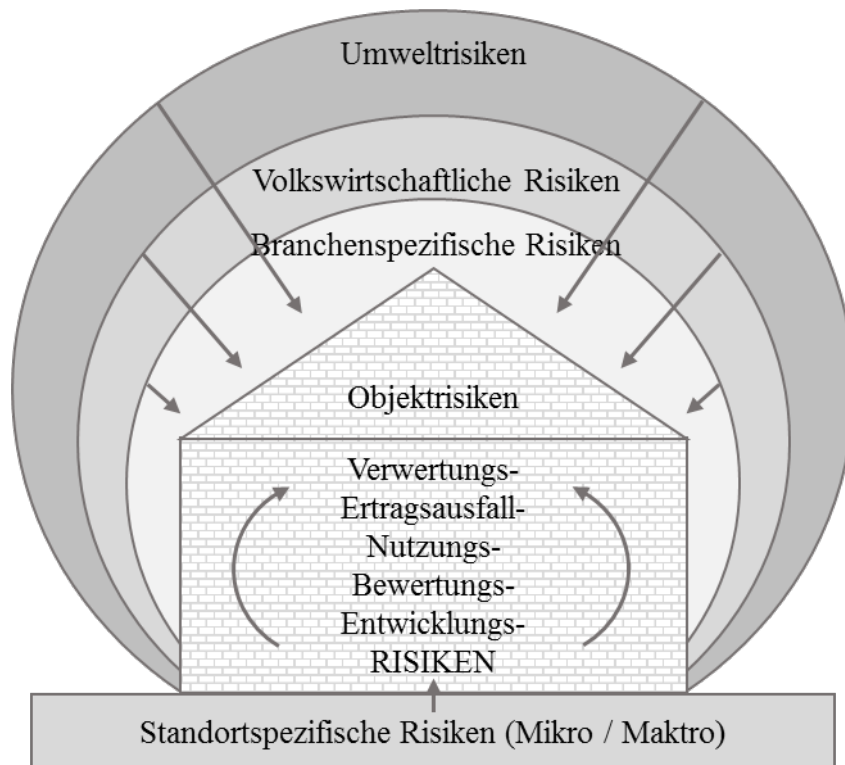
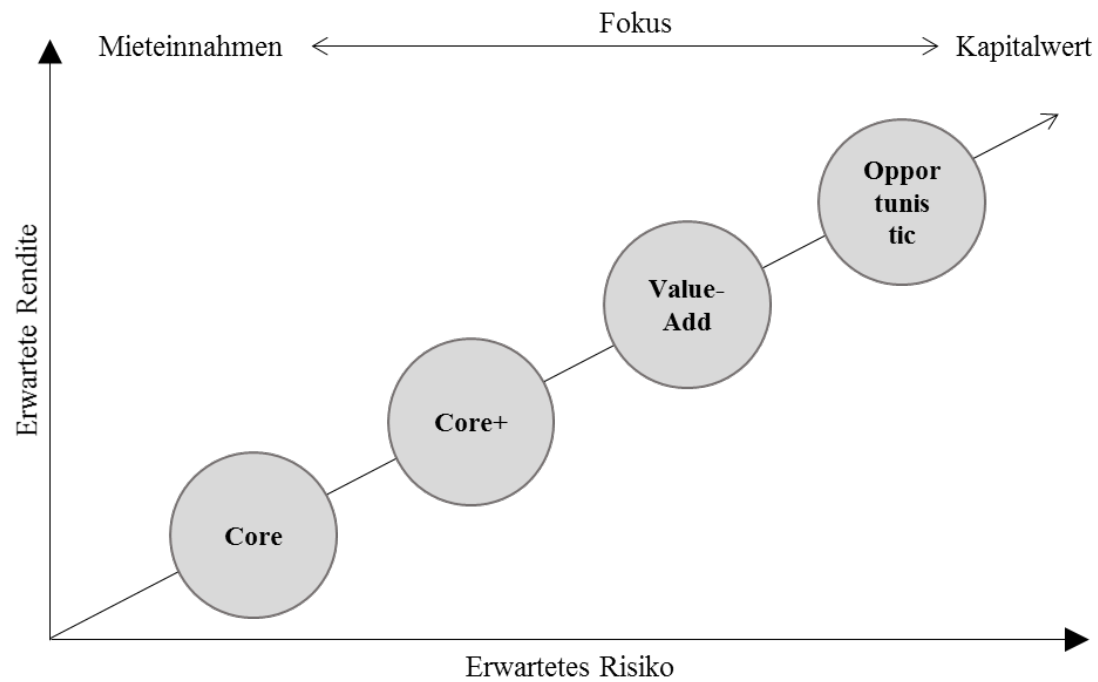


Abbildung 4: vgl. Wellner 2003

In der Praxis werden die einzelnen Investmentstile für die Risikoklassifizierung herangezogen. Dadurch lassen sich ein potentielles Risiko und die Renditechance für Anleger besser einschätzen. Die vier Kategorien *Core*, *Core+*, *Value-add* und *Opportunistic* lassen sich wie folgt im Rendite-Risiko-Diagramm einordnen (Geltner, et al., 2007, S. 684):



	Core	Core+	Value-Add	Opportunistic
Risiko	gering	gering-mittel	mittel-hoch	hoch
Einnahmequelle	laufende Erträge	laufende Erträge	laufende Erträge	
		Kapitalwertsteigerung	Kapitalwertsteigerung	Kapitalwertsteigerung
Haltedauer Jahre	>10 Jahre	>5 Jahre	5-7 Jahre	5 Jahre oder weniger
Fremdfinanzierungsquote	0-50%	30%-70%	50%-70%	>70%
Objekttyp	Bestandsliegenschaft vollvermietet stabile Erträge	Bestandsliegenschaft vollvermietet mit Bedarf an kleineren Modernisierungsmassnahmen und Umbaumasnahmen	Bestandsliegenschaft mit Potential durch Sanierung, Neuentwicklung, Mietermanagement und Neupositionierung	Projektentwicklung

Abbildung 5: Immobilien-Investmentstile im Rendite-Risiko-Diagramm in Anlehnung an (Geltner, et al., 2007, S. 684)

Das klassische Core-Investment als Anlageklasse bietet ein hochwertiges Bestandsobjekt mit hohem baulichen Ausbaustandard in guter Lage. Nur so ist eine Wiedervermietbarkeit auch nach Ablauf der bestehenden Mietverträge gesichert. Mietverträge mit

bonitätsstarken Mietern generieren stabile Erträge. Sofern kleinere Umbau- oder Modernisierungsmassnahmen erforderlich sind und die Lage und die Mieterbonität einer Core-Klassifizierung entsprechen, spricht man von einer Core+-Immobilie. Rendite und Risiko sind nahezu identisch mit der Core-Immobilie. Das Core-Investment bietet dem Anleger eine verhältnismässig hohe Sicherheit (Brunner, (Hrsg.) Marlies, 2009, S. 123).

Die Value-Add-Investition bietet dem Anleger weniger Sicherheit, doch dafür verhältnismässig mehr Rendite. Das Ziel ist es, die Mietzahlungen und den Wert durch Mietermanagement, Renovierung bzw. Sanierung, Neuentwicklung oder aber auch durch Kosteneinsparungen zu erhöhen. Die daraus resultierenden Wertsteigerungen sind weniger planbar und unterliegen daher einem höheren Investmentrisiko (Brunner, (Hrsg.) Marlies, 2009, S. 124).

Opportunistisches Investment beschreibt den risikoreichsten Immobilien-Investmentstil. Auch als Real Estate Private Equity bezeichnet, ist diese Anlageform für den Privatinvestor meistens nicht zugänglich. Unter diese Kategorie fallen Projektentwicklungen und grössere Revitalisierungen von Bestandsarealen mit umfangreicher Nutzungsänderung. Nicht die laufenden Mieterträge sind von Bedeutung, sondern die Wertsteigerung in kurzer Zeit mit anschliessender Veräusserung. Die „Königdisziplin“ liefert die grösste Rendite bei entsprechend ebenso hohem Risiko (Brunner, (Hrsg.) Marlies, 2009, S. 124).

Die in diesem Beitrag untersuchten Liegenschaften können in Sachen Rendite-Risiko gänzlich dem Core-Investmentstil zugeordnet werden.

3. Immobilien als Assetklasse

Das Immobilienvermögen der Schweiz wird auf CHF 3.639 Mrd. geschätzt. 32% fallen auf Einfamilienhäuser, 24% auf Eigentumswohnungen, 31% auf Mietwohnungen, rund 8% auf Büroflächen und die restlichen 5% entfallen auf Verkaufsflächen. In der folgenden Abbildung wird die Verteilung der Marktwerte in Prozent auf das Gesamtimmobilienvermögen dargestellt.

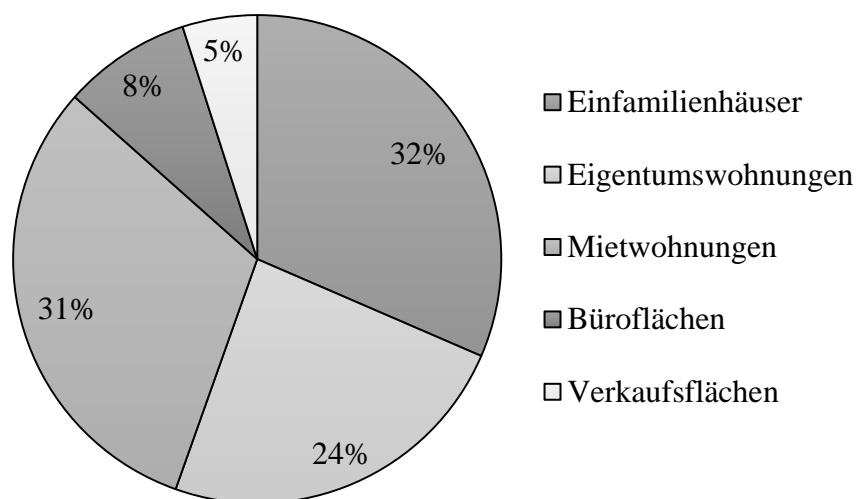


Abbildung 6: Immobilienbestand Schweiz – Verteilung der Marktwerte in % (Wüest Partner AG, 2019, S. 156).

Unter der Annahme, dass Mietwohnungen, Büroflächen und Verkaufsflächen als Renditeliegenschaften gehalten werden, kann man davon ausgehen, dass in der Schweiz CHF 1.622 Mrd. im Besitz von Privaten und auch institutionellen Investoren sind, was ungefähr der Marktkapitalisierung des SPI entspricht².

3.1 Das Vier-Quadranten Modell

Das Immobilienanlageuniversum lässt sich durch das „Vier-Quadranten-Modell“ (Geltner, et al., 2007, S. 11) strukturieren. Einerseits wird zwischen Eigenkapital und Fremdkapital und andererseits zwischen börsenkotiert oder eben nicht börsenkotiert unterschieden. Die folgende Tabelle zeigt die vier Quadranten des Immobilienanlageuniversum.

² SPI Marktkapitalisierung 10.07.2019: CHF 1.686 Mrd.

	Equity - Eigenkapital	Debt - Fremdkapital
Private – nicht börsenkotiert	Direkte Immobilienanlagen Offene Immobilienfonds Geschlossene Fonds	Hypotheken Mezzanine Finanzierung Projektentwicklungskredite
Public – börsenkotiert	Immobilienaktiengesellschaften Offene kotierte Immobilienfonds	Verbriefte Hypotheken MBS CMBS

Tabelle 1: Vier-Quadranten-Modell, vgl. (Geltner, et al., 2007, S. 11)

3.1.1 Private Equity

Als Private Equity werden nicht börsenkotierte Immobilienanlagen mit Eigenkapitalcharakter bezeichnet. Einerseits wird Private Equity durch die Liquidität, andererseits durch das Eigentumsverhältnis definiert. Hinter dieser Investition steht der Eigentümer mit Eigenkapital. Der Handel findet ausserbörslich statt und ist im Vergleich zur Börse weniger liquide.

3.1.2 Public Equity

Börsenkotierte Immobilienanlagen mit Eigenkapitalcharakter werden als Public Equity bezeichnet. Im Unterschied zu Private Equity wird nicht ausserbörslich gehandelt sondern an der Börse, was eine ungleich höhere Liquidität mit sich bringt. Analog zur Private Equity steht hinter der Investition der Eigentümer mit Eigenkapital.

3.1.3 Private Debt

Bei Investitionen mit Fremdkapitalcharakter wird Fremdkapital und nicht Eigenkapital für eine Immobilien-Investition zur Verfügung gestellt. Die häufigste Form der Finanzierung ist der Hypothekarkredit. Der Kredit wird grundpfandrechtlich über die Liegenschaft gesichert. Neben den in der Regel langfristigen Hypotheken bestehen im nichtprivaten Bereich weitere strukturierte Finanzierungen, wie beispielsweise mezzanine und Joint-Venture Finanzierungen.

3.1.4 Public Debt

Im Unterschied zu Private Debt-Finanzierungen werden Public Debt-Finanzierungen über die Börse gehandelt. Dafür werden hypothekarisch besicherte Finanzierungen gebündelt und verbrieft und als Anleihen ausgeben. Durch die Handelbarkeit und Bündelung der Fremdverschuldung entsteht eine Diversifikation der Risiken.

3.1.5 Vergleich der vier Investitionsarten

Grundsätzlich unterscheiden sich Immobilien mit Eigen- oder Fremdkapitalinvestitionen hinsichtlich ihrer Informationsrechte, Mitbestimmungsrechte und Zahlungsansprüche. So verfügt Eigenkapital über Informationsrechte und Mitbestimmungsrechte aber keinerlei Zahlungsansprüche. Fremdkapital hingegen ist ohne Mitbestimmungsrechte, mit nur beschränkten Informationsrechten, dafür aber im Gegensatz zu Eigenkapital mit Zahlungsansprüchen ausgestattet (Sotelo, 2019, S. 18).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sowohl Immobilien-Eigenkapitalinvestments als auch -Fremdkapitalinvestments von ihrer erwarteten Rendite abhängen. Sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalinvestments haben Risiken. Wobei bei identischer Investition Eigenkapitalinvestments riskanter sind, dafür aber mit einer Rendite vergütet werden, die als höher erwartet werden kann. In Abbildung 7 werden die Rendite-Risiko-Eigenschaften in Bezug auf die vier Quadranten des Immobilienanlageuniversum dargestellt.

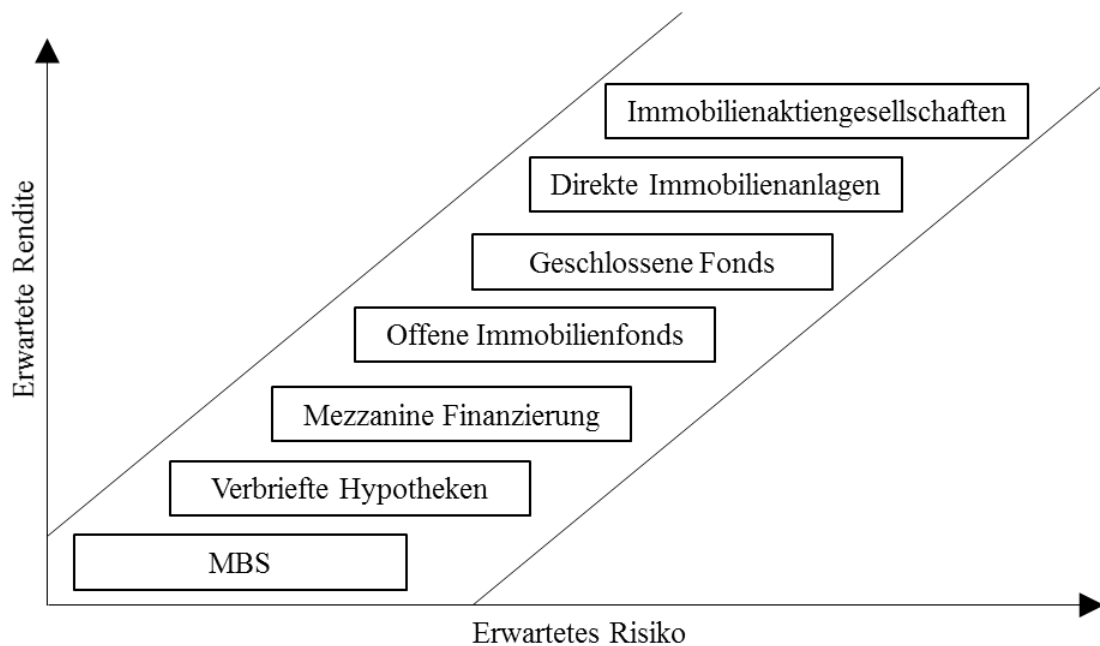


Abbildung 7: Rendite-Risiko-Eigenschaften v. Immobilienanlagen (eigene Darst.)

Abschliessend lässt sich sagen, dass ein Investor umso mehr Investitionsmöglichkeiten hat, je entwickelter ein Immobilienmarkt ist (Eckert, 2019).

Die zwei in dieser Arbeit untersuchten Immobilienanlagen lassen sich in Private Equity (Crowdfunding) und Public Equity (Immobilienfond) unterteilen.

3.2 Immobilienanlagen für Schweizer Privatanleger

Für Privatanleger lässt sich der Investmentmarkt übergeordnet in direkte und indirekte Immobilienanlagen unterteilen. Zu den direkten gehören das Alleineigentum nach (Art 641 ZGB) und das Miteigentum nach (Art 646 ff. ZGB). Zu den indirekten Investitionen gemäss KAG, welche sich wiederum in offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen (KKA) unterteilen lassen, gehören der vertragliche Anlagefond (Art. 25ff. KAG), die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) (Art. 36ff. KAG), die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) (Art. 98ff. KAG) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) (Art. 110ff. KAG).

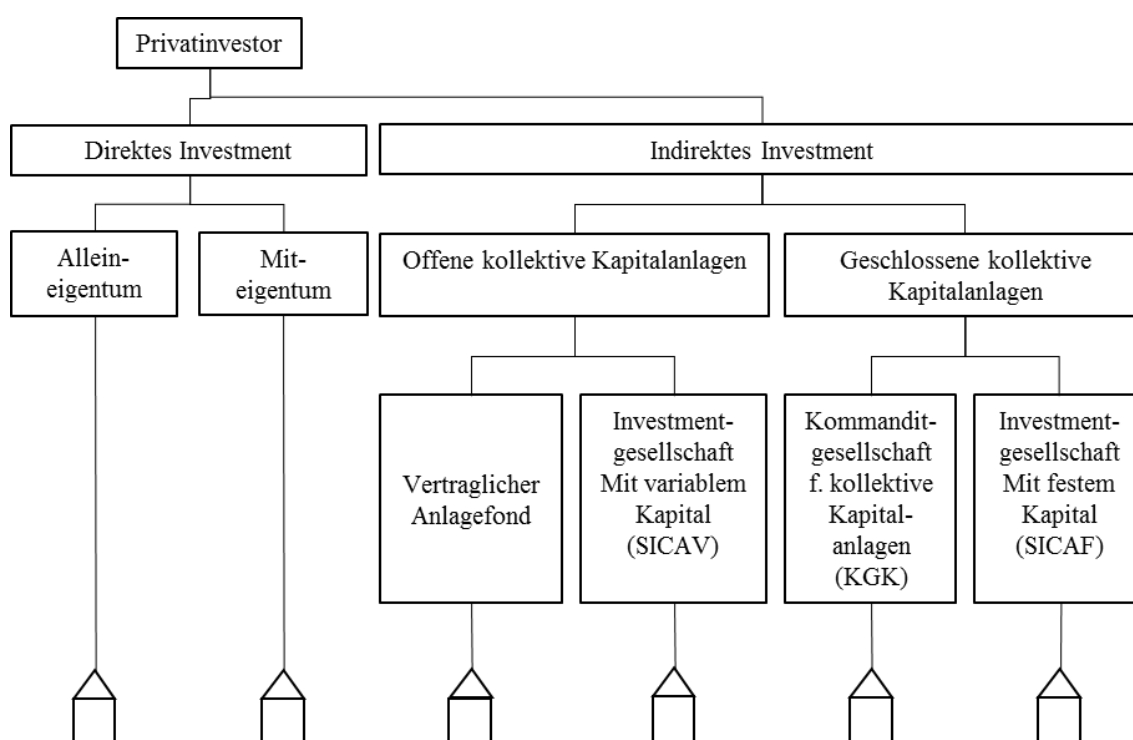


Abbildung 8: Die Immobilie als Anlageobjekt für Schweizer Privatanleger

3.2.1 Direktes Immobilieninvestment

Bei einer direkten Immobilienanlage erwirbt der Käufer direkt eine Liegenschaft und erhält so einen direkten Grundbucheintrag. Der Intermediär fehlt und der Privatinvestor kann im Alleineigentum, Gesamteigentum³, Miteigentum oder Stockwerkeigentum⁴ kaufen.

³ Gesamteigentum (Art.652ff, ZGB). Haben mehrere Personen, welche durch Gesetzesvorschrift oder Vertrag zu einer Gemeinschaft verbunden sind, eine Sache kraft ihrer Gemeinschaft zu Eigentum, so sind sie Gesamteigentümer und es geht das Recht eines jeden auf die ganze Sache.

⁴ Stockwerkeigentum (Art.712ff, ZGB) ist der Miteigentumsanteil an einem Grundstück, der dem Miteigentümer das Sonderrecht gibt, bestimmte Teile eines Gebäudes ausschliesslich zu benutzen und innen auszubauen.

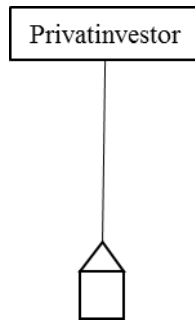


Abbildung 9: Direkte Anlage

3.2.1.1 Alleineigentum

Der Alleineigentümer einer Liegenschaft nach Art. 641 ZBG ist, wie der Name sagt, in allem selbstbestimmend. Er kann innerhalb der Schranken der Rechtsordnung frei über sein Eigentum respektive über seine Liegenschaft verfügen. Er hält die Liegenschaft allein und steht allein als Eigentümer im Grundbuch.

3.2.1.2 Miteigentum

Das Miteigentum nach Art. 646 ZGB. als Spezialform des Eigentums kommt beim Immobilien-Crowdfunding zur Anwendung. Der Investor erwirbt einen Miteigentumsanteil an einer Liegenschaft.

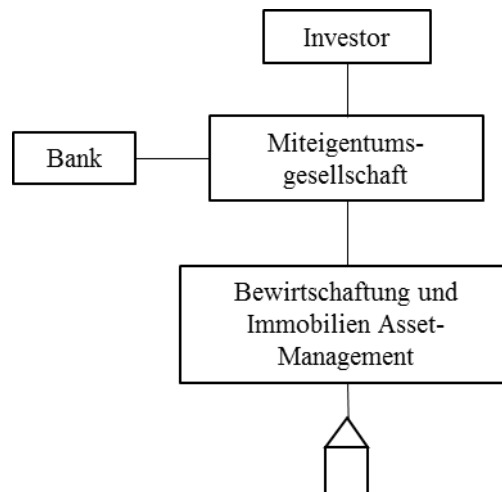


Abbildung 10: Organigramm Immobilien-Crowdfunding

Dabei besitzen mehrere Investoren ein Objekt nach Bruchteilen, sogenannten Miteigentumsanteilen, ohne äusserliche Abteilung in ihrem Eigentum. Nach aussen hin ist keine Abtrennung erkennbar. Die Miteigentumsanteile sind im Grundbuch vermerkt.

Jeder Miteigentümer hat für seinen Anteil die Rechte und Pflichten eines Eigentümers. Er kann seinen Anteil veräussern oder verpfänden und kann auch gepfändet werden.

Die Nutzungs- und Verwaltungsordnung regelt die Rechte und Pflichten der Miteigentümer untereinander. Die Miteigentümer können mit Zustimmung der Mehrheit aller Miteigentümer eine von den gesetzlichen Bestimmungen abweichende Nutzungs- und Verwaltungsordnung vereinbaren.

Auf eine nähere Erklärung des Gesamteigentums und des Stockwerkeigentums wird in diesem Beitrag verzichtet.

Das Miteigentum-Modell bietet in diesem Fall eine einfache Möglichkeit, eingetragener Besitzer einer Renditeliegenschaft mit verhältnismässig geringem Eigenkapitaleinsatz im Grundbuch zu werden.

3.2.2 Indirektes Immobilieninvestment

Bei einer indirekten Immobilienanlage erwirbt der Käufer, wie der Name sagt, indirekt eine Liegenschaft. Ein Vehikel steht zwischen dem Objekt und dem Privatinvestor. Das Vehikel hält die Immobilien und somit handelt es sich um eine indirekte Kapitalanlage mit einem Intermediär.

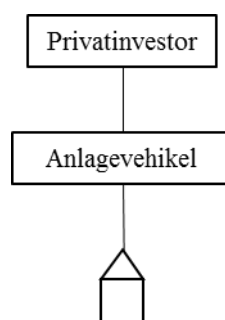


Abbildung 11: Indirekte Anlage

3.2.2.1 Geschlossene kollektive Kapitalanlagen

Wie Abbildung 8 zeigt, existieren neben den offenen kollektiven Kapitalanlagen auch die geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen nach Art. 9 KAG. Darunter fallen die Société d'investissement à capital fixe (SICAF) und die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK). Im Gegensatz zum vertraglichen Anlagefonds haben die Anleger keinen Rechtsanspruch auf Rücknahmen zum Nettoinventarwert (NAV). Meistens unterliegt die geschlossene Kapitalanlage einer fixen Laufzeit und ist hinsichtlich der Anzahl der Anteile und des Kapitals fixiert. Auf die geschlossene Form der kollektiven Kapitalanlagen (KKA) wird in diesem Beitrag nicht weiter eingegangen.

3.2.2.2 Offene kollektive Kapitalanlagen

Nach Art. 8 KAG fallen die Form des vertraglichen Anlagefonds und die Form der Société d'investissement à capital variable (SICAV) unter die offenen Kapitalanlagen. Bei der indirekten Immobilienanlage erfolgt eine Investition in ein Anlagevehikel, welches auf einem Kollektivanlagevertrag (Fondsvertrag) beruht. Dieses wiederum investiert bzw. hält direkt fremdverwaltete Immobilien.

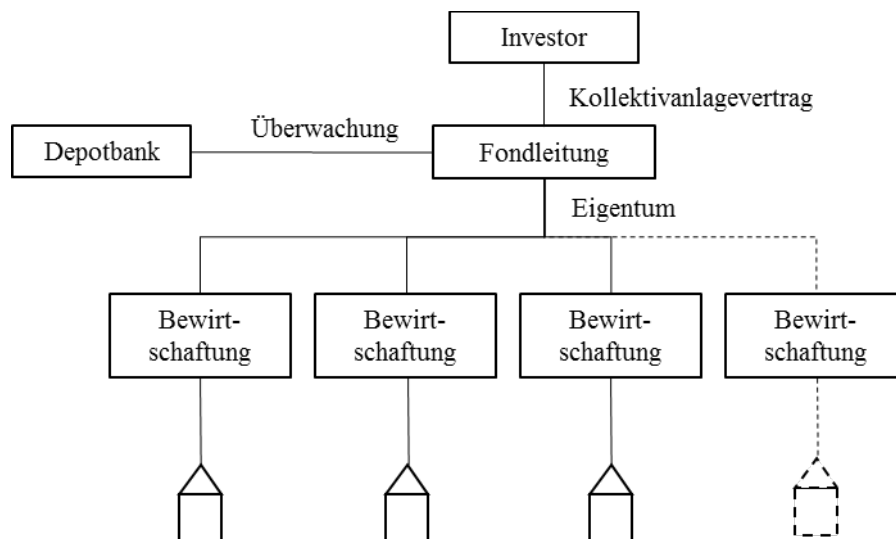


Abbildung 12: Organigramm Schweizer Immobilienfonds

Eine offene kollektive Kapitalanlage hat folgende Eigenschaften:

- Sie ist keine juristische Person, sondern ein rein vertragliches Konstrukt, deshalb ein vertraglicher Anlagefond.
- Eigentümer ist die Fondsleitung. Sie hält Grundstücke treuhänderisch für die Investoren, und sie wird im Grundbuch vermerkt.
- Der Anleger hat einen Rechtsanspruch auf Rücknahme zum Nettoinventarwert (NAV).

4. Methodik

4.1 Beurteilungsindikatoren

Ertrag, Sicherheit und Liquidität, die drei Ziele der Vermögensanlage wie formuliert in den Kapiteln 2.1 bis 2.3, sind von unzähligen Einzelindikatoren abhängig. Der Einbezug aller Indikatoren für diesen ökonomischen Vergleich würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen, weshalb sich der Autor auf eine eingegrenzte Anzahl Indikatoren beschränkt hat, die aus seiner Sicht einen relevanten Einfluss auf die drei Ziele der Vermögensanlage haben. Für die Beurteilungsobjekte Crowdinvesting und Immobilienfond wurden 14 Indikatoren definiert. Diese lassen sich den drei Zielen der Vermögensanlage wie folgt zuordnen:

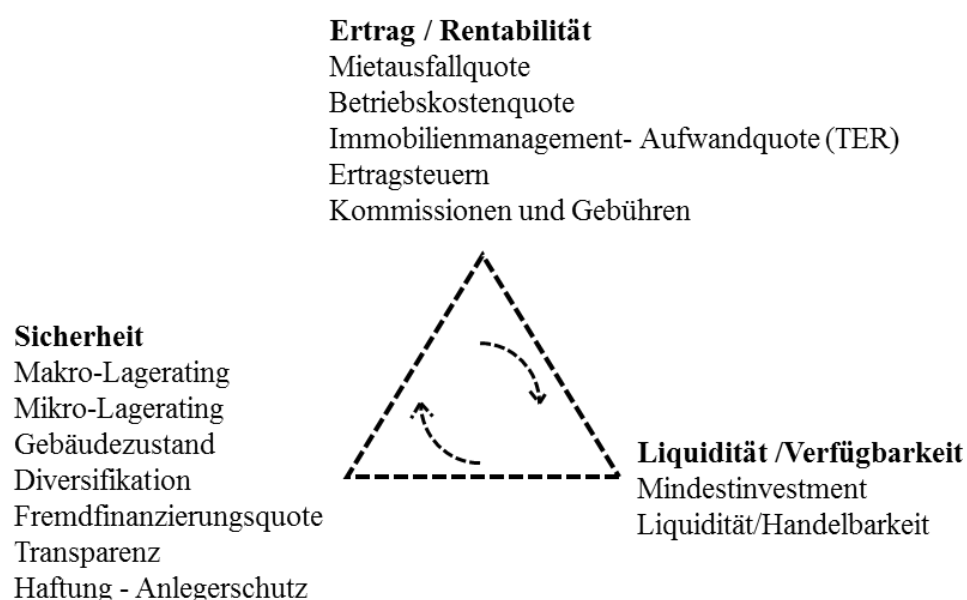


Abbildung 13: Dreieck der Vermögensanlage mit relevanten Beurteilungsindikatoren

Wie in Abbildung 13 ersichtlich, ergeben sich fünf für den Ertrag, zwei für die Liquidität und sieben für die Sicherheit relevante Indikatoren.

Als Basis für den Vergleich der oben genannten Indikatoren standen, wie beschrieben, Vertragswerke einer Crowdinvesting-Liegenschaft (Crowdinvestment Anbieter, 2018) und eines Schweizer Immobilienfonds (Fondgesellschaft, Juni 2018) sowie Vermarktungsunterlagen, online-Daten bzw. Jahresberichte zu Verfügung.

Im Folgenden werden die Beurteilungsindikatoren beschrieben, unterteilt nach den drei Zielen der Vermögensanlage.

4.1.1 Ertrag/Rendite

Die Indikatoren, welche direkt das Ertrags- / Renditeziel einer Vermögensanlage beeinflussen, sind Mieterausfallquote, Betriebskostenquote, Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER), Ertragssteuern sowie Kommissionen und Gebühren.

Die Mietausfallsquote beschreibt die Mietausfälle von Mietertrag (SOLL) zu Mietertrag (IST). Die Betriebskosten sind jene Kosten, welche beim Eigentümer verbleiben und nicht an den Mieter überwältzt werden können. Die Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER) wird als Gesamtkostenquote verstanden. Darin enthalten sind Kosten wie z.B. Fondsgeschäftsführung, das Portfoliomanagement, Wirtschaftsprüfer usw. Bei den Ertragsteuern handelt es sich um Fiskalabgaben für die erwirtschafteten Erträge aus Vermietung und Verpachtung von Liegenschaften. Unter den Indikator Kommissionen und Gebühren fallen alle weiteren Aufwendungen, welche mit dem Investment anfallen.

4.1.1.1 Exkurs: Herleitung der Brutto- / Netto- / Ausschüttungs- / Eigenkapitalrendite

Da die oben beschriebenen Indikatoren einen wesentlichen Einfluss auf die relevantesten Immobilienrenditekennzahlen haben, wird hier in einem Exkurs die Herleitung der Brutto-, Netto-, Ausschüttungs- und Eigenkapitalrendite erläutert.

Der schweizerische Ingenieur- und Architektenverein entwickelte im Jahr 2005 die Norm SIA D 0213. Die Norm versucht die relevantesten Finanzkennzahlen für Immobilien national zu vereinheitlichen. Die Norm SIA D 0165-Kennzahlen definiert im Immobilienmanagement Kostenmietzahlen für Bruttomietkosten und Nebenkosten und verfolgt einen anderen Zweck als die Renditekennzahlen in der Norm SIA D 0213. Neben diesen Definitionen führen die Investment Property Databank (IPD), die Swiss Valuation Standards (SVS), die Schweizer Abordnung der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) und die Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) eigene Immobilien-Kennzahlen.

Die in dieser Arbeit für den Vergleich verwendeten Kennzahlen und der Kontorahmen beruhen auf dem Kontorahmen der SIA D 0213 Finanzkennzahlen für Immobilien. Nach dieser Terminologie ist der Kontorahmen für Immobilienerträge und deren Aufwände wie folgt definiert:

(1) Mietertrag (SOLL)
(2) Mietzinsausfälle
(3) Mietzinsreduktion
$(1 \text{ ./} 2 \text{ ./} 3) = (4)$ Mietertrag (IST)
(5) Betriebskosten total inkl. Nebenkosten zu L. Eigentümer
(6) Instandsetzungskosten
$(5 + 6) = (7)$ Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)
$(4 \text{ ./} 7) = (8)$ Nettoertrag
(9) Portfolio- u. Managementkosten
(10) Realisierter Gewinn aus Verkäufen
(11) Realisierter Verlust aus Verkäufen
(12) Unrealisierter Gewinn aus Neubewertung
(13) Unrealisierter Verlust aus Neubewertung
$(8 \text{ ./} 9 \text{ ./} 10 \text{ ./} 11 \text{ ./} 12 \text{ ./} 13) = (14)$ EBITDA (operativer Liegenschaftsertrag)
(15) Instandsetzungskosten
$(14 \text{ ./} 15) = (16)$ EBIT (nachhaltiger Liegenschaftsertrag)
(17) Finanzierungskosten
(18) Ertragssteuern
(19) Latente Steuern auf Wertveränderung Marktwert
$(16 \text{ ./} 17 \text{ ./} 18 \text{ ./} 19) = (20)$ Liegenschaftserfolg (Triple Net)

Tabelle 2: Kontorahmen der SIA Dokumentation D 0213

Die betriebswirtschaftliche Kennzahl ist eine quantitativ messbare, reproduzierbare Grösse. Sie lässt sich wiederholt messen und veranschaulicht betriebliche Tatbestände in konzentrierter und standardisierter Form (Preissler, 2008, S. 3). Kennzahlen lassen sich übergeordnet in absolute (Einzelzahlen) und relative Kennzahlen (Verhältniszahlen) unterteilen (Geyer, 2014, S. 20). Mehrere Kennzahlen, die in einer Beziehung zu einander stehen, können in Kennzahlensysteme zusammengefasst werden. Das Kennzahlensystem bildet die einzelnen Kennzahlen strukturiert und geordnet in logischen Zusammenhängen ab.

Im Mittelpunkt des in dieser Arbeit verwendeten Kennzahlensystems, welches auf dem Grundgedanken des Du-Pont-Schemas⁵ basiert, steht die Eigenkapitalrendite (Return on Equity/ROE) nach Steuern. Sie ist die Schlüsselgrösse, wie in Abb. 14 dargestellt:

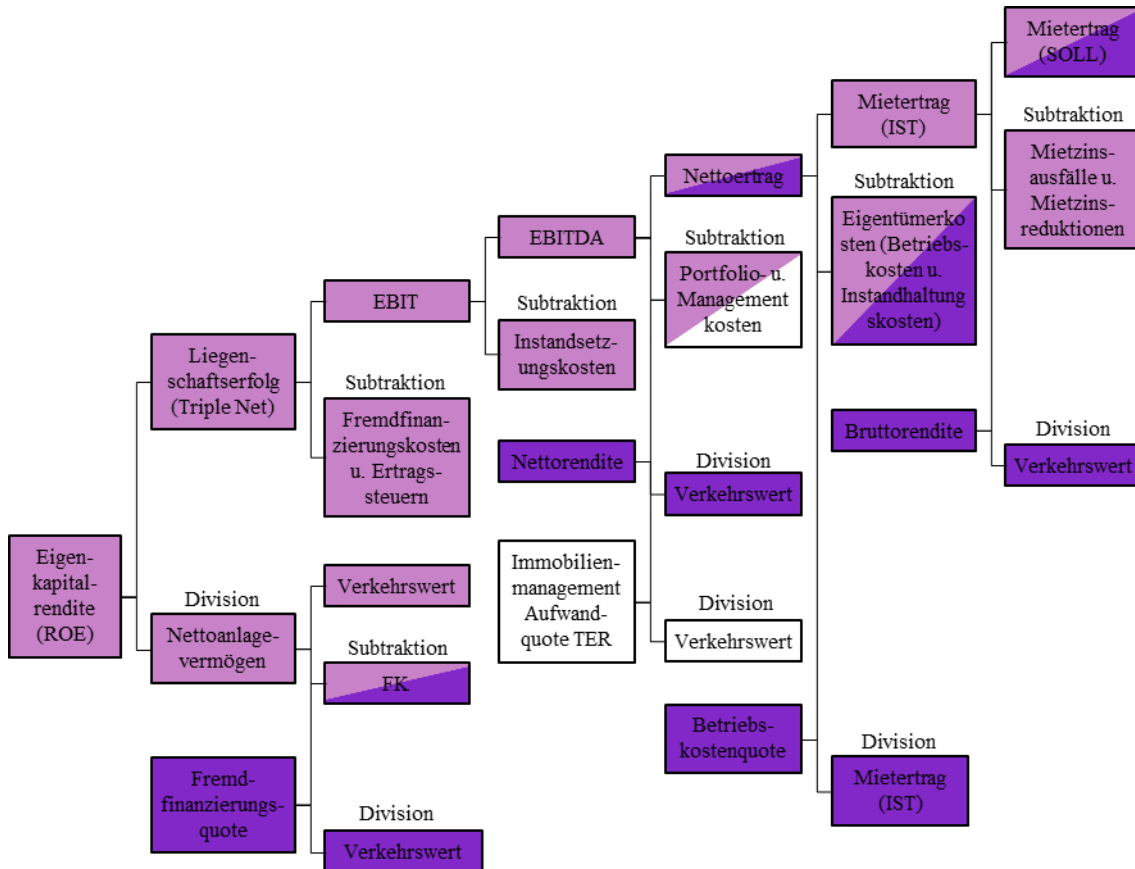


Abbildung 14: ROE-Kennzahlenbaum; vgl. Du-Pont-Schema⁶

Der ROE-Kennzahlenbaum stellt die Spitzenkennzahl Eigenkapitalrendite dar. Eine sukzessive Subsumtion der Einzelkomponenten führt zur Schlüsselkennzahl der Eigenkapitalrendite nach Steuern.

Zur Ermittlung der Eigenkapitalrendite (in der Betrachtung von rechts nach links) müssen zunächst vom Mietertrag (SOLL) die Mietzinsausfälle und Mietzinsreduktionen subtrahiert werden. Daraus ergibt sich der Mietertrag (IST), welcher nach Abzug der Eigentümerkosten (Betriebskosten und Instandhaltungskosten) den Nettoertrag ergibt. Nach einer weiteren Subtraktion von Portfolio- und Managementkosten ergibt sich der EBITDA. Eine weitere Subtraktion von Instandsetzungskosten führt zum EBIT. Vom

⁵ Das DuPont-System of Financial Control ist das älteste Kennzahlensystem der Welt. Schlüsselgrösse ist die Gesamtkapitalrentabilität ROI.

⁶ In Anlehnung an SIA D 2013, unter Vernachlässigung von Gewinn u. Verlust aus Transaktionen, Gewinn und Verlust aus Wiederbeschaffungen und latenten Steuern.

EBIT werden die Fremdfinanzierungskosten subtrahiert. Der daraus hervorgehende Liegenschaftserfolg (Triple Net) dividiert durch das Nettoanlagevermögen ergibt die Schlüsselkennzahl Eigenkapitalrendite (ROE). Weiter ergeben sich (von oben nach unten) die Kennzahlen Bruttorendite, Fremdfinanzierungsquote, Betriebskostenquote, Nettorendite und die Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER) (Botsis, et al., 2015, S. 67).

Die **Bruttorendite** bezeichnet die Rendite, die durch die Mieterträge (SOLL) (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 7) der Liegenschaft im Verhältnis zum Verkehrswert der Liegenschaft erwirtschaftet wird. Für den Mietertrag (SOLL) wird auch der Begriff Bruttoertrag (SOLL) verwendet. Dieser ist nicht zu verwechseln mit der Bruttomiete aus Mietersicht, welcher Heiz- und Nebenkosten beinhaltet. Somit entspricht die Nettomiete aus Mietersicht dem Bruttoertrag aus Eigentümersicht (SVS Swiss Valuation Standard, 2017, S. 98).

Die Bruttorendite ist der massgebende Erfolgs- und Vergleichsmassstab für die möglichen Mietzinserträge der Liegenschaft bezogen auf den Verkehrswert.

Die Bruttorendite ist als Quotient von Bruttoertrag (SOLL) zu Verkehrswert definiert.

$$\text{Bruttorendite} = \frac{\text{Mietertrag (SOLL)}}{\text{Verkehrswert}}$$

Formel 1: Bruttorendite nach SIA D 0213

Die **Nettorendite** beschreibt die Rendite der Liegenschaft, welche durch die Erträge nach Abzug von Eigentümerkosten im Verhältnis zum Verkehrswert erwirtschaftet wird. Der Nettoertrag (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 8) ergibt sich durch Abzug der Eigentümerkosten (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 8) vom Mietertrag (IST) (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 7).

Wie auch die Bruttorendite stellt die Nettorendite eine der massgebenden Erfolgs- und Vergleichskennzahlen für den operativen Betrieb der Liegenschaft bezogen auf den Verkehrswert dar. Die Nettorendite ist als Quotient von Nettoertrag zu Verkehrswert definiert.

$$\text{Nettorendite} = \frac{\text{Nettoertrag}}{\text{Verkehrswert}}$$

Formel 2: Nettorendite nach SIA D 0213

Die **Ausschüttungsrendite** gibt das Verhältnis zwischen der effektiven jährlichen Ausschüttung an den Investor und dem Verkehrswert beim Crowdinvestment und dem Marktwert beim Immobilienfond an.

$$\text{Ausschüttungsrendite} = \frac{\text{Bruttoausschüttung effektiv}}{\text{Verkehrswert / Marktwert}}$$

Formel 3: Ausschüttungsrendite

Die **Eigenkapitalrendite nach Steuern** als Schlüsselkennzahl beschreibt die Verzinsung des effektiv eingesetzten Eigenkapitals. Sie lässt die Beurteilung zu, ob eine Investition im Vergleich zu einer Investitionsalternative vorteilhafter ist oder nicht. Neben der Bruttorendite und Nettorendite berücksichtigt die Eigenkapitalrendite den Fremdfinanzierungsanteil. Sie gilt ebenfalls als massgebende Erfolgs- und Vergleichskennzahl bei Immobilieninvestitionen.

Die Eigenkapitalrendite ROE ist als Quotient vom Liegenschaftserfolg (Tripple Net) (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 10) zum durchschnittlichen Nettoanlagevermögen (NAV) (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 11) definiert.

$$\text{Eigenkapitalrendite ROE} = \frac{\text{Liegenschaftserfolg (Tripple Net)}}{\text{durchschnittliches Nettoanlagevermögen (NAV)}}$$

Formel 4: Eigenkapitalrendite ROE

Der massgebende Treiber der Eigenkapitalrendite ist die Höhe der eingesetzten Fremdfinanzierung anstelle von Eigenkapital. Der Fremdfinanzierungsanteil fungiert als Hebel der Eigenkapitalrendite, beschrieben durch den Leverage-Effekt. Durch Erhöhung der Fremdfinanzierung kann die Eigenkapitalrendite für den Eigentümer gesteigert werden, vorausgesetzt die Rendite ist höher als der Fremdfinanzierungszins.

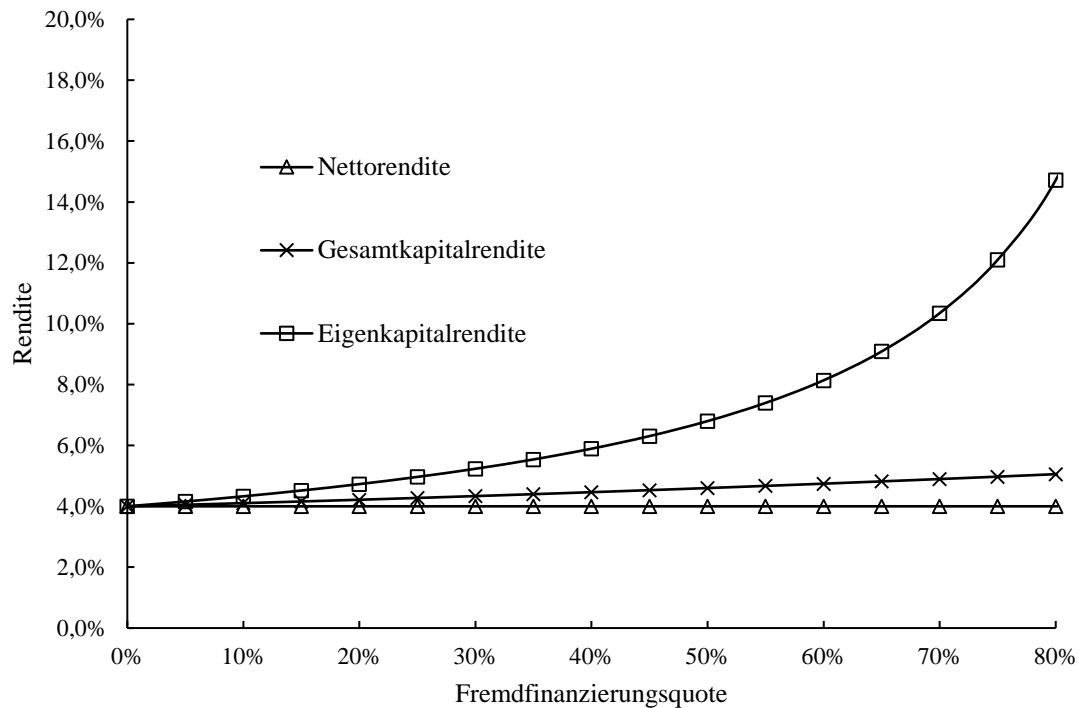


Abbildung 15: Leverage-Effekt (symbolisch)

4.1.2 Liquidität/Verfügbarkeit

Das Vermögensziel Liquidität wurde mit den Beurteilungskriterien Mindestinvestment und Handelbarkeit bewertet.

Die Bewertung des Mindestinvestments erfolgte qualitativ durch den Vergleich des Mindestinvestments bei der jeweiligen Anlageform.

Die Handelbarkeit wurde in Bezug auf den Marktplatz, börsenkotiert (SIX) zu nicht börsenkotiert, ebenfalls qualitativ auf Basis einer theoretischen Insertionsdauer beurteilt.

4.1.3 Sicherheit

Für den Vergleich der beiden Immobilienanlageformen wurden folgende sicherheitsrelevante Indikatoren bewertet: die Lage in Form von Lageratings, der Gebäudezustand, die Diversifikation, die Fremdfinanzierungsquote, die Transparenz und die Haftung – Anlegerschutz.

Zu jeder Liegenschaft wurden Mikro- und Makro-Lageratings erstellt, welche anschliessend verglichen und bewertet wurden (Raumentwicklung, Fahrländer Partner, 2019). Mithilfe des Lageratings von Fahrländer Partner werden Unmengen an

standortspezifischen Daten eines Standortes und einer Liegenschaft auf eine einzige vergleichbare Kennzahl reduziert.

Im selben Zuge wurde auch der Gebäudezustand, welcher vom Baujahr und dem Sanierungszyklus der Liegenschaften abhängig ist, verglichen und bewertet.

Die Diversifikation, d.h. die breite Streuung der Anlagen, welche eine Verteilung der objektspezifischen Einzelrisiken ermöglicht, wurde verglichen und bewertet.

Auch die Fremdfinanzierungsquote als massgebender Eigenkapitalrenditetreiber fließt in diesen Vergleich ein. Einer hohen Fremdfinanzierungsquote folgt ein hohes Risiko mit entsprechend hoher Eigenkapitalrendite.

Der Anleger muss alle Chancen und Risiken kennen, um eine qualifizierte Anlageentscheidung treffen zu können. Eine hohe Transparenz bringt Vertrauen und Sicherheit.

Immobilienanlagen erfordern von den Investoren einen hohen Grad an Wissen über wirtschaftliche, juristische und technische Themen. Die Schutzwürdigkeit der Privatinvestoren macht Haftung und Anlegerschutz zu einem zentralen sicherheitsrelevanten Indikator für den Vergleich.

4.2 Beurteilungsverfahren

Für den Vergleich und die Beurteilung der beiden Immobilienanlageformen werden die Indikatoren hinsichtlich ihrer Erfassbarkeit quantitativ oder qualitativ gewertet und nach ihrer Zugehörigkeit zur Vehikel-/Verwaltungsebene oder Objekt-/Immobilienebene aufgeteilt und in einer Matrix angeordnet.

Abbildung 16 zeigt die eingeführte operative Ebene für die untersuchte Crowdfunding-Plattform und den Immobilienfond. Die Objekt-/Immobilienebene beschränkt sich, wie der Name schon sagt, auf für die Objekt-/Immobilienebene relevante Indikatoren, die Vehikel-/Verwaltungsebene auf übergeordnete Indikatoren.

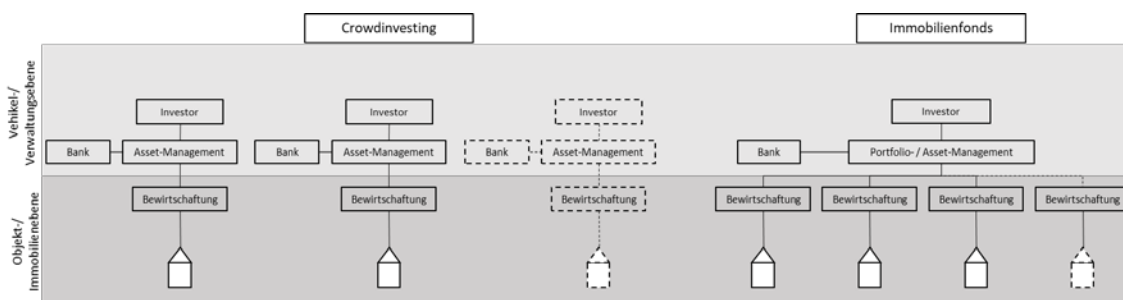


Abbildung 16: Vehikel-/Verwaltungsebene oder Objekt-/Immobilienebene

Nach der Verteilung der drei Vermögensziele mit den dazugehörigen 14 Indikatoren auf die vier Beurteilungsquadranten, nämlich Vehikel-/Verwaltungsebene qualitativ resp. quantitativ und Objekt-/Immobilienebene qualitativ resp. quantitativ, ergibt sich folgende Matrix.

	quantitativ erfassbar	qualitativ erfassbar
Vehikel-/ Verwaltungsebene	Immobilienmanagement - Aufwandquote (TER) Kommissionen und Gebühren Ertragsteuern Fremdfinanzierungsquote Mindestinvestment	Diversifikation Transparenz Haftung - Anlegerschutz Liquidität/Handelbarkeit
Objekt-/ Immobilienebene	Mietausfallquote Betriebskostenquote	Makro-Lagering Mikro-Lagering Gebäudezustand

Tabelle 3: Beurteilungsindikatoren aufgeteilt nach Erfassbarkeit und Ebene

Die Immobilienanlageformen Crowdfunding und Immobilienfond werden über die Beurteilungsindikatoren verglichen und über diese Beurteilungsindikatoren bewertet. Die Werte werden über eine festgelegte Urteilsdimension zugeordnet.

Bis auf die Kriterien Kommissionen und Gebühren, steuerliche Aspekte, Haftung - Anlegerschutz und Transparenz, für welche auf eine ordinale «Kategorialskala (selbstwahrnehmend)» zurückgegriffen wird, wird eine «metrische Ratioskala» verwendet.

Die Bandbreite oder Staffelung pro Beurteilungsindikator ist wie folgt definiert:

	1		2		3		4		5
Mietausfallquote in %	15,00%	bis	11,25%	bis	7,50%	bis	3,75%	bis	0%
Betriebskostenquote in %	30,00%	bis	22,50%	bis	15,00%	bis	7,50%	bis	0%
Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo) in %	1,00%	bis	0,75%	bis	0,50%	bis	0,25%	bis	0%
Ertragssteuern	40%	bis	30%	bis	20%	bis	10%	bis	0%
Kommissionen und Gebühren	1	bis	2	bis	3	bis	4	bis	5
Mindestinvestment in CHF	100.000	bis	80.000	bis	20.000	bis	500	bis	0
Liquidität/Handelbarkeit in Insertionsdauer in Tagen	360	bis	180	bis	30	bis	1	bis	0
Makro-Lagerating	1	bis	2	bis	3	bis	4	bis	5
Mikro-Lagerating	1	bis	2	bis	3	bis	4	bis	5
Gebäudezustand in Baujahr/letzte Sanierung vor Jahren	35	bis	26	bis	17	bis	9	bis	0
Fremdfinanzierungsquote in %	100%	bis	75%	bis	50%	bis	25%	bis	0%
Diversifikation in Anzahl Objekte	1	bis	2	bis	8	bis	70	bis	100
Haftung - Anlegerschutz	1	bis	2	bis	3	bis	4	bis	5
Transparenz	1	bis	2	bis	3	bis	4	bis	5

Tabelle 4: Bandbreiten/Staffelung

Die Urteilsdimension ist eine abgestufte Skala (sehr schlecht – schlecht – gut – sehr gut) und wird wie folgt definiert:

Wert/Ranking	Beschreibung
4,00 - 5,00	Sehr gutes Rating
3,00 - 3,99	Gutes Rating
2,00 - 2,99	Schlechtes Rating
1,00 - 1,99	Sehr schlechtes Rating

Tabelle 5: Urteilsdimensionen

5. Empirische Untersuchung der verschiedenen Indikatoren

In den folgenden Unterkapiteln werden die 14 Indikatoren kurz beschrieben und auf Basis der Datenerhebung wie in Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschrieben, bewertet.

5.1 Mietausfallquote

Die Mietausfallquote stellt einen der wichtigsten Indikatoren für die Vermietungssituation dar und dient als interner und externer Vergleichsmaßstab. Sie wird als das Verhältnis von Mietzinsausfällen zum Mietertrag (SOLL) definiert.

Die Kennzahl zeigt die Ertragssteigerungspotentiale und die Effektivität der Vermietungsleistung, da sie die Reduktion des Mietertrags (SOLL) durch Mietausfälle beschreibt.

Die Mietzinsausfallquote ist als Quotient der Mietzinsausfälle (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 19) zum Mietertrag (SOLL) definiert.

$$\text{Mietausfallquote \%} = \frac{\text{Mietzinsausfälle}}{\text{Mietertrag (SOLL)}}$$

Formel 5: Mietausfallquote % nach SIA D 0213

Die Mietzinsausfälle beinhalten den monetär bewerteten Leerstand und Inkassoverlust.

5.1.1 Fazit

Die folgende Abbildung zeigt die Mietausfallquoten in % bezogen auf den Mietertrag (SOLL). Beim Immobilienfond wurde der reale Mietausfall liegenschaftsweise dargestellt. Bei der Crowdfunding-Plattform werden für den Mietausfall in % die kalkulierten Leerstandpuffer der Einzelobjekte gezeigt, die in der Regel mit einem Leerstandpuffer, je nach Vermietbarkeitssituation zwischen 3 % und 5 % (Crowdfunding Anbieter, 2019), kalkuliert wurden. In Ausnahmefällen wird der entsprechende Leerstandpuffer auch unter dieser Bandbreite angesetzt. Der Bemessungsgrad wird ebenfalls vom aktuellen Vermietungsstand abhängig gemacht.

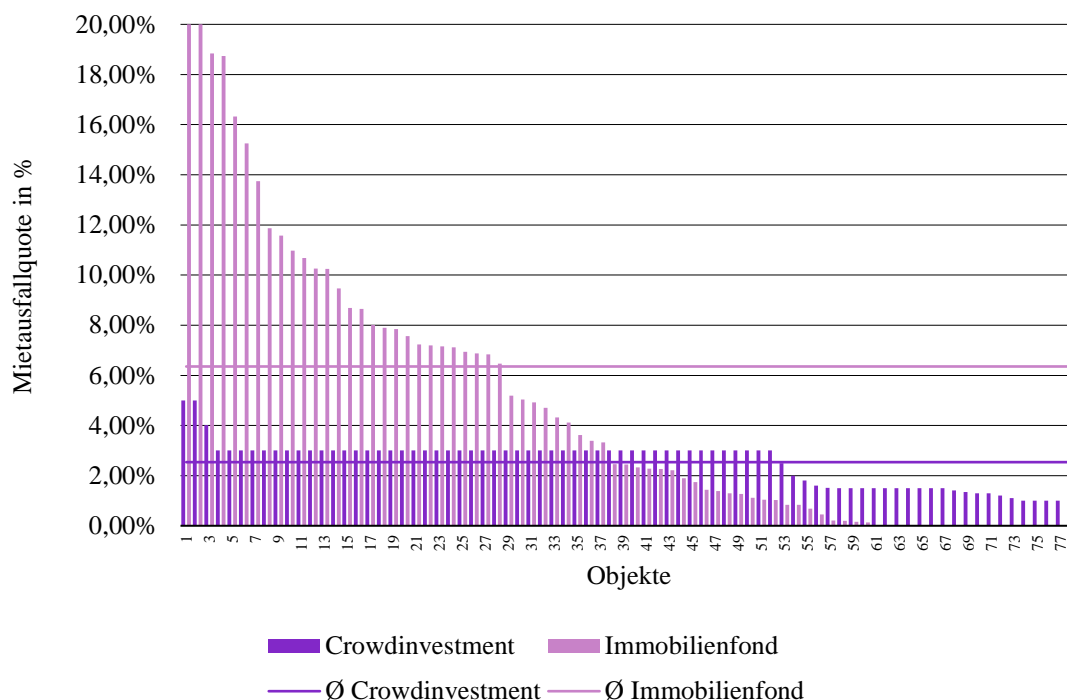


Abbildung 17: Mietausfallquote % – Mietertrag (SOLL) nach SIA D 0213

Bei den Crowdfunding-Objekten bewegen sich die durchschnittlichen Mietausfallquoten bei rund 2,54%, beim untersuchten Immobilienfond bei rund 6,35%.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich für die Mietausfallquoten eine Note von 4,32 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 3,31 für den Immobilienfond.

Die unten abgebildeten Bruttorenditen zeigen unkommentiert die ermittelten Bruttorenditen der Liegenschaften nach Einbezug der Mietausfälle.

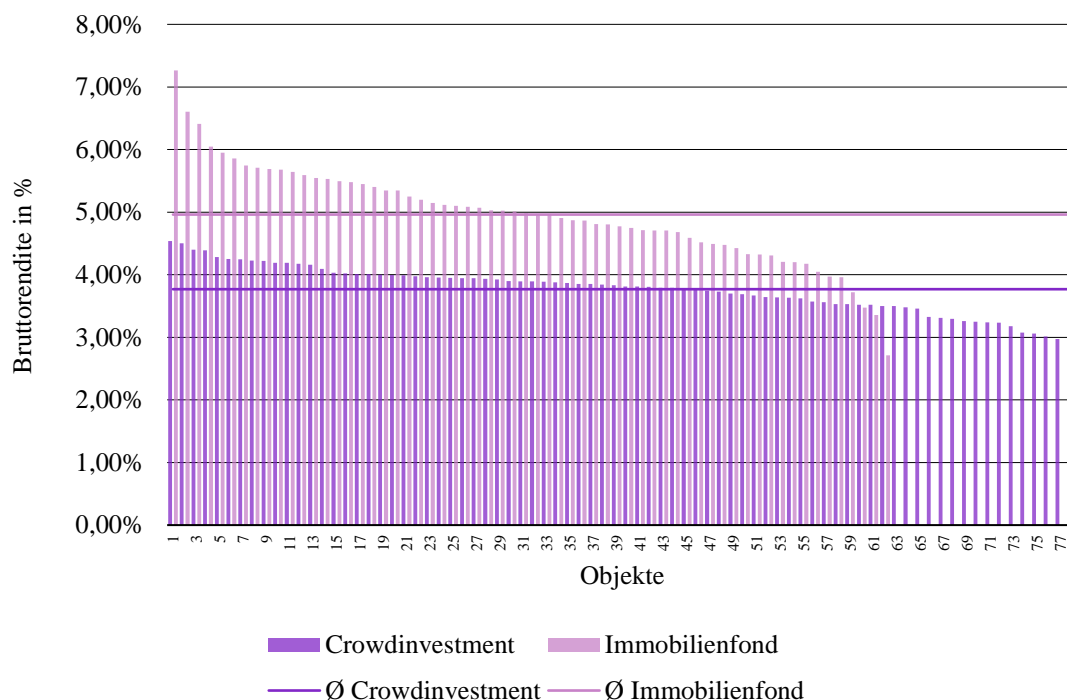


Abbildung 18: Bruttorendite nach SIA D 0213

Die Bruttorenditen des Immobilienfonds sind im Durchschnitt um mehr als 1% höher als die durchschnittlichen Bruttorenditen des Crowdfunding-Modells.

5.2 Betriebskostenquote

Die Betriebskostenquote dient als interner und externer Vergleichsmaßstab. Sie wird als das Verhältnis von nicht umlegbaren Betriebskosten zum Mietertrag (IST) definiert.

Die Kennzahl bezieht sich auf den Mietertrag (IST). Da in diesem bereits Leerstände und Mietausfälle berücksichtigt werden, sind Rückschlüsse auf Effektivität und Mietvertragsgestaltung möglich. Die Betriebskostenquote beschreibt den Teil des Nettoertrages, welcher zur Deckung der Betriebskosten aufgewendet werden muss.

Die Betriebskostenquote wird als Quotient von Eigentümerkosten (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 10) zum Mietertrag (IST) definiert.

$$\text{Betriebskostenquote} = \frac{\text{Eigentümerkosten (nicht auf den Mieter umlegbar)}}{\text{Mietertrag (IST)}}$$

Formel 6: Betriebskostenquote nach SIA D 0213

Ein massgeblicher Einflussfaktor auf die Betriebskostenquote ist das wirtschaftliche Alter⁷ der Liegenschaft.

Unter die Betriebskosten fallen in der Regel:

- Verwaltungskosten
- Aufwand für Reparaturen und Wartung technischer Anlagen (ohne Heizanlage)
- Prämie für Gebäudehaftpflichtversicherung
- Prämie für Gebäudewasserversicherung
- Prämie für Brandversicherung
- Aufwand für Schneeräumung und Strassenreinigung (Privatstrassen)
- Aufwand für den Hauswart
- Aufwand für Umgebungspflege
- Aufwand für Allgemeinbeleuchtung
- Wiederkehrende Gebühren und Abgaben

Bei Mehrfamilienhäusern ist ein Betriebskostenquotenansatz von 15% bis max. 20% eine vertretbare Grösse. Darin enthalten sind 3-5% Verwaltungsaufwand. Die 10-12% entfallen auf die restlichen Kosten. In speziellen Fällen können die Betriebskosten auch unter 10% des Mietertrages (IST) fallen (Fierz, 2011, S. 766).

5.2.1 Fazit

Die folgende Abbildung zeigt die Betriebskosten bezogen auf den Mietertrag (IST) der Einzelobjekte der Crowdfunding-Plattform und des untersuchten Immobilienfonds.

⁷Unter wirtschaftlichem Alter versteht man das Alter einer Baute unter Berücksichtigung des Erstellungsjahres, der Altersentwertung infolge Abnutzung und Altersschäden, eines unzeitgemässen Ausbaustandes sowie der Verjüngung infolge von Umbau und Renovation.

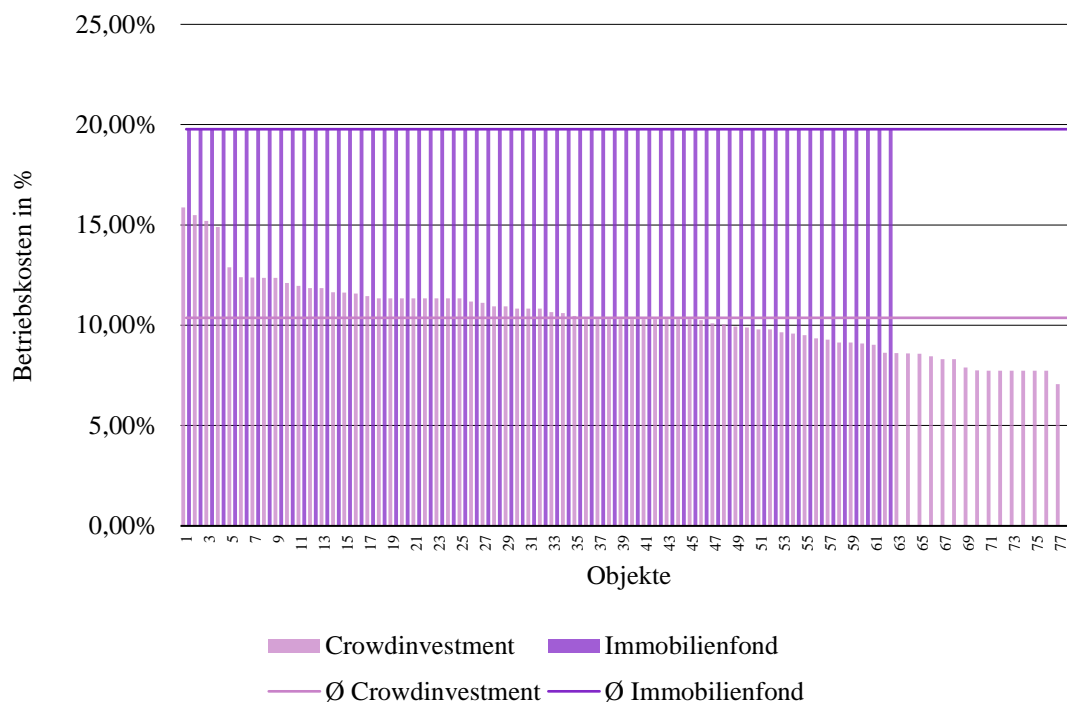


Abbildung 19: Betriebskosten nach SIA D 0213

Bei den Crowdfunding-Objekten bewegen sich die durchschnittlichen Bewirtschaftungskosten bei rund 10,37%, beim untersuchten Immobilienfond bei knapp unter 20%, d.h. bei 19,77%.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note für die Betriebskostenquote 3,62 beim Crowdfunding-Modell und eine Note von 2,36 für den Immobilienfond.

Die folgende Grafik zeigt unkommentiert die ermittelten Nettorenditen der untersuchten Liegenschaften, welche sich nach Deckung der Betriebskosten ergeben.

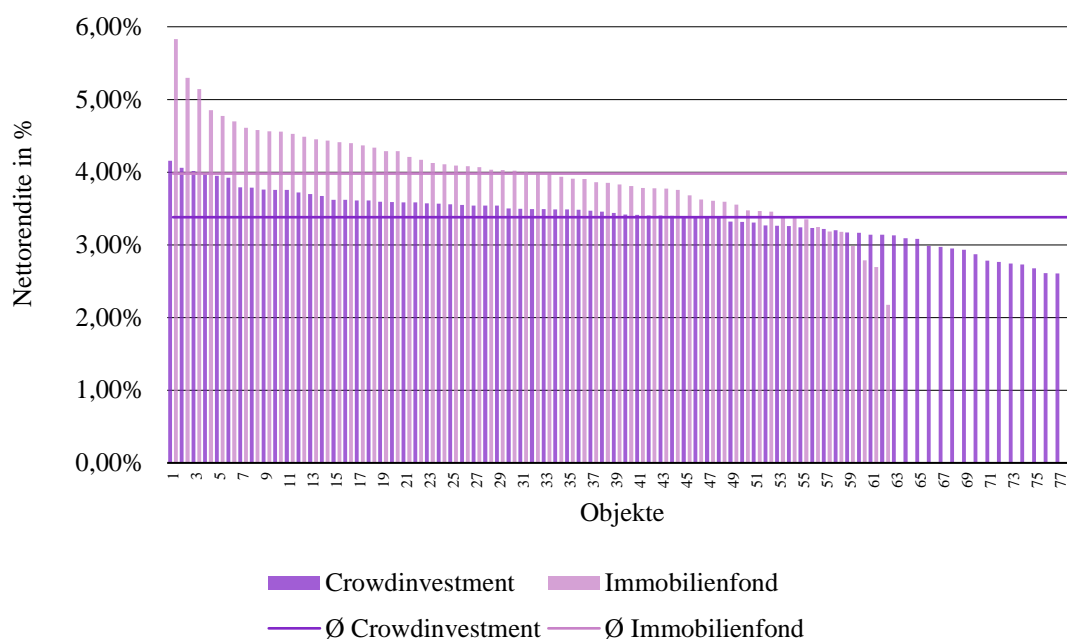


Abbildung 20: Nettorendite nach SIA D 0213

5.3 Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER_{immo})

Die Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER_{immo}) orientiert sich an der TER von Fonds. Durch die Aufwandquote sind Rückschlüsse auf die Belastung des Verkehrswertes der Liegenschaft durch Verwaltungs-, Portfolio- und Managementkosten möglich.

Die Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER_{immo}) wird als Quotient von Verwaltungs-, Portfolio- und Managementkosten (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 13) zum durchschnittlichen Verkehrswert (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 10) definiert.

$$TER_{immo} = \frac{\text{Verwaltungs-, Portfolio- und Managementkosten}}{\text{Verkehrswert}}$$

Formel 7: Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER_{immo}) nach SIA D 0213

5.3.1 Fazit

Die folgende Abbildung zeigt die Immobilienmanagement-Aufwandquote (TER_{immo}) des untersuchten Crowdfunding und des Immobilienfonds.

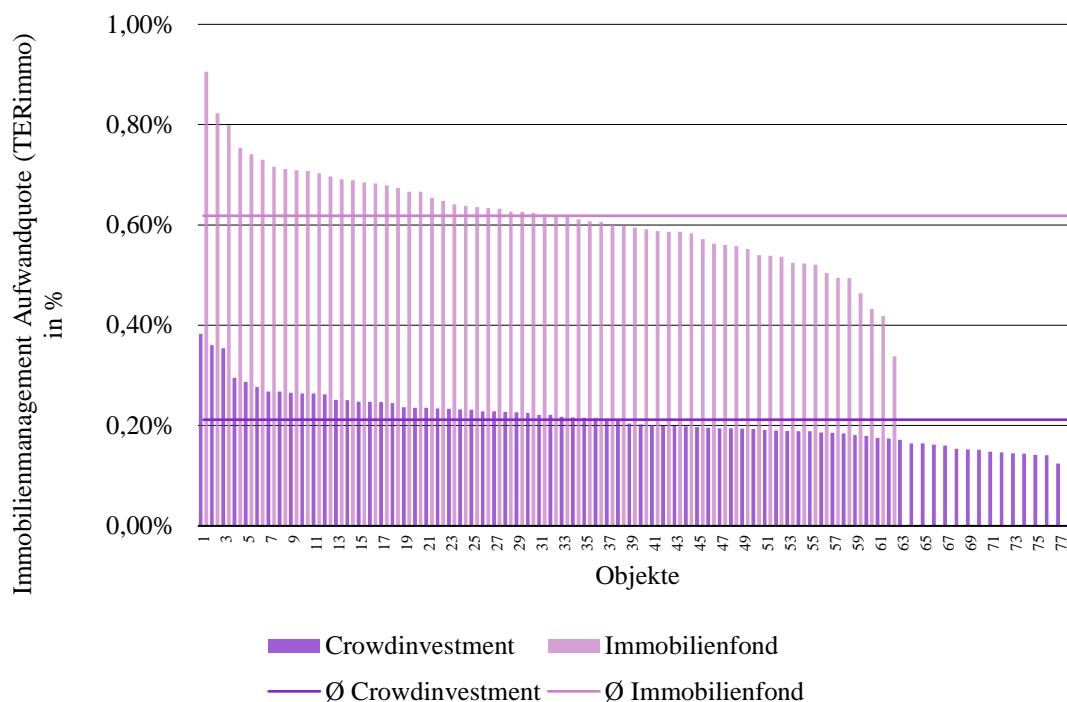


Abbildung 21: Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo) nach SIA D0213

Die laufenden strategischen Tätigkeiten auf Verwaltungsebene werden bei Miteigentumsgemeinschaften über das Immobilien-Assetmanagement verrechnet. Dieses Honorar beträgt abhängig von der Liegenschaft in der Regel 5-7%, was einer TER von durchschnittlich 0,21% entspricht. Weiter ist zu erwähnen, dass die Crowdfunding-Plattform anteilig auf das budgetierte Honorar verzichtet, wenn nicht 95% der prognostizierten Ausschüttungsrendite erreicht werden. Sie gleicht so die Unterschreitung aus. Falls die Unterschreitung grösser ist als das budgetierte Honorar, verzichtet die Plattform zur Gänze auf ihr Honorar (Crowdfunding Anbieter, 2019).

Die durchschnittliche TER beim untersuchten Immobilienfond liegt bei 0,62% und entspricht ungefähr dem dreifachen der TER der Crowdfunding-Plattform.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 4,15 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 2,53 für den Immobilienfond.

5.4 Ertragsteuern

Generell unterliegen Erträge aus Vermietung und Verpachtung der Einkommensteuer und deren Verkehrswert der Vermögenssteuer, da es sich bei Crowdfunding-Modellen um direkt im Privatvermögen gehaltene Liegenschaften und bei Immobilienfonds um

indirekte Immobilieninvestitionen handelt, welche privat über kollektive Kapitalanlagen wie Immobilienfonds gehalten werden.

Im Steuerrecht wird zwischen natürlichen Personen und juristischen Personen unterschieden. Bei natürlichen Personen werden Einkommen und Vermögen steuerlich erfasst, bei juristischen Personen sind es Gewinn und Kapital.

Investiert ein Privatanleger über eine Crowdfunding-Plattform in Liegenschaften, hält er steuerlich gesehen als natürliche Person direkten privaten Grundbesitz in Form von Miteigentum. Somit sind Erträge aus der Investition dem Einkommen, und der Liegenschaft-Verkehrswert dem Vermögen aufzuaddieren. Die Steuer wird dreimal getrennt erhoben, d.h. vom Bund, den Kantonen und den Gemeinden. Der Steuersatz der Kantone und Gemeinden wird selbständig bestimmt und variiert örtlich. Üblicherweise kommt ein progressiver Steuertarif zur Anwendung. Für die Besteuerung ist der Ort der Liegenschaft massgebend. Den Erträgen können Abzüge wie Unterhaltskosten, Versicherungskosten, Energie- und Umweltschutzmassnahmen, Schuldzinsenabzug und Fremdverwaltungskosten gegengerechnet werden.

Bei kollektiven Kapitalanlagen wird steuerlich zwischen direktem und indirektem Grundbesitz unterschieden. Halten indirekte Immobilienanlagen in Form von kollektiven Kapitalanlagen (KKA) Grundbesitz nicht direkt, gelten diese nicht als eigenes Steuersubjekt. Hingegen gelten KKA mit direktem Grundbesitz als eigenes Steuersubjekt und werden steuerlich als juristische Person behandelt. Der in diesem Beitrag untersuchte Immobilienfond hält wie die Mehrheit der heutzutage neu gegründeten Immobilienfonds seine Liegenschaften direkt. Immobilienfonds, welche vor 2006 gegründet wurden, halten ihre Immobilien nicht direkt und stellen somit kein eigenes Steuersubjekt dar. Dahingehend beschränkt sich der Vergleich in diesem Beitrag auf Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz. Sie werden entsprechend als eigenes Steuersubjekt behandelt.

Im Unterschied zu den natürlichen Personen erfolgt die Besteuerung bei Fonds mit direktem Grundbesitz nach einem zweistufigen Verfahren. Besteuert wird die juristische Person auf Stufe Fond und die natürliche Person auf Stufe Anleger. Auf Fondstufe wird analog zu den natürlichen Personen der Liegenschaftsertrag steuerpflichtig.

Auf Stufe Fond bereits versteuerte Ausschüttungen sind auf Stufe Anleger steuerfrei. Auch sind die Privaten auf Stufe Anleger von der Verrechnungssteuer ausgenommen. Es findet keine Doppelbesteuerung statt.

Der massgebende Vorteil besteht in der bevorzugten gesetzlich geregelten steuerlichen Behandlung der kollektiven Kapitalanlagen (KKA) mit direktem Grundbesitz. Diese gelten neben öffentlich-rechtlichen, also den kirchlichen Körperschaften und Anstalten sowie den Körperschaften des kantonalen Rechts, als übrige juristische Personen. Diese wiederum gehören neben Vereinen und Stiftungen zur übrigen Kategorie der juristischen Personen, welche sowohl auf Gemeinde-, kantonaler als auch auf Bundesebene mit einer reduzierten Gewinnsteuer besteuert werden.

Durch die Gleichstellung mit den übrigen juristischen Personen sind für die steuerliche Betrachtung die Artikel 58 – 67 DBG massgebend. Die Grundlage für die Berechnung des steuerbaren Gewinns bildet daher die handelsrechtliche Erfolgsrechnung nach OR (Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV, 2018).

Das OR lässt auf dem Anlagevermögen geschäftlicher Betriebe eine steuerliche Abschreibung von 2% auf Gebäude, und 1,5% auf Gebäude und Land zusammen zu (Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV, 2011).

Auch auf Kapitaleseite fallen praktisch keine Vermögenssteuern an, da lediglich der Cash-Bestand, welcher ca. 1% des Börsenkurses entspricht, der Vermögenssteuer unterliegt.

5.4.1 Fazit

Als Beispiel wird die Ertragssteuerbelastung natürlicher Personen der ertragssteuerlichen Belastung von kollektiven Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz gegenübergestellt. Im Mittel fällt auf die natürlichen Personen eine Ertragssteuer von 30,75%, für die KKA mit direktem Grundbesitz liegt diese 13,38% tiefer, also bei 17,36%.⁸

Ein weiterer steuerlicher Vorteil ergibt sich durch die hohe Anzahl an Liegenschaften im Fondvehikel. Durch die Diversifikation können die Fonds steuerliche Abschreibungen und Rückstellungen über die im Fond gehaltenen Liegenschaften steueroptimiert verteilen. Ebenso können durch eine örtliche Diversifikation kantonale Steuerunterschiede geglättet werden. Dadurch können in diesem Vergleich ungefähr weitere 5%⁹ Steuern gespart werden.

⁸ Grundlage für die Mittelwertberechnung bildeten die kantonalen Steuergesetze und das Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer. Die Besteuerung erfolgt am Ort der Liegenschaft. Den Mittelwerten liegen die Werte der Kantonshauptstädte Zürich, Basel-Stadt, St. Gallen, Aargau und Bern zugrunde. Die Besteuerung bei natürlichen Personen erfolgt progressiv, die „übrigen juristischen Personen« werden proportional besteuert. Das steuerbare Einkommen bei den natürlichen Personen wird mit CHF 100.000 und zusätzlichen CHF 10.000 jährlichem EBIT aus Mieterträgen angenommen.

⁹ Fondgesellschaft.

Unter diesen vereinfachten Annahmen ergibt sich eine durchschnittliche Differenz des Ertragssteuersatzes von ungefähr 17,50% zwischen den Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz und privaten Anlegern mit direktem Grundbesitz. Daraus ergibt sich eine Renditeeinbusse von 25% für private Anleger mit Miteigentum.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 1,93 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 3,46 für den Immobilienfond.

5.5 Kommissionen und Gebühren

Neben den laufenden Bewirtschaftungskosten auf Objekt-/Immobilienebene und dem laufenden Aufwand für das Immobilienmanagement auf Vehikel-/Verwaltungsebene fallen weitere Aufwände wie Depotgebühren, Ausgabeaufschläge und Transaktionskosten an, und zwar sowohl auf Vehikel-/Verwaltungsebene als auch auf Objekt-/Immobilienebene.

Die Depotgebühr fällt direkt beim Anleger und nur beim Immobilienfond an. Es handelt sich generell um eine jährliche Gebühr für das Führen eines Depots, dem Aufbewahrungsort der Fondsanteile bei der Bank.

Transaktionskosten fallen sowohl auf Vehikel-/Verwaltungsebene als auch auf Objekt-/Immobilienebene an¹⁰.

Auf Objekt-/Immobilienebene handelt es sich dabei um Kaufnebenkosten wie Notariats- und Grundbuchgebühren, Handänderungssteuern, Honorare für die Vermittlung und weitere Honorare für Rechtsanwälte, Bewerter usw. zusammengenommen. Im Honorar für die Vermittlung sind Aufwände für die Koordination, die Transaktion sowie Projektbegleitungen, Prüfen, Akquirieren und Sichern der Liegenschaften enthalten.

Auf Vehikel-/Verwaltungsebene fallen bei Fondanteilen beim Erwerb und beim Verkauf Gebühren an. Bei indirekten Investitionen wie Immobilienfonds spricht man von einer Ausgabe- und einer Rücknamengebühr. Diese Transaktionskosten von Fondanteilen auf Vehikel-/Verwaltungsebene werden dem Investor über den Spread¹¹ verrechnet.

¹⁰ Definition Objekt-/Immobilienebene und Vehikel-/Verwaltungsebene siehe Abbildung 16.

¹¹ Spread bezeichnet die Spanne zwischen Ankauf und Verkauf entspricht den Transaktionskosten.

Das Agio, bzw. das Aufgeld, ist die Differenz zwischen dem Kurswert des Fondanteils und dem tatsächlichen Nettoinventarwert. Es ist ein Aufschlag auf den Nennwert und wird in der Regel in Prozent angegeben.

5.5.1 Fazit

Die Depotgebühren fallen direkt beim Anleger und nur bei Immobilienfonds an. Die Depotgebühren sind vom Depotvolumen und der Depotbank abhängig und bewegen sich bei einem Depotvolumen von CHF 100.000 von CHF 107 bis CHF 409 per annum, was 0,11% - 0,41% entspricht.¹² Bei Miteigentumsanteilen wie Crowdfunding fällt keine Depotgebühr an.

Bei der Crowdfunding-Plattform beläuft sich das Vermittlungshonorar auf 3% und die Strukturierung und Koordination der Transaktion auf 0,75% des Erwerbspreises (Crowdfunder Anbieter, 2019). Beim Immobilienfond sind die Aufwände für Strukturierung und Koordination im Immobilienmanagement-Aufwand enthalten. Ein Immobilien-Vermittlungshonorar fällt ebenfalls analog zur Crowdfunding-Plattform an. Auf Objektebene fallen sowohl für die Crowdfunding-Plattform als auch die Immobilienfonds annähernd identische Kaufnebenkosten an. Bei der Handänderungssteuer profitiert der Immobilienfond von einer optimierten Steuer, wenn er seine Grundstücke direkt hält.

Beim Crowdfunding-Modell fallen auf Vehikel-/Verwaltungsebene im sekundären Handel von Miteigentumsanteilen keine Transaktionskosten an. Beim untersuchten Immobilienfond bewegt sich der Spread ungefähr bei einem Prozent (Fondgesellschaft, 2018).

Ein Agio existiert nur beim Immobilienfond und liegt beim Wohnimmobilienfond bei 22,3% (Schröders Investment Management (Switzerland), 2018, S. 12).

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note für Kommissionen und Gebühren von 5,00 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 2,00 für den Immobilienfond.

5.6 Mindestinvestment

Die Höhe des Mindestinvestments ist ein massgebendes Kriterium, wenn es um einen Anlageentscheid geht. Die verfügbaren Mittel, bezogen auf das Mindestinvestment,

¹² www.moneyland.ch, Stand 13.05.2019.

bestimmen, ob eine Investition getätigt werden kann oder nicht. Emittenten von Fonds und Miteigentumsgemeinschaften stückeln Immobilienanlagen in kleinere Einheiten.

Das Mindestinvestment wird vom Emittenten des Immobilienfonds bzw. vom Initiator der Miteigentumsgemeinschaft eines Crowdinvestments bestimmt.

Hinsichtlich des Mindestinvestments kann für Privatinvestoren der Gesamtsparbetrag der limitierende Faktor sein. Der verfügbare Sparbetrag pro Monat der Schweizer Haushalte im 3. Quintil beträgt CHF 860 (zusammengelegte Stichproben 2012-2014). Dies ergibt einen jährlichen Sparbetrag von CHF 10.320 und einen 10-jährigen Sparbetrag von 103.200 CHF (Bundesamt für Statistik, 2019).

Bezogen auf einen Sparbetrag von CHF 860 wird ein geringes Mindestinvestment positiv bewertet, ein hohes Mindestinvestment negativ.

5.6.1 Fazit

Die untersuchte Crowdinvesting-Plattform fordert ein Mindestinvestment von CHF 100.000 für einen Miteigentumsanteil pro Liegenschaft. Im Vergleich dazu wird der untersuchte Immobilienfondsanteil zu einem Preis von unter CHF 20 pro Anteil gehandelt. Die Eintrittshürde in diesem konkreten Fall wäre beim Crowdinvestment mit 5000 Mal ungleich grösser als beim untersuchten Immobilienfond.

Daher ist der Immobilienfond dem Immobilien-Crowdinvesting hinsichtlich Mindestinvestment bei weitem überlegen.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 1,00 für das Crowdinvesting-Modell und eine Note von 5,00 für den Immobilienfond.

5.7 Liquidität/Handelbarkeit

Direkte Investitionen in Immobilien im Alleineigentum sind infolge des Volumens der Heterogenität generell illiquide. Transaktionsprozesse sind aufwändig und dauern in der Regel mehrere Monate.

Eine Verbriefung von Liegenschaften in Miteigentumsanteile und Fondsanteile verringern die Einstiegshürde, und die Menge an potentiellen Anlegern steigt. Je kleiner die Anteile, desto geringer der Preis pro Anteil und desto grösser die Anzahl potentieller Investoren (vgl. Kapitel 5.6).

Eine weitere Rolle spielt der Handelsplatz. Erstemissionen finden sowohl bei Miteigentum in Form von Crowdfunding-Modellen als auch bei Immobilienfonds am Primärmarkt statt, die Weiterveräußerung dagegen am Sekundärmarkt. Der Sekundärmarkt bei Immobilienfonds findet an der Börse (SIX), bei Crowdfunding ausserbörslich auf speziellen Sekundärmärkten statt.

Die Bewertung erfolgt auf Basis der Angebots-/Insertionsdauer in Tagen. Eine lange Angebots-/Insertionsdauer kann mit einer niedrigen Liquidität, eine kurze mit einer hohen Liquidität bewertet werden.

5.7.1 Fazit

Bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsumsatz von über CHF 500.000 kann man aus der Sichtweise des Privatanlegers von einer sehr hohen Liquidität ausgehen. Somit liegt die Angebots-/Insertionsdauer für den untersuchten Immobilienfond bei unter einem Tag. Im Vergleich dazu kann die Angebots-/Insertionsdauer eines Miteigentumsanteils mehrere Monate dauern. Daraus folgt, dass die untersuchten Crowdfundings in Anbetracht der grossen Losgrößen und dem nicht regulierten Handelsplatz massiv illiquider sind als die kotierten Immobilienfonds.

Durch die Regulierung besteht beim Immobilienfond ein vertragliches Rückgaberecht, was beim Crowdfunding-Modell nicht existiert.

Der Verkauf des Miteigentumsanteils einer Liegenschaft könnte im Vergleich zu einem Fondanteil bei sinkenden Immobilienmärkten länger dauern und/oder nur unter Abschlägen möglich sein.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note für die Liquidität von 3,00 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 4,99 für den Immobilienfond.

5.8 Makro-Lagering

Das Makro-Lagering reduziert die Unmengen an standortspezifischen Daten eines Standortes einer Liegenschaft auf eine einzige Kennzahl.

Somit unterstützt das Makro-Lagering die schnelle Analyse eines Immobilienstandortes und ermöglicht einen Vergleich mit anderen Standorten (Raumentwicklung, Fahrländer Partner, 2019).

Elf standortspezifische Indikatoren ergeben ein Gesamtrating. Acht dieser Indikatoren werden reduziert auf die vier Hauptindikatoren Marktgrösse/Bauzonenreserven, Bevölkerungsentwicklung, Soziale Schichtung und Steuerbelastung. Dazu kommen die drei Indikatoren Güte der ÖV-Erschliessung, Mietwohnungsbestand und Wohnungsleerstand. Diese werden nicht zu einem Hauptindikator gezählt, fliessen aber dennoch in die Gesamtnote ein.

5.8.1 Fazit

Die folgende Grafik zeigt die einzelnen Makro-Lageratings der Crowdfunding-Plattform im Vergleich zum untersuchten Immobilienfond heute.

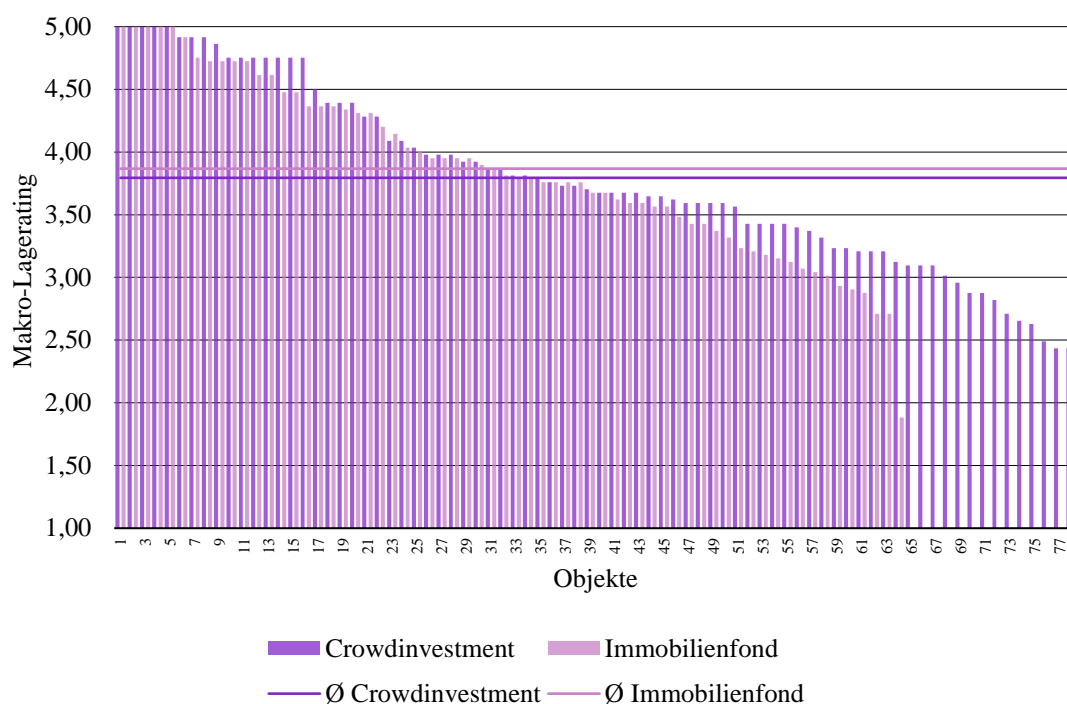


Abbildung 22: Makro-Lagerating

Daraus lässt sich ablesen, dass heute die im untersuchten Immobilienfond gehaltenen Liegenschaften durchschnittlich die besseren Makro-Lagen aufweisen als die der Crowdfunding-Plattform.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note für das durchschnittliche Makro-Lagerating von 3,79 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 3,87 für den Immobilienfond.

5.9 Mikro-Lagerating

Das Mikro-Lagerating basiert auf 80 kleinräumigen Indikatoren, welche landesweit in einem 25x25m-Raster vorliegen.

Zu jeder Schweizer Adresse im Siedlungsgebiet lassen sich Gesamt- und Teilratings des Standortes für verschiedene Nutzungen abrufen. Somit lassen sich unzählige standortspezifische Daten auf eine einzige Kennzahl reduzieren. Folgende Teilratings werden ermittelt und später zu einem Gesamtrating der Mikro-Lage zusammengeführt: Besonnung, Aussicht, Image des Quartiers, Dienstleistungen, Freizeit/Erholung, Öffentlicher Verkehr, Strassenanbindung und die Lärmbelastung.

Das Mikro-Lagerating unterstützt die schnelle Analyse eines Immobilien-Standortes und ermöglicht einen Vergleich mit anderen Standorten (Raumentwicklung, Fahrländer Partner, 2019).

5.9.1 Fazit

Die folgende Grafik zeigt die durchschnittlichen Mikro-Lageratings der Crowdfunding-Plattform im Vergleich zum untersuchten Immobilienfond.

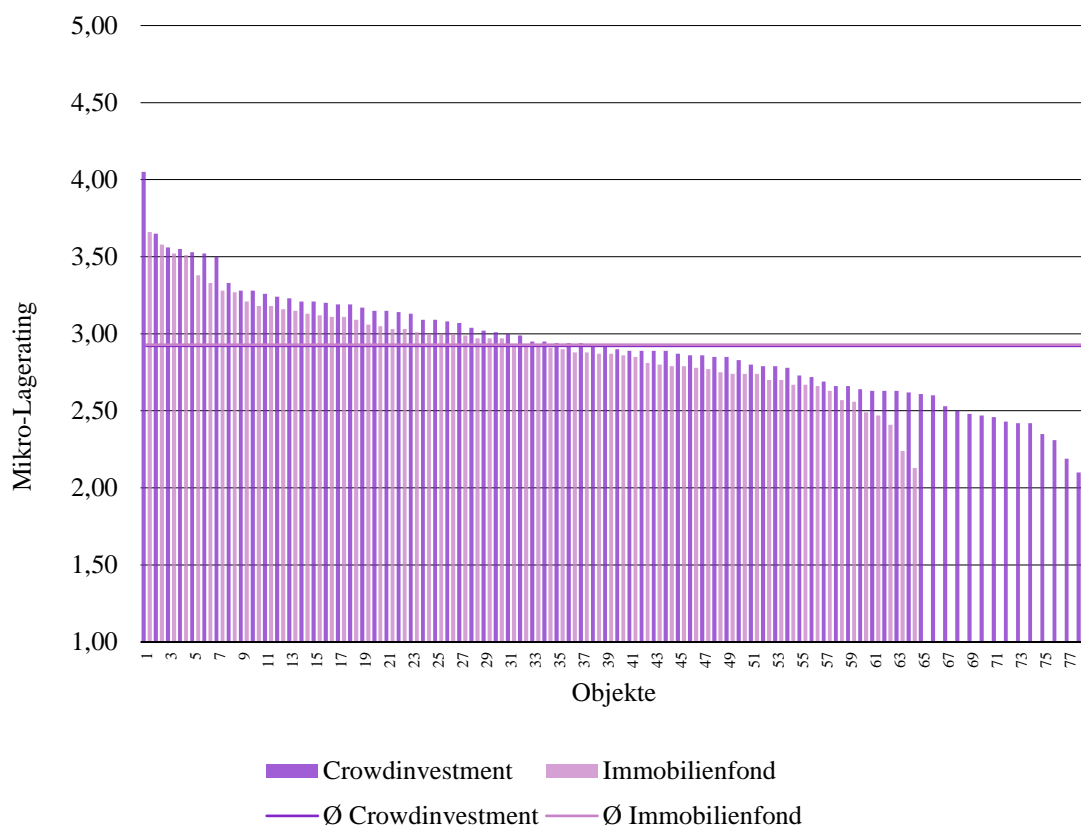


Abbildung 23: Mikro-Lagerating

Daraus lässt sich ablesen, dass die Einzelligenschaften des Immobilienfonds im Mittel annähernd die gleichen Mikroratings aufweisen wie die von der Crowdfunding-Plattform bereits vermarkteten Objekte.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 2,92 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 2,93 für den Immobilienfond.

5.10 Gebäudezustand

Der Gebäudezustand hängt in erster Linie vom Alter der Baute ab. Das effektive Alter ist mit dem Baujahr, d.h. dem Erstellungsjahr einer Baute, definiert. Mit der Zeit kommt es zu einer Abnutzung, zu Altersschäden und zu einem unzeitgemässen Ausbaustand. Die Baute altert. Dem kann eine Verjüngung durch Umbau resp. eine Sanierung entgegenwirken.

Hochbauten können in einen Anteil Rohbau und einen Anteil Ausbau unterteilt werden. Bei typischen Mehrfamilienhäusern kann man von 50% Rohbauanteil und 50% Ausbauanteil ausgehen. Die durchschnittliche Lebensdauer des Rohbaus liegt bei >75 Jahren, die des Ausbaues bei 20-30 Jahren (Fierz, 2011, S. 741). Massgebend ist hier der Gesamterneuerungszyklus des Ausbaus von 20-30 Jahren. Als Referenz für das Alter des Ausbaus wird in dieser Arbeit das Baujahr, wenn bereits ein bzw. mehrere Sanierungszyklus durchgeführt wurden, das Jahr der jüngsten Sanierung herangezogen.

5.10.1 Fazit

Durchschnittlich liegen das Baujahr bzw. die letzte Sanierung bei den Crowdfunding-Liegenschaften 5,27 Jahre zurück. Bei den Immobilienfonds ergibt sich ein gemittelter Wert von 19,32 Jahre. Folgende Grafik zeigt die Einzelwerte zu jeder Liegenschaft.

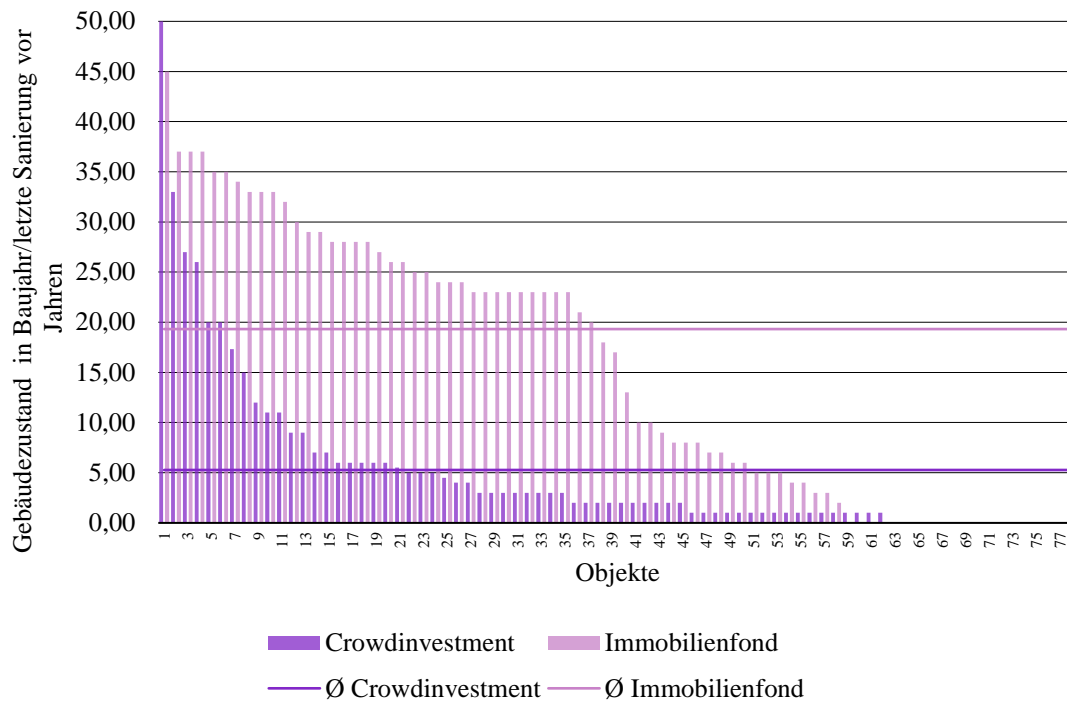


Abbildung 24: Gebäudezustand in Baujahr/letzte Sanierung vor Jahren

Somit kann man pauschal sagen, dass die von der Crowdinvesting-Plattform vermarkteten Objekte im Durchschnitt über alle Objekte ungefähr 14 Jahre jünger sind.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 4,40 für das Crowdinvesting-Modell und eine Note von 2,79 für den Immobilienfond.

5.11 Fremdfinanzierungsquote

Wer beim Erwerb einer Renditeliegenschaft eine Hypothek aufnimmt, muss mit einer Objektprüfung durch den Finanzierungspartner rechnen. Die Belehnung¹³ des Objektes ist das massgebende Kriterium für die Höhe der Finanzierung. 20% des Kaufpreises müssen aus Eigenmitteln stammen, d.h. maximal 80% dürfen fremdfinanziert werden.

Ein weiterer limitierender Faktor bei einer direkten Investition in Grundbesitz ist die Tragbarkeit. Sie zeigt das Verhältnis der laufenden Kosten zu den jährlichen Mieteinnahmen. Die laufenden Kosten¹⁴ dürfen die Mieteinnahmen nicht überschreiten.

Die Fremdfinanzierungsquote zeigt den Grad der langfristigen Verbindlichkeiten zum Verkehrswert einer Liegenschaft. Der Anteil an Fremdkapital ist ein Treiber der

¹³ Entspricht der Fremdfinanzierungsquote.

¹⁴ Kalkulatorischer Zinssatz von 5%, 1% Amortisation des Hypothekar Betrags p.a., 1% Unterhalt der Liegenschaft bezogen auf den Verkehrswert der Liegenschaft per annum.

Eigenkapitalrendite und prägt das Ertragsrisikoprofil einer Vermögensanlage in hohem Masse. Eine hohe Fremdfinanzierungsquote entspricht einem hohen Risiko, ein geringer Fremdkapitalanteil einem geringen Risiko.

Neben der Diversifikation und der Fremdkapitalquote¹⁵ ist die Fremdfinanzierungsquote eine massgebende Risikokennzahl.

Die Fremdfinanzierungsquote, auch LTV genannt, ist als Quotient von langfristigen Verbindlichkeiten zum Verkehrswert (Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA), 2005, S. 10) definiert.

$$\text{Fremdfinanzierungsquote} = \frac{\text{langfristige Verbindlichkeiten}}{\text{Verkehrswert}}$$

Formel 8: Fremdfinanzierungsquote nach SIA D 0213

Die Basis für die Höhe der Finanzierung ist grundsätzlich der Ertragswert. Ergo sind die nachhaltigen Mieterträge und nicht die aktuellen Erträge massgebend. Ebenso spielt die Bonität des Kreditnehmers eine Rolle für die maximale Belehnung einer Liegenschaft.

Die Höhe der Fremdfinanzierungskosten hängt generell von der Qualität der Liegenschaft und von der Länge der Hypothek ab. Allgemein lässt sich sagen: je höher der Fremdfinanzierungsanteil und je länger die Laufzeit, desto höher sind die Fremdfinanzierungskosten.

Bei privaten Immobilienanlagen im direkten Besitz ist die Belehnung je nach Objektart/Nutzung unterschiedlich. Als Richtwert kann für Renditemehrfamilienhäuser im Privatvermögen eine maximale Belehnung von 80% des Ertragswertes angenommen werden. Bei einer Belehnung zwischen 70-80% besteht in der Regel eine Amortisationspflicht. Unter 66% besteht keine Amortisationspflicht.

Beim Immobilienfond regelt die Kollektivanlagenverordnung (KKV), Art. 96 Sonderbefugnisse (Der Schweizerische Bundesrat, 2015, S. 49) die Verpfändung von Grundstücken. Bei der Verpfändung der Grundstücke und der Sicherungsübereignung der Pfandrechte nach Art. 65ff. KAG darf die Belehnung aller Grundstücke durchschnittlich nicht mehr als 33,33% des Verkehrswertes betragen. Zur Wahrung der Liquidität kann die Belehnung vorübergehend und ausnahmsweise auf 50% des Verkehrswertes erhöht

¹⁵ Berücksichtigt in Dividenden neben langfristigen Verbindlichkeiten sind auch kurzfristige Verbindlichkeiten und geschätzte Liquidationssteuern.

werden, sofern das Fondsreglement dies vorsieht und die Interessen der Anleger gewahrt bleiben.

Die durchschnittliche Hypothekarbelastung bei Schweizer Immobilienfonds liegt bei 21% deutlich unter der gesetzlich maximalen Belehnung (Schröders Investment Management (Switzerland), 2018, S. 10).

5.11.1 Fazit

Die folgende Abbildung zeigt die Fremdfinanzierungsquoten des untersuchten Crowdinvestments sowie die mittlere Finanzierungsquote des untersuchten Immobilienfonds.

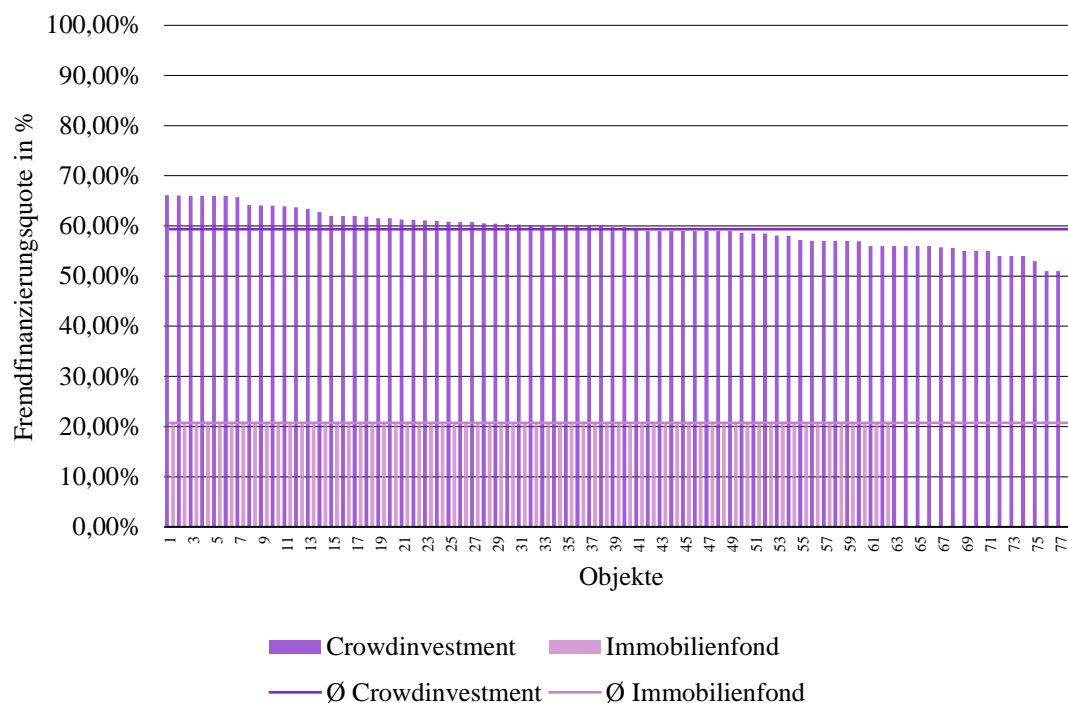


Abbildung 25: Fremdfinanzierungsquoten in % nach SIA D0213

Die Grafik zeigt eine mittlere LTV von 20,7% beim untersuchten Immobilienfond und eine mittlere LTV von 59,4% beim Crowdinvesting-Modell.

Die grosse Differenz zwischen den Fremdfinanzierungszinsen und den Nettoerträgen erlaubt durch Erhöhung der Fremdfinanzierungsquote eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite. Dies bedeutet aber ein zunehmendes Risiko infolge einer höheren Sensitivität gegenüber Zinsen.

Die folgende Abbildung zeigt die Eigenkapitalrenditen (ROE) der Einzelobjekte der Crowdinvesting-Plattform und des Immobilienfonds.

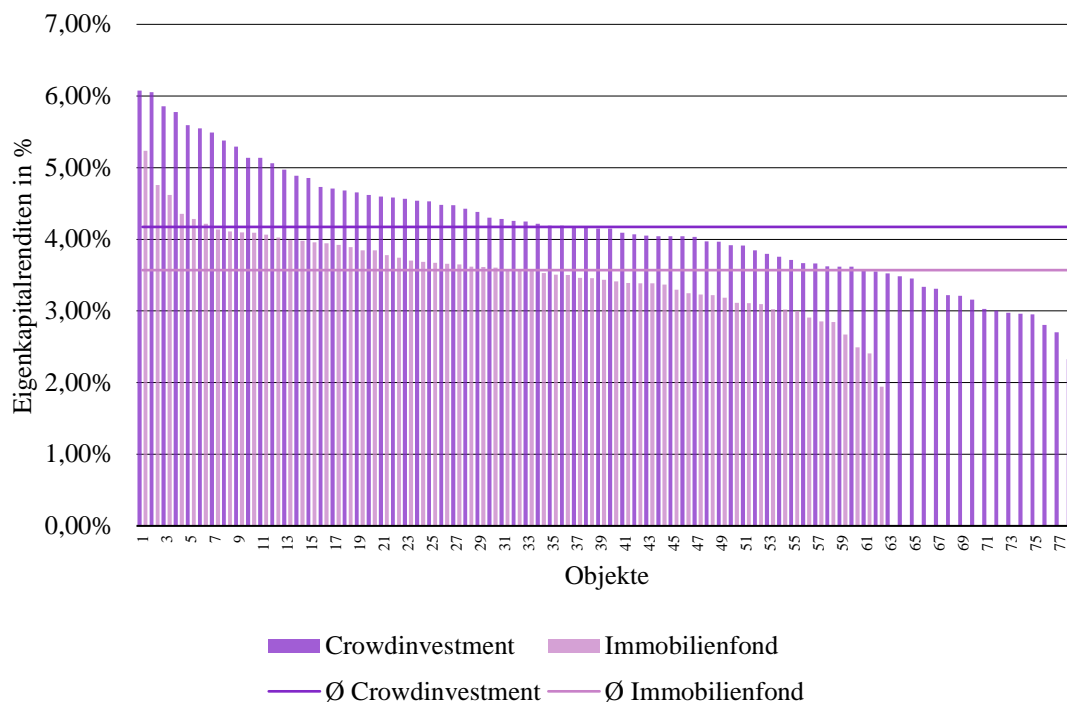


Abbildung 26: Eigenkapitalrendite (ROE) in % nach SIA D0213

Bei den Crowdinvesting-Objekten bewegt sich die durchschnittliche Eigenkapitalrendite nach Steuern bei rund 4,17%, beim untersuchten Immobilienfond bei 3,57%.

Die Differenz zwischen den obigen Eigenkapitalrenditen lässt sich massgebend durch die höhere Fremdfinanzierungsquote und die niedrigeren laufenden Kosten der Crowdinvesting-Plattform erklären.

Durch die aktuell tiefen Hypothekarzinsen – gekoppelt mit tiefen Leerständen und hohen Erträgen – lässt sich mit moderater Fremdfinanzierungsquote eine attraktive Eigenkapitalrendite erzielen. Bei einer Erhöhung der Fremdfinanzierungskosten und/oder gekoppelt mit einer Erhöhung der Leerstände würde die prognostizierte Eigenkapitalrendite bei den Crowdinvesting-Modellen deutlich sinken.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich für die Fremdfinanzierungsquote eine Note von 2,63 für das Crowdinvesting-Modell und eine Note von 4,17 für den Immobilienfond.

5.12 Diversifikation

Unter Diversifikation versteht man die breite Streuung der Anlagen, wodurch sich eine Verteilung der objektspezifischen Einzelrisiken ergibt.

Die Diversifikation wird durch die Kollektivanlagenverordnung (KKV), Art. 87 Risikoverteilung und Beschränkungen (Der Schweizerische Bundesrat, 2015, S. 49) geregelt. Die Regelung stellt sich vereinfacht wie folgt dar:

- Es müssen mindestens 10 Grundstücke sein. Siedlungen, die nach den gleichen baulichen Grundsätzen erstellt worden sind sowie aneinandergrenzende Parzellen gelten als ein einziges Grundstück.
- Der Verkehrswert eines Grundstückes darf nicht mehr als 25% des Fondsvermögens betragen.

Die Anlagebeschränkungen bezogen auf das Fondsvermögen lassen zu:

- Bauland, einschliesslich Abbruchobjekte, und angefangene Bauten bis höchstens 30%
- Baurechtsgrundstücke bis höchstens 30%
- Schuldbriefe und andere vertragliche Grundpfandrechte bis höchstens 10%
- Anteile an anderen Immobilienfonds und Immobilieninvestmentgesellschaften bis höchstens 25%.

In Summe dürfen die oben genannten Anlagebeschränkungen zusammen höchstens 40% des Fondsvermögens betragen.

Bei einer Investition in Miteigentum in eine Einzelliegenschaft ist keine Streuung hinsichtlich unterschiedlicher Objekte, dem Alter, der Bausubstanz und Lage möglich. Somit besteht bei der Investition in eine Einzelliegenschaft ein erhöhtes „Klumpenrisiko“.

Ein wesentliches Merkmal von Immobilienfonds ist die Diversifikation, welche durch den Besitz mehrerer Liegenschaften erreicht wird. Im Gegensatz zur Investition in eine Einzelliegenschaft ist beim Immobilienfond mit Hauptfokus Wohnen eine Diversifikation nach Objekten, Alter, Bausubstanz und Lage gewährleistet.

5.12.1 Fazit

Formal müsste man im Falle des Crowdinvestments in mindestens 10 Einzelobjekte investieren, um eine vergleichbare Diversifikation wie beim Immobilienfond zu erreichen. Immobilienfonds halten in der Regel jedoch weitaus mehr Liegenschaften. Der in dieser Arbeit untersuchte Immobilienfond hält über **70** Liegenschaften und ist

bezüglich den Objektrisiken weitaus höher diversifiziert als das Miteigentum an einem Einzelobjekt.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 1,00 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 5,00 für den Immobilienfond.

5.13 Haftung - Anlegerschutz

Immobilienanlagen erfordern von den Investoren einen hohen Grad an Expertise zu wirtschaftlichen, juristischen und technischen Themen. Infolge mangelnder Fachkenntnis der Privatinvestoren gegenüber den Emittenten bzw. Anbietern besteht eine Schutzwürdigkeit der Privatinvestoren. Unter Anlegerschutz können alle Anstrengungen und Massnahmen verstanden werden, die den Privatinvestor vor Verlusten seines Investments bewahren. Das Wissensungleichgewicht bzw. die herrschende Informationsasymmetrie wird durch diverse Schutzinstrumente eliminiert oder ausgeglichen. Gesetzliche Regelungen bilden das Hauptinstrument des Anlegerschutzes. Neben den gesetzlichen Regelungen sind aber auch bilaterale vertragliche Haftungsbeschränkungen wirksam.

Der Immobilienfond wird durch das Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG) geregelt und von der eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) überwacht. Die einzelnen Organe des Immobilienfonds wie die Verwaltungsgesellschaft (Fondsleitung), der Anlageexperte (Asset Manager) und die Bank (Depotbank) müssen eine Bewilligung der FINMA haben.

Herausgeber von Immobilienfonds können in der Regel auf ein grosses Volumen an Fachkenntnis zurückgreifen. Fondsleitungen setzen sich permanent und professionell mit der Anlage und dem Immobilienmarkt auseinander. Immobilienfonds verfügen über die Fähigkeit der Informationsbeschaffung. Der Fondsmanager unterliegt strengen Kriterien bezüglich Anlagen und entlastet als Intermediär mit seiner profunden Fachkenntnis den Privatanleger.

Das Fondvermögen ist als Sondervermögen vom Konkurs einer Fondsleitung nicht betroffen und wird zugunsten der Anleger rechtlich abgesondert. Es besteht keine Nachschusspflicht oder Haftung, welche über das eingesetzte Kapital hinaus geht.

In der folgenden Abbildung wird das Organisationschema eines Schweizer Immobilienfonds mit dessen Organen dargestellt.

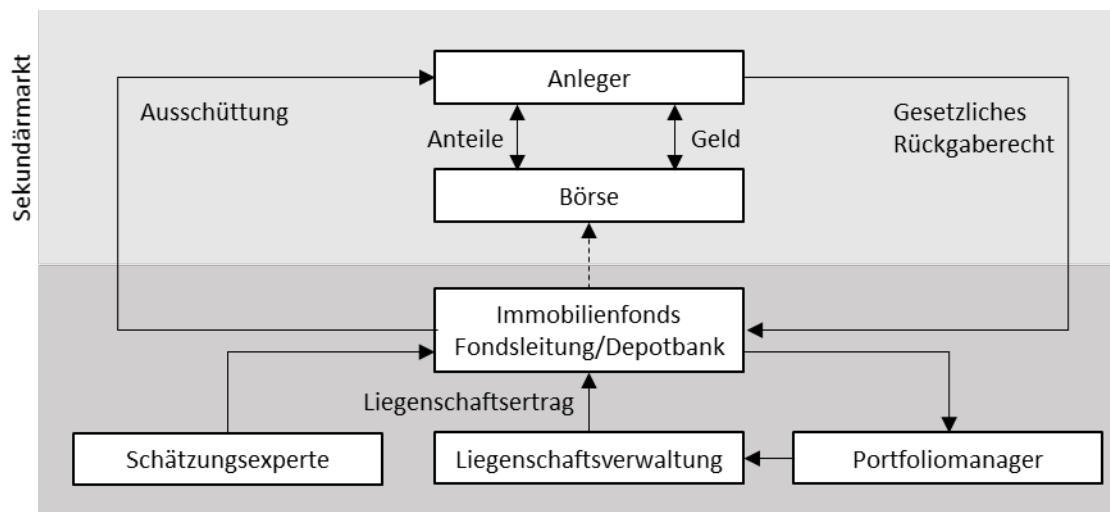


Abbildung 27: Organisationschema Schweizer Immobilienfonds Vgl. (SFAMA, Swiss Funds & Asset Management Association, 2016)

Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen sind Betreiber von Online-Plattformen. Ihre Rolle beschränkt sich darauf, Angebot und Nachfrage im Immobilienmarkt auf zeitgemässe Art zusammenzuführen. Der Erwerb eines auf der Online-Plattform angebotenen Immobilien-Miteigentumsanteils untersteht nicht dem Kapitalanlagegesetz (KAG). Der Plattformbetreiber nimmt keine Investitionsgelder oder sonstiges Kapital entgegen, sondern handelt treuhänderisch über diverse Vollmachten. Beim Investment werden der Crowdinvesting-Plattform weitgehende Vollmachten eingeräumt was zwingend zu einer mangelnden Verfügungsmacht seitens des Miteigentümers führt.

Die von der Plattform formulierte Nutzungs- und Verwaltungsordnung (Art. 647 Abs. 1 ZGB) bestimmt die Beziehung der Miteigentümer zueinander. Bei Immobilien-Crowdinvestments kommt der Anlagescheid für eine bestimmte Liegenschaft einzig vom Anleger selbst – der Intermediär fehlt.

Die üblicherweise geltende Solidarhaftung bei Miteigentum konnte bei den finanzierenden Banken wegbedungen werden. Die Miteigentümer haften nicht wie üblich solidarisch, sondern nur im Umfang ihrer Miteigentumsquote.¹⁶

¹⁶ Die Immobilien sind grundsätzlich selbsttragend, d.h. die Mieteinnahmen übersteigen um ein Vielfaches die Hypothekarzinsen und sonstigen Ausgaben. Zudem wird nicht die höchstmögliche Hypothek aufgenommen, sondern nur jeweils 50-60% der Immobilie sind fremdfinanziert. Schliesslich ist vom Crowdinvestment-Anbieter vertraglich vorgesehen, dass die Hypotheken jährlich amortisiert werden und 5% von den Mieteinnahmen dem Sicherheitsfonds zugewiesen werden. Aufgrund aller dieser Sicherheiten, stufen die Banken beim Crowdinvestment-Anbieter das Immobilien-Risiko als äusserst gering ein und verzichten auf die Solidarhaftung.

5.13.1 Fazit

Im Gegensatz zum Immobilienfond unterliegt der Erwerb eines Miteigentumsanteils eines Immobilien-Crowdinvestments derzeit weder dem Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG), noch wird es von der eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) überwacht (Haas, 2018, S. 10).

Da die Miteigentumsanteile beim Crowdinvestment prinzipiell unabhängig vom Anbieter im Besitz der Investoren sind und die Liegenschaften der Fonds im Sondervermögen gehalten werden, sind die Liegenschaften von einem Konkurs der Crowdinvesting-Plattform bzw. der Fondsleitung nicht betroffen.

Anders könnte es bei den von der Crowdinvesting-Plattform geführten Bankkonten wie dem Liegenschaftskonto und Sicherheitsfonds-Konto aussehen. Das Verfügungsrecht der Bankkonten liegt bei den Miteigentümern sowie beim Crowdinvesting-Anbieter. Die Miteigentümer verfügen lediglich über «Leserechte». Was im Falle eines Konkurses des Crowdinvesting-Anbieters passiert, ist vertraglich nicht eindeutig feststellbar.

Die Crowdinvesting-Plattform agiert im Gegensatz zum Immobilienfond weder als Anlageberater noch als Fondsmanager und nimmt keine Investitionsgelder entgegen.

Der Crowdinvestment-Anbieter agiert in diesem Konstrukt, anders als der Immobilienfond, nur als Online-Plattform-Betreiber. Er fungiert als Drehscheibe, Vermittler, Verkäufer und Dienstleister. Er stellt erforderliche wirtschaftliche, juristische und technische Dokumente zusammen, welche für eine Due Diligence (DD) notwendig sind, und betreut bzw. verwaltet die Immobilie im Auftrag der Miteigentümer über einen Immobilien-Asset-Managementvertrag. Anzumerken ist hier, dass der Anbieter über eine Kompetenzsumme für Reparaturen und Instandstellungsarbeiten von 1% des Kaufpreises der Liegenschaft, jedoch mind. CHF 50.000 per annum verfügen kann.

Für eine Unterstellung des Crowdinvestments nach KAG sind die in Art. 7 Abs. 1 des KAG geforderten Voraussetzungen kumulativ zu erfüllen. Beim untersuchten Crowdinvestment-Anbieter hat der Privatinvestor, bei Investition, zwingend diverse Vollmachten gegenüber der Crowdinvesting-Plattform bzw. deren Rechtsvertretung zu erteilen. Dadurch entsteht eine eindeutig eingeschränkte Verfügungsmacht seitens der Miteigentümer, was im Gegenzug als eine Fremdverwaltung interpretiert werden könnte. Da bis auf die Fremdverwaltung alle in Art. 7 Abs 1 des KAG geforderten Voraussetzungen eindeutig erfüllt sind, könnte eine solche Auslegung eine Unterstellung des Crowdinvestments unter das KAG bejahen.

Beschränkte Mietzinsgarantie zu keiner Mietzinsgarantie: Die Crowdfunding-Plattform ersetzt Unterschreitungen der 95%igen Mietzinsprognose maximal mit der Höhe des budgetierten Assetmanagement-Honorars. Bei Fondsanbietern sucht man solche beschränkten Garantien vergebens.

Vom Privatinvestor wird fundiertes Wissen über Immobilienmärkte und deren Funktionsweise und werden kaufmännische, rechtliche und technische Kenntnisse für eine Beurteilung der Liegenschaft bzw. Interpretation der bereitgestellten Dokumente erwartet. Die Crowdfunding-Anbieter empfehlen die zusätzliche Konsultation eines Spezialisten oder Beraters.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 2,00 für das Crowdfunding-Modell und eine Note von 4,00 für den Immobilienfond.

5.14 Transparenz

Transparenz bei Vermögensanlagen schafft Vertrauen. Der Anleger muss alle Chancen und Risiken kennen, um eine qualifizierte Anlageentscheidung treffen zu können. Die notwendigen Unterlagen müssen allgemein verständlich erklärt werden, sodass er sich eine eigene Meinung bilden kann. Dies ist angesichts der Komplexität der Immobilieninvestments und der meist langfristigen Investitionsbindung zwingend erforderlich. Der Aufbau und die Funktionsweise der Anlage sollte für den Privatanleger klar ersichtlich und nachvollziehbar sein. Darunter zu verstehen sind die Offenlegung von diversen Kennzahlen, Kosten, Gebühren, Bewertungen und von vielem mehr.

Bei institutionellen Immobilieninvestoren nennt sich die Ankaufsprüfung Due-Diligence (DD)¹⁷. Die DD lässt sich in eine wirtschaftliche DD, technische DD, rechtliche DD, steuerliche DD und Umwelt DD aufteilen.

Bei einer wirtschaftlichen DD wird die wirtschaftliche Ist-Situation untersucht, Benchmarking betrieben, es werden Bewertungen auf Asset-Stufe durchgeführt, Finanzinformationen (Jahresberichte usw.) überprüft, der Gebäudezustand wird baulich beurteilt, Flächen und Volumen werden überprüft, grundbuchrechtliche, vertragsrechtliche, gesetzliche sowie gebäudebezogene Prüfpunkte werden untersucht, Steuerfolgen einer Transaktion geprüft und abschliessend mögliche Umweltbelastungen untersucht.

¹⁷ Due Diligence (DD) bezeichnet eine sorgfältige Prüfung.

5.14.1 Fazit

Bei der untersuchten Crowdinvestment-Plattform kann man pauschal sagen, dass im Falle einer Investmentabsicht alle notwendigen DD-Unterlagen für einen Investmententscheid auf Verwaltungsebene und Objektebene vorhanden sind und somit volle Transparenz herrscht. Sowohl auf Vehikel-/Portfolioebene als auch auf der Liegenschafts-/Objektebene kann man von einer vollen Transparenz ausgehen.

Beim Immobilienfond sind auf Vehikel-/Portfolioebene alle gesetzlichen geforderten Informationen verfügbar. Diverse Fondsdokumente wie das Kundeninformationsdokument (KID), der Prospekt, der vereinfachte Prospekt, Fact Sheets und Jahres- und Halbjahresberichte stehen den Anlegern zur Verfügung. Auf Liegenschafts-/Objektebene hat der Anleger nur beschränkten Zugriff. Ihm stehen nur Liegenschaftsadressen, das Baujahr, die Anzahl der Einheiten und PKW-Stellplätze, der Verkehrswert, der Bruttoertrag und das Eigentumsverhältnis zur Verfügung.

Beim Crowdinvestment-Anbieter unterliegen die verwendeten Kennzahlen und Begrifflichkeiten keinem Standard. Dadurch ergeben sich uneinheitliche Begriffsdefinitionen, undifferenzierte Begrifflichkeiten und eine nicht einheitliche Berechnung von Kennzahlen, was einen Vergleich der Investitionen erschwert. Für eine Interpretation der Unterschiede werden vom Privatanleger profunde Immobilienkenntnisse vorausgesetzt. Im Gegensatz dazu werden beim Immobilienfond von der FINMA die Richtlinien der SFAMA als Mindeststandard verlangt. Im Besonderen regelt die Fachinformation «Kennzahlen für Immobilienfonds» die Begrifflichkeiten und Begriffsdefinitionen, schafft so Transparenz und ermöglicht eine Vergleichbarkeit der Fonds untereinander.

Die grosse Transparenz macht nur dann Sinn, wenn der Anleger eine entsprechend hohe Immobilienfachkenntnis aufweist und die angebotenen Unterlagen auch verifizieren kann.

Auf Basis der im Kapitel 4.2 Beurteilungsverfahren beschriebenen Notenskala ergibt sich eine Note von 4,00 für das Crowdinvesting-Modell und eine Note von 2,00 für den Immobilienfond.

6. Synthese und Interpretation

Im folgenden Kapitel werden die Untersuchungsergebnisse der Indikatoren als Einzeldarstellungen sowie aggregiert auf die Vermögensziele und auf operativer Ebene dargestellt und erörtert.

6.1 Einzeldarstellung nach Indikatoren

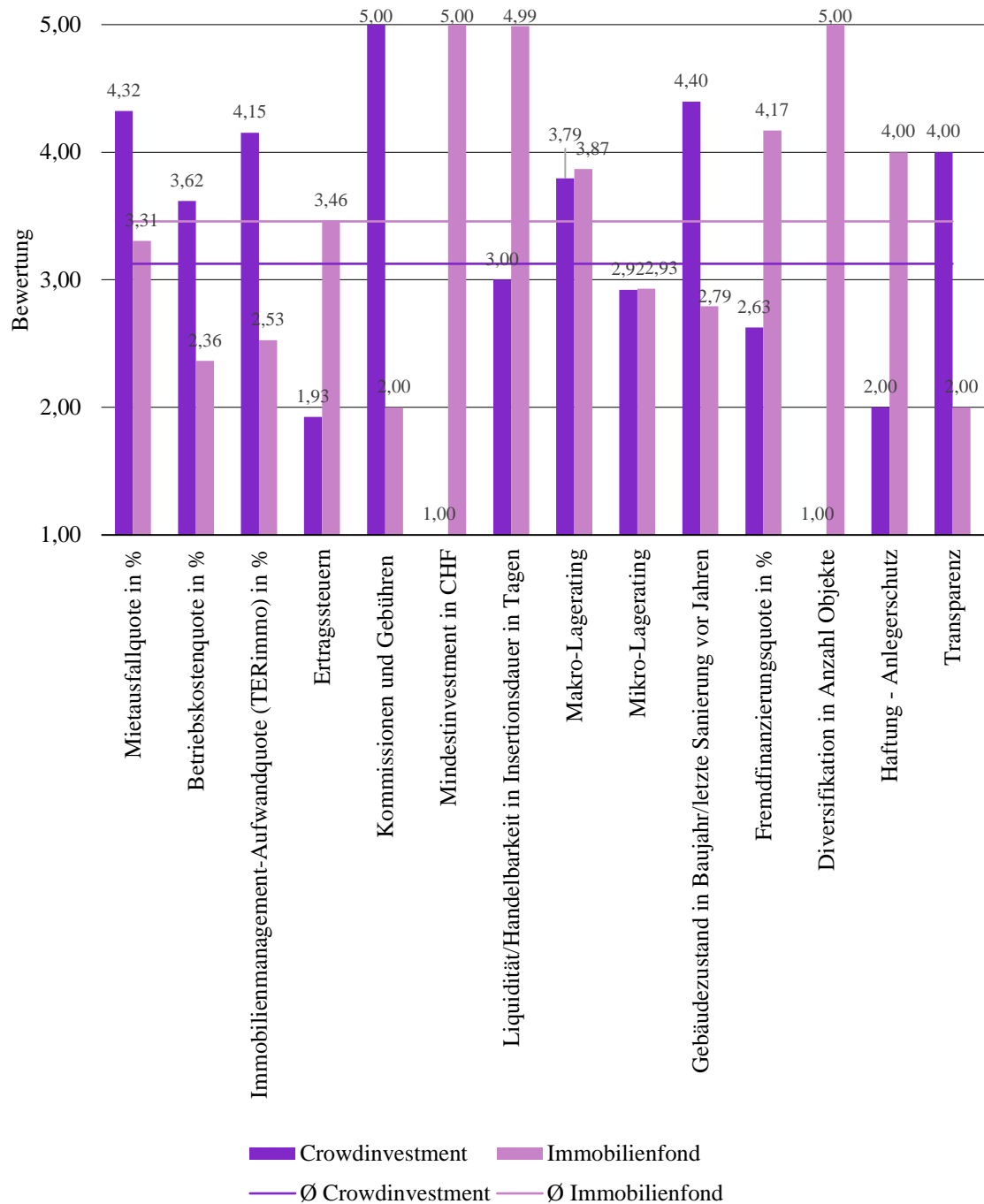


Abbildung 28: Einzeldarstellung nach Indikatoren

Die obige Abbildung zeigt zusammengefasst die nach Kapitel 4.2 bewerteten 14 Einzelindikatoren. Auf Basis der 14 Indikatoren ergibt sich im Durchschnitt für das Crowdfunding-Modell ein Wert von 3,13, für den Immobilienfond von 3,46.

Die wichtigsten Erkenntnisse, bezogen auf die untersuchten Indikatoren stellen sich wie folgt dar:

IMMOBILIENMANAGEMENT-AUFWANDQUOTE: Im Gegensatz zum Immobilienfond offeriert das untersuchte Crowdfunding-Modell ein Renditeversprechen, wobei der Anbieter dann auf die Honoraransprüche des Immobilien-Asset-Managements verzichtet, wenn nicht eine bestimmte Ausschüttungsrendite erreicht wird.

ERTRAGSSTEUERN: Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz gelten steuerlich als übrige juristische Personen. Diese werden im Gegensatz zu den natürlichen Personen mit direktem Grundbesitz steuerlich bevorzugt.

KOMMISSIONEN UND GEBÜHREN: Im Gegensatz zum Immobilienfond fallen beim Crowdfunding-Modell keine Depotgebühren und kein Agio an. Gebühren für Transaktionen auf Immobilienebene sind annähernd identisch.

MINDESTINVESTMENT: Durch das hohe Mindestinvestment beim Crowdfunding-Modell im Gegensatz zum Immobilienfond ist die Kapitalausstattung des Investors der limitierende Faktor.

LIQUIDITÄT: Eine Kündigung oder Rückgabe von Anteilen bei einem Crowdfunding-Modell ist grundsätzlich nicht möglich. Die Möglichkeit eines Verkaufs besteht ausschliesslich über den Sekundärmarkt über den Anbieter. Beim Immobilienfond besteht die Möglichkeit der Rückgabe zum Nettoinventarwert sowie existiert ein liquider/funktionierender Sekundärmarkt.

MAKRO-LAGERATING, MIKRO-LAGERATING, GEBÄUDEZUSTAND, MIETAUSFALLQUOTE und BETRIEBS-KOSTENQUOTE sollten beim Crowdfunding-Modell und bei den offenen Immobilienfonds identisch sein, wobei die Untersuchung ein anderes Ergebnis zeigt.

FREMDFINANZIERUNGSQUOTE: Durch den Einsatz von Fremdkapital kann es zu einem positiven, aber eben auch zu einem negativen Leverage-Effekt kommen.

DIVERSIFIKATION: Eine Miteigentumsgemeinschaft investiert oft nur in eine oder einige wenige Immobilien. Ein seit Jahren bestehender offener Immobilienfonds hat oft eine zwei- oder dreistellige Zahl von Immobilien im Portfolio.

HAFTUNG ANLEGERSCHUTZ: Der Nachteil des Crowdfunding-Modells im Gegensatz zum Immobilienfond besteht im Fehlen der regulatorischen Hürden und der Aufsicht.

TRANSPARENZ: Der Vorteil des Crowdfunding-Modells im Gegensatz zum Immobilienfond wird durch die selbständige Auswahl der einzelnen Liegenschaft bestimmt. Es besteht volle Transparenz, Mitsprache und Kontrolle dazu, ob explizit in diese Liegenschaft investiert wird oder nicht.

6.2 Indikatoren aggregiert nach Vermögensziel

Aggregiert nach den Zielen der Vermögensanlage Ertrag, Liquidität und Sicherheit, wie sie in Kap. 4 Methodik erörtert wurden, ergibt sich folgendes Bild:

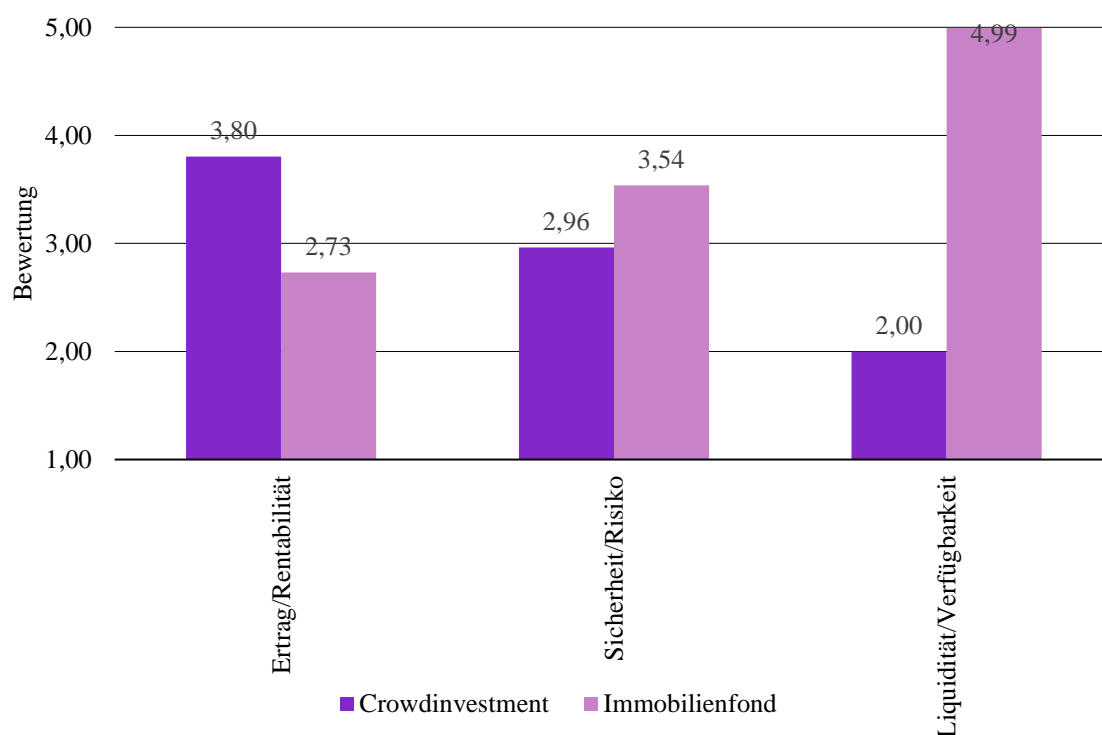


Abbildung 29: Indikatoren aggregiert nach Vermögensziel¹⁸

Beim Vermögensziel Ertrag hat das Crowdfunding-Modell die Nase vorn. Das Modell liegt mit einem Rating von 3,80 über einen Punkt vor dem Immobilienfond mit einer Punktezahl von 2,73. Auf Basis der 14 Indikatoren und der oben gewählten Aggregation

¹⁸Für die Definition der Aggregation siehe Abbildung 13: Dreieck der Vermögensanlage mit relevanten Beurteilungsindikatoren.

und des Bewertungsmaßstabes ist hingegen angesichts der Sicherheit und Liquidität der Immobilienfond die weitaus bessere Wahl. Beim Ertrag ist, wie schon erwähnt, das Crowdfunding-Modell die bessere Entscheidung.

6.3 Indikatoren aggregiert nach operativer Ebene

Aggregiert nach den operativen Ebenen Objekt-/Immobilienebene und Vehikel-/Verwaltungsebene ergibt sich folgendes Bild:

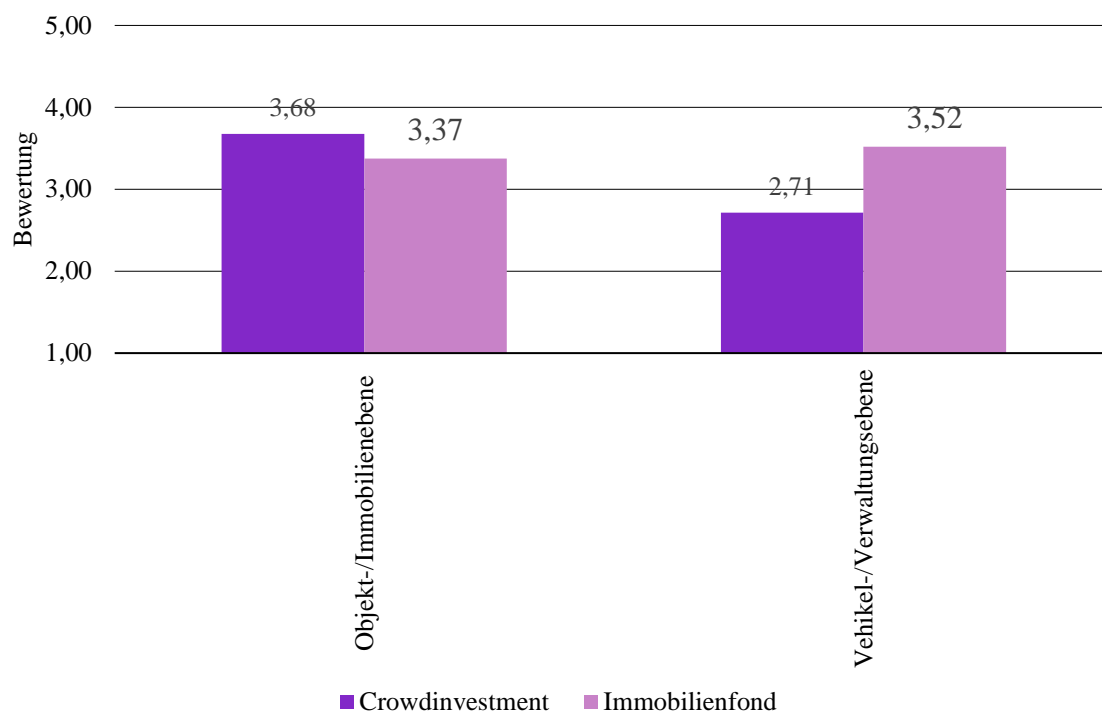


Abbildung 30: Indikatoren aggregiert nach operativer Ebene¹⁹

Für die operative Ebene ergibt sich ein annähernd ausgeglichenes Bild. Auf Objekt-/Immobilienebene liegt das Crowdfunding-Modell vor dem Immobilienfond, auf Vehikel-/Verwaltungsebene liegt der Immobilienfond vor dem Crowdfunding-Modell.

¹⁹ Definition der Aggregation siehe Tabelle 3: Beurteilungsindikatoren aufgeteilt nach Erfassbarkeit und Ebene

7. Schlussbetrachtung

Die Schlussbetrachtung gliedert sich in drei Teile, wobei im ersten die wichtigsten Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst, im zweiten die verwendeten Methoden und Daten diskutiert werden und im dritten Teil ein Ausblick auf künftige Untersuchungen zu diesem Thema gemacht wird.

7.1 Fazit

Im Zuge dieser Arbeit wurden die relevanten Aspekte und Unterschiede zwischen Immobilienfonds als indirektes Investment und Immobilien-Crowdfunding auf ökonomischer Basis verglichen.

Bei einem Crowdfunding in Form eines Miteigentumsanteils handelt es sich um eine Spezialform des Eigentums nach Art. 646 ZGB. Mehrere Personen finanzieren und besitzen direkt ein Immobilienobjekt nach Bruchteilen.

Ein vertraglicher Immobilienfond nach Art. 8 KAG fällt unter die offenen Kapitalanlagen und beruht auf einem Kollektivanlagevertrag (Fondsvertrag). Mehrere Personen finanzieren und besitzen indirekt, über ein vertragliches Konstrukt, einen Immobilienanteil über einen Fondanteil.

Die übergeordnete Fragestellung dieser Arbeit lässt sich dahingehend beantworten, dass Immobilien-Crowdfundings sich nur für Anleger eignen, die schon über ein gewisses Vermögen verfügen und ihr Geld bereits breit gestreut angelegt haben. Der Anleger sollte weiter über ein fundiertes Wissen über Immobilienmärkte und deren Funktionsweise, kaufmännische, rechtliche und technische Kenntnisse für eine Beurteilung der Liegenschaft bzw. Interpretation der bereitgestellten Dokumente verfügen. Sind diese Bedingungen nicht erfüllt, ist ein Investment in einen Immobilienfond die bessere Lösung. Je weniger Fachkenntnis und Kapitalausstattung, umso mehr muss an professionelle Unterstützung abgegeben werden und umso mehr sollte in indirekte börsenkotierte Immobilienfonds investiert werden.

Als Vermarktungsargument werden von Crowdfunding-Plattformen oft Renditen verwendet. Angegebene Ausschüttungsrenditen und Eigenkapitalrenditen werden aber bei den untersuchten Modellen auf Basis unterschiedlicher Eingangsparameter berechnet, weshalb ein Vergleich wertlos ist. Ein Vergleich von Renditen für Anlageentscheidungen ist nur empfehlenswert, wenn die ausgewiesenen Renditen standardisiert sind, was nicht immer der Fall war. Mangels einheitlicher Normen und Bezeichnungen ist meistens nicht eindeutig verifizierbar, ob es sich um eine Brutto-, Netto-, Eigenkapital- oder

Ausschüttungsrendite handelt. Darüber hinaus werden die genannten Renditen mangels einer einheitlichen Norm unterschiedlich berechnet, was einen Vergleich nochmals komplizierter macht.

Vielmehr sollte beim Immobilieninvestment der Fokus auf die Qualität der Liegenschaft und eine effiziente und kostenoptimierte Bewirtschaftung gelegt werden. Die sich daraus ergebenden Brutto- und Nettorenditen sollten dabei als Entscheidungshilfen herangezogen werden. Wenn gewünscht, kann die Eigenkapitalrendite über eine Fremdfinanzierung, angepasst auf die eigene Risikoaffinität, gesteuert werden.

Die Handelbarkeit der Miteigentumsanteilen bei Immobilien-Crowdinvestments ist eingeschränkt. Es gibt keinen geregelten Sekundärmarkt für den Verkauf von Miteigentumsanteilen. Es wird sich in Zukunft weisen, wie ein vorzeitiger Ausstieg bzw. Verkauf aussehen wird, wie lange er dauert und ob er nur unter Abschlägen möglich sein wird. Sollten die Crowdinvestment-Anbieter es schaffen, dass sich ein funktionierender/liquider Sekundärmarkt für deren Miteigentumsanteile etabliert, würden potentielle Abschläge reduziert werden und die Wettbewerbsfähigkeit des Immobilien-Crowdinvestments erhöhen.

Gegenwärtig unterliegt die untersuchte Form des Immobilien-Crowdinvestments nicht dem Kollektivanlagengesetz (KAG). Bisher wurde bestritten, dass der dafür notwendige Tatbestandselement der Fremdverwaltung vorhanden ist (Haas, 2018). Die weiteren für eine KAG-Unterstellung erforderlichen Tatbestandselemente Vermögen, Kapitalanlage, Kollektivität und Gleichbehandlung sind gegeben. Eine zukünftige Unterstellung des Immobilien-Crowdinvestment unter das KAG ist deshalb nicht gänzlich ausgeschlossen, wenn sich dem Immobilien-Crowdinvestment ein Element der Fremdverwaltung – infolge mangelnder Verfügungsmacht der Investoren – attestieren lassen würde.

7.2 Diskussion

Die Untersuchungsanlage zielte auf die Frage, unter welchen Voraussetzungen der Erwerb von Immobilienfonds als indirektes Investment und unter welchen Voraussetzungen Immobilien-Crowdinvesting als direktes Investment grundsätzlich für Privatinvestoren geeignet sei, wenn es um Ertrag, Sicherheit und Liquidität geht. Auch wurde danach gefragt, ob ein Privatanleger ohne herausragendes Immobilienwissen sich an Immobilien-Crowdinvestments wagen sollte.

Die Analyse wurde methodisch auf dem Dreieck der Vermögensziele Ertrag, Liquidität und Sicherheit aufgebaut. Die jeweils unterschiedlich gebündelten Daten der beiden

Immobilien-Investment-Anbieter wurden zu diesen Zielen auf vergleichbare Indikatoren heruntergebrochen, um einen Vergleich möglich zu machen. Dieses methodische Verfahren erwies sich für die ausgewählte Fragestellung als geeignet. Die 14 Indikatoren zu den Vermögenszielen Ertrag, Liquidität und Sicherheit sollen in erster Linie die Entscheidungsfindung für Investitionen in Immobilien-Crowdinvestments oder aber Immobilienfonds für Privatinvestoren unterstützen, in zweiter Linie können die Erkenntnisse für Immobilien-Crowdinvestment- und Immobilienfonds-Anbieter nützliche Informationen liefern.

Der ökonomische Vergleich zwischen Immobilien-Crowdinvestments und Immobilienfonds ist in dieser Art und Weise insofern neuartig, als Immobilien-Crowdinvestment in der Schweiz erst 2015/16 lanciert wurden und deshalb noch wenig untersucht ist. Entsprechend erstmalig ist daher auch der Einsatz der angewendeten Methode in diesem Zusammenhang.

Einschränkend zur Forschungsanlage ist festzuhalten, dass dabei exemplarisch ein Schweizer Immobilien-Crowdinvestment Anbieter mit einem Schweizer Wohnimmobilienfond verglichen/analysiert wurde. Aus Gründen der Repräsentativität wurde einer der grösseren Crowdinvestment-Anbieter und eine der grösseren Fondgesellschaften der Schweiz ausgewählt.

7.3 Ausblick

Zu prüfen wäre in einem nächsten Forschungsschritt, ob eine gleich angelegte, jedoch alle Immobilien-Crowdinvestment-Anbieter und Immobilienfonds der Schweiz einschliessende Untersuchung ein abweichendes Bild ergibt.

Als weitere Folgeforschung bietet sich an, die Untersuchung auf die deutschen und österreichischen «Bauherrenmodelle» auszudehnen, die dem schweizerischen Immobilien-Crowdinvestment ähneln, da sie ebenso in Form einer Miteigentumsgesellschaft gehandhabt werden. Hier ist von Interesse, ob eine parallele Vergleichsanlage ähnliche Resultate ergäbe und worin die Abweichungen bestehen.

8. Literaturverzeichnis

- Botsis, D., Hansknecht, S., Hauke, C., Janssen, N., Kaiser, B., & Rock, T. (2015). *Kennzahlen und Kennzahlensysteme für Banken*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Brunner, (Hrsg.) Marlies. (2009). *Kapitalanlage mit Immobilien, Produkte – Märkte – Strategien*. Wiesbaden: GWV Fachverlage GmbH.
- Bundesamt für Statistik. (23. 06 2019). <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home.html>. Von <https://www.bfs.admin.ch/bfs/en/home/statistics/catalogues-databases/graphs.assetdetail.4022129.html> abgerufen
- Crowdinvestment Anbieter. (2018). *Miteigentümersdossier MITEG* . Zürich: Crowdinvestment Anbieter.
- Crowdinvestment Anbieter. (1. Juli 2019). *Crowdinvestment Anbieter*. Von Crowdinvestment Anbieter abgerufen
- Der Schweizerische Bundesrat. (2015). *951.311 Kollektivanlagenverordnung, KKV*.
- Eckert, J. P. (25. Januar 2019). Rechnungslegung und Bewertung von Immobiliengefässen. Zürich, CUREM: MAS in Real Estate: JLL.
- Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV. (2011). *Merkblatt A 1995 - Geschäftliche Betriebe*.
- Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV. (2018). *Kreisschreiben Nr. 25*. Bern.
- Fierz, K. (2011). *Immobilienökonomie und Bewertung von Liegenschaften*. Zürich: Schulthess Juristische Medien.
- Fondgesellschaft. (2018). *Fond Jahresbericht* . dem Autor bekannt: Fondgesellschaft.
- Fondgesellschaft. (Juni 2018). *Prospekt mit integriertem Fondsvertrag*. Basel: Fondgesellschaft.
- Geltner, M., D., Millner, G., N., Clayton, J., & Eichholz, P. (2007). *Commercial Real Estate, Analysis & Investments*. Manson.
- Geyer, H. (2014). *Kennzahlen für die Bau- und Immobilienwirtschaft*. Freiburg: Haufe-Lexware.

- Haas, N. (2018). *Immobilien-Crowdinvesting in der Schweiz, Eine rechtliche (Risiko-)Analyse am Beispiel ausgewählter Crowdinvesting-Plattformen*. Zürich: Abschlussarbeit des Masters of Advanced Studies in Real Estate: Universität Zürich.
- Mayring, P. (2016). *Einführung in die qualitative Sozialforschung*. Weinheim und Basel: Beltz Verlag.
- Preissler, P. R. (2008). *Betriebswirtschaftliche Kennzahlen*. Oldenburg.
- Pyhrr, S. A. (1989). *Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decisions*. Wiley.
- Raumentwicklung, Fahrländer Partner. (06. 20 2019). *IMBAS-Übersicht*. Von <https://www.fpre.ch/wp-content/uploads/imbas-uebersicht.pdf> abgerufen
- Schröders Investment Management (Switzerland). (2018). *Schröder ImmoPLUS Monitoring*. Zürich: Schröders Investment Management (Switzerland) AG.
- Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). (2005). *D 0213 Finanzkennzahlen für Immobilien*. Zürich: SIA.
- Sebastian, S., Steininger, B., & Wagner-Hauber, M. (2011). *Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen*. Regensburg: IRE|BS International Real Estate Business School, Universität Regensburg. Von https://epub.uni-regensburg.de/28218/1/2_IREBS_Beitr%C3%A4ge_IW_BVI%2BEPR_A_.pdf abgerufen
- SFAMA, S. F. (13. 09 2016). *Fachinformation Kennzahlen von Immobilienfonds - Sfama*. Von https://www.sfama.ch/de/selbstregulierungsmusterdokumente/immobilienfonds-1/verfuegbare-dokumente/sfama-fi_d_kennzahlen-immobilienfonds_160913.pdf/@@download/file abgerufen
- SFAMA, Swiss Funds & Asset Management Association. (Oktober 2016). *Immobilienfonds, Kompakt*. Von https://www.sfama.ch/de/publikationen/publikationen/sfama_immobilienfonds-broschuere-1.pdf/@@download/file abgerufen
- Sotelo, R. (1. März 2019). *Ökonomie der Anlageprodukte*. Zürich, CUREM: MAS in Real Estate: UZH.

- SVS Swiss Valuation Standard. (2017). *Swiss Valuation Standard (SVS) : best practice of real estate valuation in Switzerland*. Zürich: vdf Hochschulvlg.
- Urs Emch, H. R. (2004). *Das Schweizerische Bankgeschäft*. Zürich, Basel, Genf: Schulthess.
- Walther Busse von Colbe, F. W. (2018). *Investitionstheorie und Investitionsrechnung*. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Wellner, K. (2003). *Entwicklung eines Immobilien- Portfolio- Management- Systems: Zur Optimierung von Rendite- Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios*. (HRSG.) Pelzl Wolfgang; Institut für Immobilienmanagement: Leipzig.
- Wiener Börse AG. (04. Juni 2019). *Das magische Dreieck der Vermögensanlage*. Von <https://www.wienerbourse.at/wissen/in-wertpapiere-investieren/das-magische-dreieck/> abgerufen
- Wüest Partner AG. (2019). *Immo-Monitoring 2019/2*. Zürich: Wüest Partner AG.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Immobilien-Crowdfunding vs. Immobilienfonds. Eine vergleichende ökonomische Analyse“ 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 31.08.2019



Markus Reis