

**Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften**

**ZHAW**

**School of Management and Law**

**Abteilung Banking, Finance, Insurance**

Bachelor of Science in Business Administration

Studienrichtung Banking and Finance

## **Bachelorarbeit**

### **Der Immobilieninvestitionsentscheid von institutionellen Investoren**

Eine Untersuchung des Entscheidungsprozesses von institutionellen Investoren bei

Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien

Sandro Raimann

Siewerdtstrasse 107

8050 Zürich-Oerlikon

Matrikelnummer: 13-557-210

Betreuer: Dr. Martin Schnauss

Zürich, 15. Mai 2017

## I. Management Summary

Seit der Finanzkrise 2007 befinden sich die Zinsen in der Schweiz auf Talfahrt. Der Druck auf verschiedene Anlageklassen macht Immobilien bei privaten wie auch institutionellen Investoren zu einer beliebten Anlageklasse. Die erhöhte Nachfrage und die tiefen Finanzierungskosten führen zu steigenden Immobilienpreisen mit Überhitzungstendenzen. Das schwierige Marktumfeld und die Besonderheiten von Immobilien stellen die Investoren vor erhöhte Herausforderungen.

Die vorliegende Arbeit untersucht, wie institutionelle Investoren mit den erhöhten Herausforderungen bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien umgehen. Konkret wird dabei der typische Entscheidungsprozess von institutionellen Investoren entwickelt.

Eine umfassende Recherche der bestehenden Literatur sowie die Konsolidierung von aktuellen Risikomanagementprozessen und Bewertungsmethoden stellen die Grundlage der Arbeit dar. Den empirischen Teil bilden acht Experteninterviews mit Vertretern von bedeutenden institutionellen Investoren, welche Auskunft über ihren Entscheidungsprozess gegeben haben. Mittels qualitativer Inhaltsanalysen werden die typischen Merkmale sowie die Differenzen identifiziert und ausgewertet.

Die Untersuchungen ergeben, dass der typische Entscheidungsprozess in einen strategischen und einen operativen Teil unterteilt werden kann. Die Anlagekriterien sind Bestandteil des strategischen Teils. Typische Anlagekriterien sind ein Mindestinvestitionsvolumen von CHF 10 Millionen, eine objektspezifische Zielrendite sowie drei grundlegende Standortkriterien, welche wirtschaftlich starke Regionen, gute Verkehrsanbindung und hohe Bevölkerungsdichte beziehungsweise Zentrumslagen umfassen. Der operative Teil umfasst die Beschaffung, eine Vorprüfung, eine indikative Offerte, eine detaillierte Due Diligence, eine definitive Offerte sowie die Transaktion. Dabei werden ein Grundsatzentscheid nach der Vorprüfung und ein finaler Investitionsentscheid nach dem detaillierten Due-Diligence-Prozess getroffen. Beide Entscheide werden in Teams gefällt, wobei die Verantwortung für den finalen Entscheid dem höheren Kader obliegt. Bei den Bewertungsmethoden zeigt sich eine Konzentration auf die Discounted-Cash-Flow-Methode. Eine solche Konzentration lässt sich bei den

externen Schätzern nicht feststellen. Im Bereich des Risikomanagements stellt die konjunkturelle Entwicklung das grösste Risiko dar. Zusätzliche Risiken werden von den Investoren unterschiedlich priorisiert, wobei alle die Risiken vorwiegend über Preisanpassungen steuern.

Im Allgemeinen zeigt sich, dass ein strukturierter Entscheidungsprozess eine Grundvoraussetzung für das erfolgreiche Verwalten von direkt investierten Immobilienportfolios ist. Diese Voraussetzung ist bei allen untersuchten Unternehmen gegeben. Der typische Prozess umfasst einen strategischen sowie einen operativen Teil mit sechs Teilschritten. Die Konzentration auf die Discounted-Cash-Flow-Methode bei den Bewertungen verlangt nach mehr Forschung, um die bekannten Nachteile in einem weiterentwickelten Modell zu reduzieren.

## II. Inhaltsverzeichnis

III. Abbildungsverzeichnis .....	IV
IV. Tabellenverzeichnis .....	VI
V. Abkürzungsverzeichnis .....	VII
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Problemstellung .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Zielsetzung, Forschungsfrage, Hypothese .....</b>	<b>2</b>
1.2.1 Zielsetzung .....	2
1.2.2 Forschungsfrage .....	2
1.2.3 Hypothese .....	2
<b>1.3 Abgrenzungen .....</b>	<b>2</b>
<b>1.4 Aufbau der Arbeit .....</b>	<b>3</b>
<b>1.5 Methodik .....</b>	<b>4</b>
<b>2 Theoretische Grundlagen zu Immobilieninvestitionen.....</b>	<b>5</b>
<b>2.1 Definitionen .....</b>	<b>5</b>
2.1.1 Investition .....	5
2.1.2 Institutionelle Investoren .....	6
2.1.3 Immobilien .....	6
<b>2.2 Besonderheiten von Immobilien .....</b>	<b>8</b>
<b>2.3 Immobilienmarkt .....</b>	<b>9</b>
2.3.1 Teilmärkte .....	9
2.3.2 Preisbildung am Immobilienmarkt .....	10
<b>2.4 Objektarten .....</b>	<b>12</b>
<b>2.5 Formen der Anlage in Immobilien .....</b>	<b>14</b>
<b>3 Risikomanagement .....</b>	<b>17</b>
<b>3.1 Risikokategorien .....</b>	<b>17</b>
<b>3.2 Risikomanagementprozesse.....</b>	<b>20</b>
3.2.1 Risikomanagementprozess nach Maier 2007.....	21
3.2.2 Risikomanagementprozess nach gif 2009.....	22
3.2.3 Weitere Risikomanagementmodelle und Zusammenfassung .....	24

<b>4</b>	<b>Bewertungsmethoden</b> .....	<b>26</b>
<b>4.1</b>	<b>Wertbegriffe</b> .....	<b>26</b>
4.1.1	Marktwert .....	26
4.1.2	Verkehrswert .....	27
4.1.3	Weitere Immobilienwerte .....	27
<b>4.2</b>	<b>Internationale Bewertungsstandards</b> .....	<b>28</b>
4.2.1	International Valuation Standards Council (IVSC) .....	28
4.2.2	The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) .....	29
4.2.3	Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) .....	29
<b>4.3</b>	<b>Immobilienbewertung in der Schweiz</b> .....	<b>30</b>
4.3.1	Entwicklung der Immobilienbewertung in der Schweiz .....	31
4.3.2	Aktuelle Bewertungsmethoden .....	34
<b>5</b>	<b>Entscheidungsprozess in der Praxis</b> .....	<b>44</b>
<b>5.1</b>	<b>Bezugsrahmen und Gestaltung der empirischen Untersuchung</b> .....	<b>44</b>
5.1.1	Konzeptionelle Hintergründe .....	44
5.1.2	Übersicht der befragten Unternehmen .....	46
<b>5.2</b>	<b>Anlagestrategie</b> .....	<b>47</b>
5.2.1	Motive .....	47
5.2.2	Immobilientrends .....	48
5.2.3	Anlagekriterien .....	49
5.2.4	Operativer Investitionsprozess .....	52
<b>5.3</b>	<b>Selektion und Triage von Immobilien</b> .....	<b>53</b>
5.3.1	Beschaffung .....	53
5.3.2	Markt- und Standortanalyse .....	54
5.3.3	Grundsatzentscheid .....	56
<b>5.4</b>	<b>Investitionsentscheid</b> .....	<b>57</b>
5.4.1	Bewertungsmethoden .....	57
5.4.2	Risikoanalysen .....	58
5.4.3	Entscheidungsinstanzen .....	61
<b>6</b>	<b>Schlussfolgerungen/Konklusion</b> .....	<b>63</b>
<b>6.1</b>	<b>Zentrale Erkenntnisse</b> .....	<b>63</b>
<b>6.2</b>	<b>Grenzen der Arbeit</b> .....	<b>65</b>
<b>6.3</b>	<b>Implikationen für die Forschung und die Praxis</b> .....	<b>65</b>
<b>7</b>	<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>66</b>
<b>8</b>	<b>Anhang</b> .....	<b>73</b>

### **III. Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Risikokategorien.....	17
Abbildung 2: Grundlegender Aufbau der Systematik von Risikokategorien.....	20
Abbildung 3: Prozess des Risikomanagements .....	24
Abbildung 4: Risikomanagementkreislauf .....	25
Abbildung 5: Zeitstrahl zur Entwicklung der Immobilienbewertung in der Schweiz..	31
Abbildung 6: Übersicht der Vergleichsmethoden .....	35
Abbildung 7: Verschiedene Herleitungen des Basiszinssatzes .....	38
Abbildung 8: Übersicht der Ertragswertmethoden .....	38
Abbildung 9: Grafische Darstellung der Sachwertmethode .....	43
Abbildung 10: Übersicht der befragten Unternehmen nach direkt investiertem Immobilienbestand.....	46
Abbildung 11: Immobilientrends.....	48
Abbildung 12: Minimuminvestitionsgrössen .....	50
Abbildung 13: Standortkriterien .....	51
Abbildung 14: Operativer Investitionsprozess .....	52
Abbildung 15: Beschaffung von neuen Investitionsobjekten .....	53
Abbildung 16: Methoden zu Markt- und Standortanalysen .....	54
Abbildung 17: Unternehmensintern angewendete Bewertungsmethoden.....	57
Abbildung 18: Die fünf meisterwähnten Risiken bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien .....	59
Abbildung 19: Allgemeiner Entscheidungsprozess von institutionellen Investoren bei Immobiliendirektinvestitionen .....	63

### **IV. Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Risikokategorien und Risikoarten im Immobilienwesen .....	19
Tabelle 2: Anlässe zur Immobilienbewertung.....	26
Tabelle 3: Nicht marktorientierte Wertbegriffe.....	28
Tabelle 4: Zielrendite für Neuinvestitionen.....	51
Tabelle 5: Finale Entscheidungsinstanz .....	62

## V. Abkürzungsverzeichnis

BGE	Bundesgerichtsentscheid
BFS	Bundesamt für Statistik
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted-Cash-Flow
EVS	European Valuation Standards
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FPRE	Fahrländer Partner AG Raumentwicklung
gif	Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
IAS	International Accounting Standards
IEC	International Electrotechnical Commission
IVS	International Valuation Standards
IVSC	International Valuation Standards Council
JLL	Jones Lang LaSalle
KAG	Kollektivanlagegesetz
KKV	Kollektivanlageverordnung
MS	mobilité spatiale
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
SEK/SVIT	Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer/Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SIV	Schweizer Immobilienschätzer-Verband
SVKG	Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstücksbewertungs- experten
SVS	Swiss Valuation Standards
Swiss GAAP FER	Schweizer Rechnungslegungsstandards
TEGoVA	The European Group of Valuers' Associations
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VKG	Vereinigung kantonaler Grundstücksbewertungsexperten
W&P	Wüest und Partner AG
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch

# 1 Einleitung

Seit einigen Jahren befindet sich die Schweiz in einem Tiefzinsumfeld, welches Druck auf verschiedene Anlageklassen ausübt. Die NZZ sprach bereits 2015 von einer „Anlage-Wüste“ und verwies darauf, dass Investoren alternative Anlagemöglichkeiten suchen, um eine Mindestrendite sicherstellen zu können (Ferber, 2015). Immobilien bilden eine dieser alternativen Anlagemöglichkeiten, welche sich speziell in den letzten Jahren bei privaten und institutionellen Investoren grosser Beliebtheit erfreuten (Spieler, 2016). Gleichzeitig sind die Immobilienpreise in vielen lokalen Märkten aufgrund der erhöhten Nachfrage sowie makroökonomisch nicht gerechtfertigter tiefer Finanzierungskosten massiv angestiegen. Der UBS Global Real Estate Bubble Index (UBS Switzerland AG, 2017, S. 54) zeigt nicht nur in ausländischen Städten, sondern auch in Schweizer Städten wie Zürich und Genf erhöhte Tendenzen zu Überbewertungen und Immobilienblasen.

Ungleich anderen Märkten zeichnet sich der Immobilienmarkt durch grundlegende Besonderheiten wie Zyklizität, unzureichende Markttransparenz, Abhängigkeit von anderen Märkten sowie geringe Anpassungselastizitäten bei Marktveränderungen aus (Schulte, Sturm & Wiffler, 2008, S. 14). Zudem besteht eine grosse Anzahl unterschiedlicher Bewertungsmethoden beziehungsweise -ansätze, die sich im Laufe der Zeit verändert haben. Diese verschiedenen Ansätze führen zu Bewertungsunsicherheiten, welche beim Investitionsentscheid berücksichtigt werden müssen (Maier, 2007, S. 288–289). Der Immobilienmarkt ist heutzutage zwar global, aber aufgrund der Immobilität sowie der unterschiedlichen regulatorischen Vorschriften gibt es viele lokale Märkte (Jedem, 2006, S. 31). Demzufolge ist auch der Markt Schweiz für institutionelle Investoren von grosser Bedeutung und bildet teilweise das ganze direkt investierte Immobilienportfolio.

## 1.1 Problemstellung

Vor dem Hintergrund des schwierigen Marktumfeldes sowie der Besonderheiten von Immobilien sind die Investoren bei Immobilieninvestitionen vor erhöhte Herausforderungen gestellt. Im Gegensatz zu den privaten Investoren tragen institutionelle Investoren wie Pensionskassen zudem die Verantwortung für die Verwaltung von Drittgeldern.



Deren Kunden wie auch die institutionellen Investoren selbst haben ein berechtigtes Interesse an einem strukturierten Vorgehen beim Prozess der Investition in Immobilien. Diese Arbeit fokussiert sich auf die Herausforderungen, mit welchen die institutionellen Investoren bei Immobilieninvestitionen in der Schweiz konfrontiert sind, und wie damit umgegangen wird.

## **1.2 Zielsetzung, Forschungsfrage, Hypothese**

### **1.2.1 Zielsetzung**

Das Ziel dieser Arbeit ist, Erkenntnisse darüber, wie institutionelle Investoren ihren Entscheidungsprozess bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien gestalten, zu erhalten. Das Mass an Strukturierung, die angewendeten Methoden sowie die Gemeinsamkeiten beziehungsweise die Unterschiede stehen im Fokus dieser Arbeit.

### **1.2.2 Forschungsfrage**

Basierend auf der Problemstellung und der Zielsetzung geht diese Bachelorarbeit folgender Fragestellung nach:

- Wie gestaltet sich der typische Entscheidungsprozess eines institutionellen Investors bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien?

### **1.2.3 Hypothese**

Die dieser Arbeit zugrunde liegende Hypothese ist, dass jeder institutionelle Investor für Immobilieninvestitionen über einen strukturierten Entscheidungsprozess verfügt, welcher auf die Besonderheiten des Marktes sowie der Immobilien abgestimmt ist.

## **1.3 Abgrenzungen**

Im Immobilienmarkt sind verschiedene Investoren tätig, welche mit Immobilieninvestitionen unterschiedliche Ziele verfolgen. Aus einer Investitionsperspektive mit Renditenabsicht gehören die institutionellen Investoren zu den bedeutendsten Marktteilnehmern. Die Untersuchungen beschränken sich bewusst auf Direktinvestitionen, da in diesem Bereich die Einflussmöglichkeiten des Investors am höchsten sind. Die Kapitalintensität von Direktinvestitionen und der geforderte strukturierte Investitionsprozess unterstützen die Fokussierung auf institutionelle Investoren. Der Markt Schweiz soll aufgrund seiner lokalen Bedeutung als Grundlage dienen.

Diese Arbeit erhebt nicht den Anspruch, ein vollumfängliches Konzept für den perfekten Prozess der Investition in Schweizer Immobilien zu erarbeiten. Vielmehr soll anhand von qualitativen Interviews die aktuelle Praxis aufgezeigt werden. Zudem wird der reine Investitionsprozess bis und mit Investitionsentscheid analysiert. Die Analyse beziehungsweise die Ausarbeitung eines vollumfänglichen Anlageprozesses ist nicht Teil dieser Arbeit. Die möglichen Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den Entscheidungsprozessen sollen Bereiche für intensivere Forschung sowie potenzielle Marktlücken aufzeigen.

#### **1.4 Aufbau der Arbeit**

Bei der Erarbeitung der Fragestellung wird zuerst ein Überblick über Immobilien verschafft. In einem ersten Teil werden die theoretischen Grundlagen erarbeitet. Dabei werden zuerst wichtige Begrifflichkeiten wie „Investition“, „institutionelle Investoren“ und „Immobilien“ definiert. Nachfolgend werden die Besonderheiten von Immobilien sowie des Immobilienmarkts unter die Lupe genommen. Die Objektarten und die Anlagemöglichkeiten schliessen die theoretischen Grundlagen ab.

In einem zweiten Teil wird auf das Risikomanagement bei Immobilien eingegangen. Dabei werden zuerst die verschiedenen Risiken und ihre Kategorisierung aufgezeigt, und anschliessend werden unterschiedliche Risikomanagementprozesse miteinander verglichen.

Die Bewertungsmethoden sind das Thema des dritten Kapitels. Dabei geht es um die internationalen Rahmenbedingungen und die Bewertungsmethoden in der Schweiz. Nach der historischen Entwicklung der Bewertungspraxis in der Schweiz werden die wichtigsten Bewertungsmethoden näher beschrieben.

Der Praxisbezug wird im Kapitel vier hergestellt. Die Auswertung der qualitativen Interviews mit ausgewählten institutionellen Investoren zeigt die angewendeten Methoden und Prozesse auf.

Zum Schluss wird ein Fazit gezogen, welches die eingangs erarbeitete Fragestellung beantworten soll, und mögliche Implikationen für die Praxis und die Forschung werden aufgezeigt.

## **1.5 Methodik**

Die Basis der vorliegenden Arbeit bilden die bereits bestehenden Studien- und Forschungsergebnisse. Die Literaturanalyse von bestehenden Fachbüchern, Working Papers sowie vorhandene Masterarbeiten und Dissertationen bilden die Grundlage der theoretischen Fundierung. Im Bereich der Bewertungsmethodik wurden zudem die Handlungsanweisungen der verschiedenen nationalen wie auch internationalen Verbände miteinbezogen. Für die empirische Untersuchung dienten Experteninterviews mit ausgewählten institutionellen Investoren, basierend auf einem standardisierten Fragebogen. In den Interviews wurde bewusst fast ausschliesslich mit offenen Fragen gearbeitet, um vertiefte Erkenntnisse zu erlangen und keinerlei Beeinflussung durch vordefinierte Antworten zu generieren. Die Auswertung der Interviews fand mittels qualitativer Inhaltsanalyse statt, wobei versucht wurde, Gemeinsamkeiten sowie Unterschiede festzustellen.

## 2 Theoretische Grundlagen zu Immobilieninvestitionen

Im folgenden Kapitel wird auf die allgemeine Theorie, welche die Grundlage für Investitionsentscheidungen und das Immobilienmanagement bildet, eingegangen. Dabei geht es einerseits um die verschiedenen Begriffsdefinitionen und andererseits um die Charakteristiken von Immobilien und deren Markt sowie um die verschiedenen Anlageformen.

### 2.1 Definitionen

Um Unklarheiten zu vermeiden, werden als Erstes die Begriffe „Investition“, „institutionelle Investoren“ und „Immobilien“ definiert.

#### 2.1.1 Investition

Bodie, Kane und Marcus (2013, S. 2) definieren eine Investition als „commitment of current resources in the expectation of deriving greater resources in the future“. Eine Investition ist zum Beispiel der Kauf einer Aktie. Dabei ist die Absicht, dass die zukünftigen Erträge die Dauer, für welche die finanziellen Mittel gebunden sind, sowie das eingegangene Risiko rechtfertigen. Ähnlich verhält es sich mit einem Studium, welches ebenfalls als Investition betrachtet werden kann. Es wird auf Freizeit oder zusätzliches Einkommen verzichtet, in der Hoffnung, dass dies für die zukünftige Karriere einen Mehrwert erbringt. Beide Beispiele haben eine Gemeinsamkeit: man verzichtet heute auf einen aktuellen Wert und erwartet einen Wert zu einem späteren Zeitpunkt. Dies deckt sich mit der Definition von Schmidt und Terberger (1997, S. 86). So kann eine Investition auch als Zahlungsreihe, die in der Regel mit einer Auszahlung beginnt und auf die zu späteren Zeitpunkten (unsichere) Einzahlungen erfolgen, betrachtet werden.

Auszahlungen stellen bei Immobilien die Kosten für den Bau, den Betrieb und den Unterhalt sowie für Erneuerungen dar. Einzahlungen auf der anderen Seite sind die Erträge aus dem Verkauf und der Vermietung (Meins & Burkhard, 2014, S. 19). Typisch für Immobilieninvestitionen sind die hohe und dauerhafte Kapitalbindung, die permanenten Zahlungsströme sowie der dauerhafte Einfluss auf das Kostengefüge und die Ertragskraft der Investoren (Maier, 2007, S. 53).

### 2.1.2 Institutionelle Investoren

Im Grundsatz unterscheiden sich Investorengruppen hauptsächlich durch die Ziele, die Anlagemotive, die Professionalität des Immobilienmanagements, die Höhe des investierten Kapitalvolumens und ihre Risikobereitschaft wie auch -tragfähigkeit (Maier, 2007, S. 54). Es besteht keine einheitliche Begriffsdefinition für institutionelle Anleger beziehungsweise Investoren. Je nach Betrachtung findet eine unterschiedliche Abgrenzung statt. Rebitzer (2016, S. 39) definiert institutionelle Investoren als Kapitalsammelstellen mit Multi-Asset-Portfolios oder als Unternehmen, die Immobilien zum Zwecke der Kapitalanlage für sich oder Dritte kaufen, bewirtschaften und vermieten. Gemäss Maier (2007, S. 55) zeichnen sich institutionelle Investoren durch ihr relativ hohes Kapitalvolumen und unter Umständen ihre beachtliche Anzahl verschiedener Immobilienobjekte aus. Zudem ist gemäss Maier aktives Portfoliomanagement ein wichtiger Bestandteil, um ein optimales Risiko-Rendite-Verhältnis zu erzielen. Die vorliegende Arbeit setzt in Anlehnung an Gahn (1994, S. 11) und die Interpretation von Arens (2015, S. 231) folgende Charakteristiken bei institutionellen Investoren voraus:

1. Institutionelle Investoren sind keine natürlichen Personen.
2. Institutionelle Investoren haben eine klare Organisationsstruktur.
3. Institutionelle Investoren verfügen über umfangreiche Kapitalvolumen.
4. Institutionelle Investoren haben einen professionellen Anlageprozess.

In der Praxis zählen zu den institutionellen Investoren unter anderem Versicherungsgesellschaften, Kapitalanlagegesellschaften, Banken, Pensionskassen, geschlossene Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften sowie der öffentliche Sektor (Maier, 2007, S. 55).

### 2.1.3 Immobilien

Der Begriff „Immobilie“ ist nicht einheitlich definiert. Im allgemeinen Sprachgebrauch wie auch in diversen Wirtschaftsdisziplinen existieren verschiedene Synonyme. Solche Synonyme sind zum Beispiel „Grundstück“, „Gebäude“, „Grund und Boden“, „Grundbesitz“ oder „Liegenschaft“. In der Wissenschaft kann für den Immobilienbegriff grob zwischen der physischen, der juristischen und der ökonomischen Definition unterschieden werden (Bone-Winkel, Focke & Schulte, 2016, S. 4–5):

1. Bei der physischen Definition liegt das Augenmerk auf den physischen Dimensionen und dementsprechend auf den materiellen Merkmalen und Eigenschaften von Immobilien. Im angelsächsischen Raum wird dies auch „bricks-and-mortar-

- concept“ genannt. Immobilien weisen dementsprechend gewisse Merkmale wie Wände, Böden, Decken und Dächer auf und stellen ein dreidimensionales Gebilde dar. Diese Greifbarkeit macht die physische Definition auch zur intuitivsten Definition in der breiten Bevölkerung (Bone-Winkel et al., 2016, S. 5).
2. Juristisch gesehen, findet der Begriff „Immobilie“ keine Verwendung. Der Begriff „Grundstück“ ist in Gesetzen und Rechtsnormen von grosser Bedeutung (Pfnür, 2010, S. 5). Das Schweizerische Zivilgesetzbuch (ZGB) regelt in Art. 655 bis Art. 712 das Grundeigentum (Schweizerische Eidgenossenschaft, 2017). Im Sinne des Gesetzes werden unter Grundstücken Liegenschaften, in das Grundbuch aufgenommene selbstständige und dauernde Rechte, Bergwerke sowie Miteigentumsanteile an Grundstücken verstanden. Bei Liegenschaften handelt es sich um die räumlich abgegrenzten Teile der Erdoberfläche, die den Boden, Bauten, Pflanzen sowie Quellen umfassen (Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückerbewertungsexperten [SVKG] & Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer/Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft [SEK/SVIT], 2012, S. 15).
  3. Beim ökonomischen Immobilienbegriff liegt der Fokus auf dem wirtschaftlichen Charakter der Immobilien. Die Definition „real estate is space and money over time“ reduziert den Immobilienbegriff auf den Cashflow-Gedanken (Pyhrr, Cooper, Wofford, Kapplin & Lapides, 1989, S. 4). Die Immobilie ist ein Wirtschaftsgut und lässt sich aufgrund der Nutzung in zwei Dimensionen einteilen. Aus finanz- und investitionstheoretischer Sicht stellen Immobilien eine Kapitalanlage dar. Die Kapitalanlage beinhaltet jedoch nicht nur monetäre Erträge, sondern auch das Wohnen an sich kann als Ertrag betrachtet werden. In der zweiten Dimension muss berücksichtigt werden, dass Immobilien auch als Produktionsfaktoren genutzt werden, wobei der gewerbliche Zweck in den Mittelpunkt rückt (Bone-Winkel et al., 2016, S. 16). Daraus ergibt sich, dass unabhängig von der investitions- oder produktionstheoretischen Betrachtungsweise nicht die ursprünglichen Herstellungskosten den Wert der Immobilie determinieren, sondern die Honorierung der Nutzung durch den Markt (Bone-Winkel et al., 2016, S. 10–11).

## 2.2 Besonderheiten von Immobilien

Immobilien gehören zu Gütern und Gegenständen. Als Grundeigentum gibt es jedoch massgebende Unterschiede zu anderen Gütern. Immobilien zeichnen sich, wie der Name bereits sagt, durch ihre Immobilität beziehungsweise durch die Standortgebundenheit aus. Diese Standortgebundenheit führt zu einer Abhängigkeit von der unmittelbaren Mikrolage (Bone-Winkel et al., 2016, S. 16). Immobilien durchlaufen einen mehrjährigen Entwicklungsprozess, welcher von der Objektart sowie den Bewilligungsverfahren abhängig ist. Beim Erwerb einer Immobilie ist die beschränkte Teilbarkeit ein weiterer Faktor. Immobilien lassen sich mit Ausnahme von indirekten Anlagen via Immobilienfonds und den Erwerb von Stockwerkeigentum nur als Ganzes erwerben. Eine Folge der beschränkten Teilbarkeit ist der hohe Kapitaleinsatz, welcher für die Erstellung wie auch für den Erwerb von Immobilien nötig ist (Rebitzer, 2016, S. 13–14). Zusätzlich zu dem hohen Kapitaleinsatz kommen erhebliche Transaktions- und Managementkosten. Es entstehen zum Beispiel Notarkosten für die Beglaubigung von Kaufverträgen, Gebühren für Baugenehmigungen sowie Grunderwerbssteuern bei Eigentümerwechsel. Diese Transaktionskosten, welche vor allem die Direktanlagen betreffen, benachteiligen Immobilien als Anlagekategorie im Gegensatz zu börsengehandelten Wertschriften (Maier, 2007, S. 61). In der Theorie haben Immobilien eine unbefristete Existenz und können nicht unwiederbringlich konsumiert werden. Damit diese Eigenschaft auch in der Praxis gegeben ist, sind Unterhaltsarbeiten durchzuführen. Zudem gibt es eine eingeschränkte Fungibilität bei Immobilien. Bei den verschiedenen Immobilien unterscheiden sich die Bestandteile wie auch die Rechtsverhältnisse oft beträchtlich. Die Eigenschaft „Heterogenität“ erhöht die Komplexität beim Vergleich wie auch bei der Bewertung der Immobilien deutlich (Canonica, 2009, S. 47). Die beschriebene Heterogenität besteht nicht nur bei den einzelnen Objekten, sondern auch bei den Märkten. Demzufolge gibt es eine Vielzahl von regionalen, sektoralen oder objektspezifischen Immobilienmärkten, die speziell für private Anleger zu einem höheren Informationsdefizit führen (Maier, 2007, S. 61). Immobilien können wie auch andere Güter und Gegenstände genutzt werden. Daraus resultiert ein geldwertiger Ertrag, der sich messen lässt (Canonica, 2009, S. 47). Ebenfalls werden Eigentumsrechte an Immobilien von einer Vielzahl von gesetzlichen Reglementierungen wie zum Beispiel Mietrecht, Bau- und Planungsrecht, Steuerrecht sowie Denkmalschutzrecht beschränkt (Rebitzer, 2016, S. 14).

Rebitzer (2016, S. 14) fasst Immobilien wie folgt zusammen: „Immobilien sind wenig fungibel, kapitalintensiv, langfristig orientiert, managementintensiv und wenig vergleichbar.“ Diese Aspekte gilt es sich für die weiteren Kapitel zu merken.

## **2.3 Immobilienmarkt**

Ein Markt ist ein Mechanismus, bei welchem Güter und Dienstleistungen ausgetauscht werden. Dabei gibt es eine Käufergruppe, welche die Nachfrage determiniert, und eine Verkäufergruppe, die das Angebot bestimmt. Märkte können verschiedene Formen annehmen. Es gibt hoch organisierte Märkte wie zum Beispiel den Rohstoffhandel, aber auch weniger organisierte Märkte, bei welchen nicht alle Transaktionsbedingungen standardisiert sind (Mankiw & Taylor, 2014, S. 41–42).

### **2.3.1 Teilmärkte**

Die Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Immobilie haben einen Einfluss auf den Immobilienmarkt. Demzufolge gibt es nicht einen Immobilienmarkt, sondern der Markt lässt sich in räumliche und sachliche Teilmärkte aufteilen (Bone-Winkel et al., 2016, S. 20–21).

Immobilienmärkte sind aufgrund der Standortgebundenheit der Immobilien lokale Märkte. Daraus ergeben sich regionale beziehungsweise räumliche Märkte, die von unterschiedlichen Angebot- und Nachfragestrukturen geprägt sind (Jedem, 2006, S. 31). Das Bundesamt für Statistik [BFS] (2016) teilt die Schweiz in 106 MS-Regionen (MS = *mobilité spatiale*) ein. Diese Einteilung wird genutzt für territoriale und räumliche Analysen, Raumplanung sowie regionale Politik. Die Fahrländer Partner AG Raumentwicklung [FPRE] (2015, S. 93), welche ein bekanntes Beratungs- und Forschungsunternehmen im Bereich Immobilien in der Schweiz darstellt, teilt die Schweiz in 8 Regionen auf. Im Gegensatz zum BFS stützen sich diese nicht auf politische Grenzen, sondern basieren auf einer raumanalytischen Zuordnung. Ähnlich wie die FPRE teilt auch das bekannteste Immobilienberatungsunternehmen in der Schweiz, die Wüest & Partner AG [W&P] (2017), die Schweiz in 8 Monitoring-Regionen auf und basiert dabei auf den MS-Regionen.

Bei den sachlichen Teilmärkten gibt es zwei massgebende Unterkategorien. So kann eine Abgrenzung nach Nutzungsart, aber auch nach Vertragsart stattfinden. Bei der



Kategorisierung nach Vertragsart gibt es im Wesentlichen den Käufermarkt sowie den Mietermarkt (Jedem, 2006, S. 31). Die verschiedenen Nutzungsarten beinhalten nicht nur die verschiedenen Immobilienarten, sondern auch Grundstücke. Diese Kategorisierung lässt sich auf die Eigenschaft „Heterogenität“ der Immobilien zurückführen. Eine weitere Untergliederung ist nicht einheitlich festgelegt (Unterreiner, 2005, S. 248–258). Auf die Nutzungs- beziehungsweise die Objektarten wird in einem späteren Abschnitt spezifischer eingegangen.

Je nach Literatur gibt es auch andere Segmentierungsansätze. So nimmt Maier (2007, S. 65–66) eine Unterscheidung nach bestandsorientierten Immobiliensegmenten vor. Der Markt teilt sich dabei in den Neubau-, den Bestands- und den Mietmarkt auf. Die Möglichkeit der verschiedenen Marktaufteilungen zeigt die erschwerte Mess- und Vergleichbarkeit der Immobilien auf.

### **2.3.2 Preisbildung am Immobilienmarkt**

Um die Preisbildung und die Einflussfaktoren auf das Angebot und die Nachfrage auf dem Immobilienmarkt zu verstehen, müssen zuerst die Begriffe „Wert“ und „Preis“ voneinander abgegrenzt werden. Der Wert basiert auf der erwarteten, zukünftigen Nettonutzleistung eines zu bewertenden Objekts, welche auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst wird (Fierz, 2011, S. 193–194). Der Wert stellt zudem eine Prognose des Preises dar, welcher bei der Transaktion auf dem Markt erzielt werden sollte. Da der Wert aufgrund objektiver Gesichtspunkte hergeleitet wird, ist er für jedermann nachvollziehbar (Royal Institution of Chartered Surveyors [RICS] Switzerland, 2012, S. 29). Der Preis hingegen entsteht basierend auf den Wertvorstellungen der Käufer beziehungsweise der Verkäufer (Fierz, 2011, S. 193–194). Beide Vorstellungen treffen auf dem Markt aufeinander, und es findet eine Angleichung statt (Fierz, 2001, S. 160). Somit ist der Preis schlussendlich der tatsächlich erzielte Erlös beim Kauf/Verkauf eines Objekts (RICS Switzerland, 2012, S. 29).

Ökonomisch betrachtet, entsteht ein echter Marktpreis nur in vollkommenen Märkten (Fierz, 2011, S. 193–194). Vollkommene Märkte zeichnen sich durch Homogenität der Güter, keine sachlichen, räumlichen oder persönlichen Präferenzen zwischen Anbieter und Nachfrager sowie vollständige Markttransparenz aus (Cezanne, 2005, S. 156). Diesen Grundanforderungen entsprechen Immobilien jedoch nicht. Die Markttransparenz

ist deutlich tiefer als bei anderen Finanzmärkten. Jones Lang LaSalle [JLL] (2016, S. 4 ff.) führt zu diesem Thema jährlich eine internationale Studie durch. Dabei wird die Markttransparenz anhand von 139 Datenpunkten für 109 Immobilienmärkte gemessen. Das Resultat besteht aus den Unterkategorien „Performance Measurement“, „Market Fundamentals“, „Governance and Listed Vehicles“, „Regulatory and Legal“ und „Transaction Process“. Die Schweiz erreichte 2016 den 14. Platz. Speziell bei den Kategorien „Market Fundamentals“ und „Regulatory and Legal“ befindet sich die Schweiz nicht unter den Top 20, was auf die fehlenden Marktdaten in den einzelnen Teilmärkten zurückzuführen ist. Zusätzlich zur fehlenden Markttransparenz gibt es persönliche, regionale und sachliche Präferenzen im Immobilienmarkt, welche Einfluss auf die Angebots- und Nachfragestrukturen in den einzelnen Teilmärkten haben. Dies erschwert die Vergleichbarkeit zusätzlich und führt zu einer unvollkommenen Preisbildung (Maier, 2007, S. 68–69). Da Immobilien einer langen Produktionsdauer unterliegen, ergibt sich eine kurzfristige Angebotsstarrheit, was vollkommenen Märkten ebenfalls widerspricht (Jedem, 2006, S. 32). Zusammengefasst befinden sich Immobilien durch ihre speziellen Eigenschaften in einem unvollkommenen Markt.

Trotz des unvollkommenen Marktes und der spezifischen Eigenschaften des Wirtschaftsgutes Immobilien unterliegt der Markt im Grundsatz den Gesetzen von Angebot und Nachfrage. Das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage führt schlussendlich zum Marktpreis (Fierz, 2001, S. 160). Angebot und Nachfrage wiederum werden von verschiedenen Faktoren beeinflusst, sind jedoch je nach Objektart aufgrund der spezifischen Teilmärkte unterschiedlich.

Betrachtet man den Wohnungsmarkt, gibt es einige grundlegende Einflussfaktoren. Auf der Nachfrageseite gilt es zu beachten, dass eine Immobilie ein Konsumgut oder ein Renditeobjekt sein kann. Betrachtet man die Immobilie als Renditeobjekt, ist das Angebot an alternativen Anlagemöglichkeiten ein wichtiger Faktor für die Nachfrage. Aus einer Konsumperspektive gilt es die demografische Entwicklung zu beachten. Demzufolge beeinflussen Faktoren wie das Bevölkerungswachstum, der Wanderungssaldo sowie die Haushaltgröße direkt die Nachfrage (Müller, 2012, S. 56–57). Einen monetären Faktor stellt das reale Einkommen dar. Je mehr Einkommen verfügbar ist, desto mehr wird konsumiert. Das Zinsniveau hat ebenfalls Einfluss auf die Nachfrage, da Immobilien erschwinglicher werden. Gleichzeitig muss jedoch beachtet werden, dass

dieser Effekt oft durch das gleichzeitig tiefere Wirtschaftswachstum gedämpft wird (Just, 2013, S. 44). Schlussendlich ist für den Mieter oder den Käufer der Miet- beziehungsweise der Kaufpreis von entscheidender Bedeutung und beeinflusst das Nachfrageniveau deshalb nachhaltig (Lee, 2008, S. 297).

Die Angebotsseite ist von Faktoren wie dem Angebot an Bauland, aber auch den Kosten für Neuinvestitionen geprägt. Die Neuinvestitionskosten werden massgeblich von den realen Baukosten beeinflusst. Technischer Fortschritt im Bereich des Bauwesens ist dadurch ebenfalls als Einflussfaktor zu verstehen (Müller, 2012, S. 56). Der Staat beziehungsweise der Regulator hat ebenfalls Einfluss auf die Angebotsseite. Veränderungen im regulatorischen Umfeld wie restriktiveres Mietrecht, erhöhte Umweltauflagen oder langwierigere Bewilligungsverfahren können aufgrund der erhöhten Transaktionskosten einen negativen Einfluss auf die Angebotsseite haben (Just, 2013, S. 44).

## **2.4 Objektarten**

Im Grundsatz können Immobilienarten nach zwei verschiedenen Systemen geordnet werden. Eine Einordnung nach Immobiliennutzer ist das weniger verbreitete System. Dabei werden die verschiedenen Immobilien den Gruppen zugeordnet, welche die spezifische Immobilienart nachfragen. Demzufolge fragen zum Beispiel private Haushalte Einfamilienhäuser nach und Industrieunternehmen Lagerhallen. Das zweite Beispiel zeigt die Problematik bei diesem System auf, da Lagerhallen auch durch Handelsunternehmen nachgefragt werden können und dadurch eine eindeutige Zuordnung verunmöglichen (Arens, 2016, S. 84).

Durchgesetzt hat sich die Typologisierung nach Funktion. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die Anzahl Immobilienarten sowie die Zuordnung der einzelnen Immobilien variieren kann (Arens, 2016, S. 84). Arens (2016, S. 85) bezieht sich auf die Typologisierung von Walzel (2008, S. 120), welche zwischen Wohn-, Gewerbe-, Industrie- und Sonderimmobilien unterscheidet. Des Weiteren gibt es Mischformen dieser Immobilienarten. Henckel, von Kuczkowski, Lau, Pahl-Weber und Stellmacher (2010, S. 332) sprechen von Mischnutzung „wenn mindestens zwei disparate, voneinander unabhängige Nutzungen mit relevanten Flächenanteilen in einem räumlich-baulichen Zusammenhang errichtet sind“. Die einzelnen Typen werden nun näher beschrieben.

- Wohnimmobilien

Bei Wohnimmobilien ist das Ziel die Befriedigung der Raumbedürfnisse. Unterkategorien stellen Ein- und Zweifamilienhäuser, Mehrfamilienhäuser sowie Eigentumswohnungen dar (Arens, 2016, S. 84). Die Nachfrage nach Wohnimmobilien ist durch das konjunkturelle Umfeld wie zum Beispiel die Lage auf dem Arbeitsmarkt sowie durch administrative, rechts- und steuerpolitische Faktoren geprägt. Zudem haben die demografische Entwicklung und die gesellschaftlichen Umstände grossen Einfluss auf die Wohnungsnachfrage (Maier, 2007, S. 70–71).

- Gewerbeimmobilien

Gewerbeimmobilien beinhalten unter anderem Büro-, Handels- und Logistikimmobilien. Sie sollen die Teilnahme am wirtschaftlichen Verkehr ermöglichen, um dadurch Gewinne zu erzielen (Arens, 2016, S. 84–85). Oft wird der Begriff „Gewerbeimmobilie“ auch als Residualgrösse genutzt. Dabei wird davon ausgegangen, dass alles, was nicht den Wohnimmobilien zugeordnet werden kann, als gewerblich gilt. Die zweite Definition ist vor allem in der Literatur vorzufinden, welche nur zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien unterscheidet. Im Grundsatz gelten Gewerbeimmobilien als komplexer und volatiler (Maier, 2007, S. 71–72). Aufgrund des höheren Rendite-Risiko-Niveaus kann mit höheren Renditen gerechnet werden (Rebitzer, 2016, S. 17). Gewerbeimmobilien sind ebenfalls konjunkturabhängiger, unterliegen weniger Mietgesetzen und weisen erhöhte Verwertungsrisiken durch oftmals fehlende Flexibilität bei der Nutzung auf (Maier, 2007, S. 72).

- Industrieimmobilien

Es gibt keine allgemeingültige Definition für Industrieimmobilien. Der Grund dafür ist, dass solche Immobilien meist eine weitreichende Anzahl an verschiedenen Flächenarten beinhalten (zum Beispiel Büro, Lager etc.). Zudem befinden sich viele dieser Immobilien im Besitz grosser Konzerne beziehungsweise Unternehmen (Arens, 2016, S. 103).

- Sonderimmobilien

Diese Art Immobilien ist auf eine bestimmte Nutzung zugeschnitten (Rebitzer, 2016, S. 17), wie zum Beispiel Hotels, Gastronomiebetriebe, Freizeitimmobilien sowie Verkehrs- und Infrastrukturimmobilien (Arens, 2016, S. 105). Die

Drittverwendungsfähigkeit und die Fungibilität sind dabei stark eingeschränkt. Eine Umnutzung führt demzufolge zu hohen Kosten, was wiederum die Flexibilität einschränkt (Rebitzer, 2016, S. 17).

Wie bereits erwähnt, wird in der Literatur wie auch in der Praxis oft nur zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien unterschieden. Rebitzer (2016, S. 17) macht dies ebenfalls so und ordnet die Industrie- und die Sonderimmobilien dem Gewerbe zu. Das Immo-Monitoring von Wüest & Partner (2016, S. 160) unterscheidet in den Hauptkategorien ebenfalls nur zwischen Wohn- und Geschäftsliegenschaften.

Das andere Extrem zeigt sich bei den Ausführungen der SVKG & SEK/SVIT (2012, S. 48), welche im Grundsatz zwischen unbebauten und bebauten Grundstücken unterscheiden und danach die Kategorien weiter verfeinert. So gibt es Unterkategorien wie Land in besonderen Zonen, Bauland mit Abbruchobjekten oder auch landwirtschaftliche Bauten. Diese spezifischen Unterscheidungen sind hier jedoch nötig, da sie die Basis für die Objektbewertung darstellen.

Zusammenfassend gibt es in der Literatur verschiedene Ansätze zur Kategorisierung von Immobilienobjekten. Das Optimum an Kategorien kann nicht abschliessend festgestellt werden. Je nach Absicht und Datenverfügbarkeit kann oder muss der Detaillierungsgrad angepasst werden.

## **2.5 Formen der Anlage in Immobilien**

Ein Immobilieninvestor hat im Grundsatz die Wahl zwischen einer direkten und einer indirekten Anlageform (Rebitzer, 2016, S. 22). Bei direkten Anlagen erwirbt der Investor die Immobilie selbst, und bei der indirekten Anlage werden Anteile von Gesellschaften erworben, die in Immobilien investieren (Sebastian, Steininger & Wagner-Hauber, 2011, S. 1). Zwischen den beiden Anlageformen gibt es einige grundlegende Punkte zu beachten.

1. Immobilien sind von ihrer Natur aus kapitalintensiv. Bei Direktinvestitionen hat der Investor einen grossen Kapitalbedarf, was vor allem für Privatanleger und kleinere institutionelle Investoren schwierig ist. Indirekte Investitionen lassen

- eine Aufteilung des Gesamtinvestitionsvolumen auf verschiedene Anleger zu (Sebastian et al., 2011, S. 5).
2. Die Eigenschaft der Kapitalintensität wirkt sich auch auf die Diversifikationsmöglichkeiten aus. Artikel 87 der Schweizer Verordnung über kollektive Kapitalanlagen (KKV) schreibt den Immobilienfonds vor, dass die Gesamtanlagen auf mindestens 10 Grundstücke aufgeteilt werden müssen und der Verkehrswert eines einzelnen Grundstückes nicht mehr als 25% des Fondsvermögens betragen darf (Schweizer Bundesrat, 2015). Eine solche Diversifikation ist für Privatanleger sowie für kleinere institutionelle Investoren aufgrund der hohen Kapitalbindung kaum möglich. Dadurch entstehen bei Direktinvestitionen oft Klumpenrisiken (Rebitzer, 2016, S. 23).
  3. Bei indirekten Investitionen findet eine Verbriefung statt. Die Verbriefung verändert die Wesenszüge hinsichtlich der wertbestimmenden Einflussfaktoren der Investition. Es findet eine Verwässerung zwischen der Wertentwicklung am Immobilienmarkt und der Performance der Anlage statt, da zum Beispiel eine Aktie einer Immobilienaktiengesellschaft sich dem allgemeinen Trend des Aktienmarktes nicht entziehen kann (Maier, 2007, S. 84).
  4. Von vollständiger Liquidität spricht man bei einer Investition, wenn sie jederzeit und in jedem geforderten Volumen zu einem fairen Preis gehandelt werden kann. Dies bedeutet, dass kurze Transaktionszeiten und niedrige Transaktionskosten gegeben sein müssen (Sebastian, 2003, S. 6–7). Bei Direktinvestitionen in Immobilien sind beide Voraussetzungen eingeschränkt. Aufgrund der Heterogenität jeder Immobilie dauert der Verkauf generell länger als bei Finanzanlagen, welche durch die Verbriefung indirekte Anlagen darstellen (Sebastian et al., 2011, S. 12). Die Transaktionskosten wie Notar- und Grundbuchgebühren, Maklerprovisionen etc., welche bei der Übertragung des Immobilienobjekts entstehen, sind bei Direktinvestitionen ebenfalls höher (Maier, 2007, S. 84).
  5. Die direkte Einflussnahme auf die Auswahl der Immobilienobjekte beziehungsweise die uneingeschränkte Kontrolle über die Objekte ist nur bei Direktinvestitionen gegeben (Rebitzer, 2016, S. 22). Zudem fallen bei indirekten Investitionen zusätzliche Kosten für die Akquisition, die Verwaltung sowie das Management der Immobilien an (Maier, 2007, S. 85). Auf der anderen Seite müssen die Investoren bei Direktanlagen den Verwaltungsaufwand für die Bewirtschaftung der Immobilien tragen (Rebitzer, 2016, S. 23).

6. Immobilieninvestitionen setzen aufgrund ihrer Eigenschaften wie zum Beispiel Heterogenität oder Lokalität der Märkte ein fundiertes Fachwissen voraus. Die notwendige Beschaffung von Lagedaten, Mietzinseinschätzungen, Objektbewertungen kann aufwendig und zeitintensiv sein. Dies ist für Privatanleger sowie kleinere institutionelle Investoren oft kaum möglich und macht Direktinvestitionen aufgrund der unvollständigen Informationen risikoreicher. Eine entsprechende Informationstransformation findet bei indirekten Investitionen statt und schafft dabei Transparenz (Sebastian et al., 2011, S. 7).

In der Schweiz stehen Privatanlegern drei Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung: Immobilienfonds, kotierte Immobiliengesellschaften und Direktinvestitionen. Institutionelle Anleger haben zusätzlich noch die Möglichkeit, in Anlagestiftungen zu investieren (Swiss Fund & Asset Management Association [SFAMA], 2016, S. 6). Aufgrund des Fokus dieser Arbeit auf Direktinvestitionen wird auf die einzelnen indirekten Immobilienanlageprodukte nicht näher eingegangen.

### 3 Risikomanagement

Bei der Erstellung eines Plans wird immer in die Zukunft geschaut. Die Unsicherheit über die Zukunft stellt eine grosse Problemquelle dar. Gleissner (2004, S. 351) unterscheidet zwei Arten von Unsicherheiten: Risiko und Ungewissheit. Beim Risiko sind nicht alle relevanten Daten bekannt, aber dafür sind die Wahrscheinlichkeiten des Eintretens gewisser Umstände gegeben. Im Falle von Ungewissheit kennt man alle möglichen Umweltzustände, aber die Eintrittswahrscheinlichkeiten sind ungewiss. Oft wird Risiko jedoch als Kombination der beiden vorangehenden Definitionen betrachtet, und so definiert Gleissner (2004, S. 351) Risiko wie folgt: „Risiko ist die aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierende, durch „zufällige“ Störungen verursachte Möglichkeit, von geplanten Zielen abzuweichen.“

#### 3.1 Risikokategorien

Aufgrund der vielen verschiedenen Risikoarten ist es sinnvoll, eine Kategorisierung vorzunehmen. Nach Maier (2007, S. 10) gibt es vier verschiedene Systematisierungsansätze (vgl. Abbildung 1).

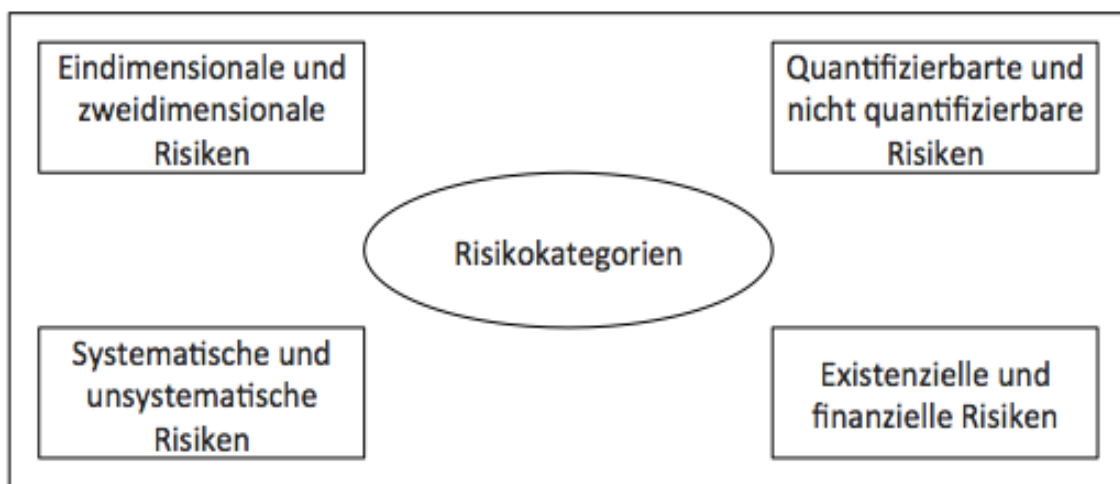


Abbildung 1: Risikokategorien (Maier, 2007, S. 10)

1. Eine Risikosituation beinhaltet ein Chancen- sowie ein Gefahrenelement. Die Ausprägung der einzelnen Dimensionen ist nicht in jeder Situation gleich, was zu einer Unterscheidung zwischen ein- und zweidimensionalen Risiken führt. Bei eindimensionalen Risiken steht das Gefahrenelement im Vordergrund (Maier, 2007, S. 10). Typische Risikomasse sind zum Beispiel die Semivarianz, die Ausfallwahrscheinlichkeit, Lower Partial Moments sowie der Value at Risk



(Gondring & Wagner, 2010, S. 247). Bei Immobilieninvestitionen ist zum Beispiel das Mietausfallrisiko dieser Kategorisierung zuzuteilen. Einen Sonderfall stellen Arbitragetransaktionen dar, da aufgrund von Preisunterschieden nahezu risikolose Gewinne realisiert werden können. Bei zweidimensionalen Risiken gibt es Chancen sowie Gefahren (Maier, 2007, S.11). Typische Risikomasse für diese Kategorie sind die Standardabweichung, die Volatilität, der Beta-Faktor, die Duration sowie der Tracking Error. In Phasen der Markterholung werden zum Beispiel Investitionen in Wertschriften beziehungsweise Immobilienobjekte mit höherer Volatilität bevorzugt, da eine stärkere Partizipation am positiven Trend zu erwarten ist (Gondring & Wagner, 2010, S. 247). Dies zeigt, dass das Chancenelement in gewissen Phasen stärker ist. Zinsänderungsrisiken, Wechselkursrisiken sowie Kursrisiken zählen zu den zweidimensionalen Risiken (Maier, 2007, S. 11).

2. Bei allen Risiken stellt sich die Frage, ob sie quantifizierbar sind. Risiken können nur quantifiziert werden, wenn genügend statistische Daten und Informationen vorliegen. Sobald eine Unsicherheit aufgrund von Einmaligkeit beziehungsweise anderen Besonderheiten nicht vollständig gemessen werden kann, spricht man von nicht quantifizierbaren Risiken (Maier, 2007, S. 12). Masse für quantifizierbare Risiken sind die bereits erwähnten mathematisch-statistischen Kennzahlen Volatilität, Duration, Value at Risk etc. Nicht quantifizierbare Risiken werden oft indirekt über Scoring-Modelle, Ratings, Nutzwertanalysen sowie Fragekataloge beziehungsweise Checklisten gemessen (Gondring & Wagner, 2010, S. 247). Aufgrund der vielen Besonderheiten von Immobilien ist die Messung des Gesamtrisikos allgemein erschwert (Jedem, 2006, S. 63).
3. Betrachtet man ein Portfolio mit mehreren Liegenschaften, kann man zwischen systematischen und unsystematischen Risiken unterscheiden. Systematische Risiken erfassen alle Objekte gleich und können nicht durch Diversifikation reduziert werden (Glatte, 2014, S. 125–126). Makroökonomische Faktoren wie konjunkturelle Schwankungen, Veränderungen der Kapitalmarktzinsen und politische Entscheide gehören in diesen Bereich (Maier, 2007, S. 12). Unsystematische Risiken hingegen sind objektspezifisch und umfassen Lagerisiken, Bonitätsrisiken, Gefahren von Altlasten usw. (Glatte, 2014, S. 125–126; Maier, 2007, S. 13).

4. Bei der Unterscheidung nach existenziellen und finanziellen Risiken wird die Risikoentstehung betrachtet. Existenzielle Risiken werden auch Geschäftsrisiken genannt und sind eng verbunden mit dem einzelnen Investitionsobjekt. Demzufolge sind Risiken wie die Gefahr der technischen Überalterung der Immobilie oder auch die Gefahr des plötzlichen Untergangs dieser Kategorie zuzuordnen. Bei finanziellen Risiken spielt die Finanzsphäre eine Rolle. Dabei sind die zentralen Risikoräume Kapitalstrukturrisiken, Liquiditätsrisiken, Zinsänderungsrisiken sowie Wechselkursrisiken (Maier, 2007, S. 13).

Maier (2007, S. 14) kombiniert die Kriterien „systematische und unsystematische Risiken“ und „existenzielle und finanzielle Risiken“, um vier zentrale Risikogruppen für Immobilien zu erhalten, welche in Tabelle 1 ersichtlich sind.

Risiko-kategorien	Systematische Risiken	Unsystematische Risiken
<b>Existenzielle Risiken</b>	Administratives Risiko Arbeitsrisiko Beschäftigungsrisiken Einkommensrisiko Inflationsrisiko Infrastrukturrisiko Kommunikationsrisiko Konjunkturrisiko Länderrisiko Naturrisiko Ordnungspolitisches Risiko Politisches Risiko Preisänderungsrisiko Rechtliches Risiko Sozio-demographisches Risiko Steuerliches Risiko	Altlastenrisiko Bausubstanzrisiko Besteuerungsrisiko Betreiberrisiko Bodenrisiko Ertragsrisiko Fertigstellungsrisiko Investitionsrisiko Kostenüberschreitungsrisiko Managementrisiko Markttransparenzrisiko Objektrisiko Risiko des zufälligen Untergangs Umweltrisiko Wertänderungsrisiko
<b>Finanzielle Risiken</b>	Basisrisiko Kapitalmarktrisiko Konvertierungsrisiko Transferrisiko Währungsrisiko Wechselkursrisiko Zinsänderungsrisiko Zinsstrukturrisiko Zinsvolatilitätsrisiko	Beleihungswertersiko Beratungsrisiko Bewertungsrisiko Bonitätsrisiko Geschäftspartner-Risiko Kapitalstrukturrisiko Know-how-Risiko Konditionsrisiko Kreditausfallrisiko Leverage-Risiko Liquiditätsrisiko Planungsrisiko Verwertungsrisiko Zinsfestschreibungsrisiko Zinsänderungsrisiko

Tabelle 1: Risikokategorien und Risikoarten im Immobilienwesen (Maier, 2007, S. 13)

In der Praxis wie auch in der Theorie gibt es keinen einheitlichen Ansatz für das Risikomanagement von Immobilieninvestments aufgrund der besonderen Eigenschaften der Immobilie, der Immobilienmärkte und der Investoren (Gondring & Wagner, 2010,

S. 256). Demzufolge ist auch die vorgestellte Systematisierungstechnik von Maier nicht allgemeingültig und stellt nur eine (wenn auch sehr ausführliche) Darstellungsform dar. Eine sehr umfassende Systematik zur Risikokategorisierung nimmt ebenfalls Urschel (2009, S. 104) mit der Grobunterteilung von immobilienpezifischen Risiken und Unternehmensrisiken vor, welche in Abbildung 2 ersichtlich ist.

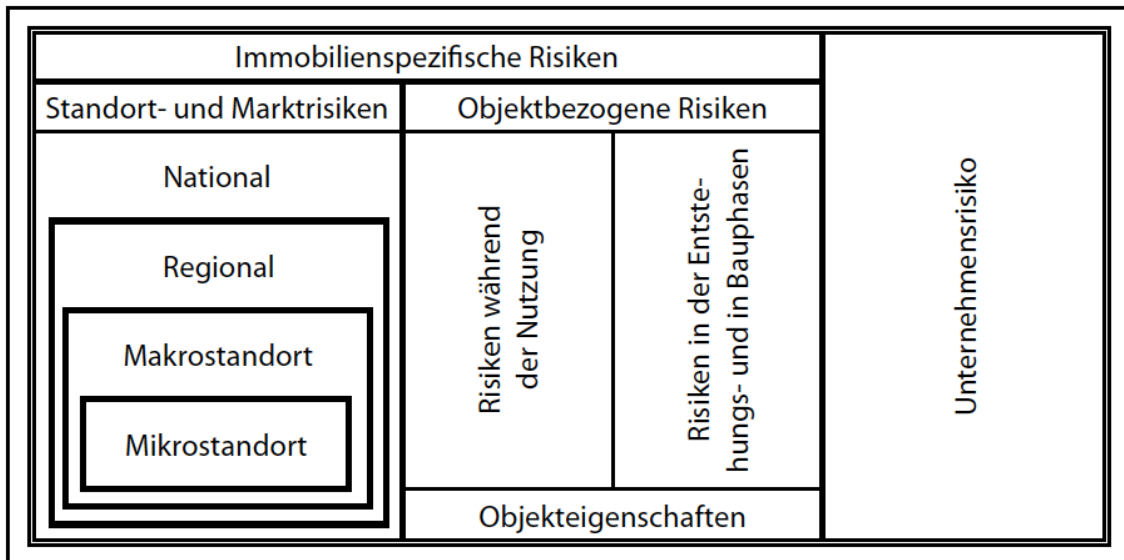


Abbildung 2: Grundlegender Aufbau der Systematik von Risikokategorien (Urschel, 2009, S. 104)

Bei den weiteren Unterteilungen beziehungsweise Kategorisierungen der Risikoarten gibt es weitere Ansätze und Abweichungen von der bereits dargestellten Variante von Maier. So nehmen zum Beispiel Gondring und Wagner (2010, S. 256) auch Kategorisierungen nach der Risikoattribution oder der Risikoperspektive vor, und Mickan (2011, S. 30) geht von den Risikokategorien Markt-, Objekt-, Mieter- und Prozessrisiken aus. Je nach Situation und Fragestellung haben die jeweiligen Kategorisierungen ihre Vor- und Nachteile (Gondring & Wagner, 2010, S. 256). Für diese Arbeit wird basierend auf der Kategorisierung von Maier weitergefahren, da diese sehr umfassend ist und die Akzeptanz zahlreicher Literatur genießt.

### 3.2 Risikomanagementprozesse

Unter Risikomanagement wird gemäss Gleissner und Berger (2010, S. 16) „das systematische Denken und Handeln im Umgang mit Risiken“ verstanden. Obwohl die Definition sehr breit ist, macht sie klar, dass es beim Risikomanagement keinesfalls nur um die Minimierung des Risikos geht. Das Risikomanagement soll die Risiken einer Unternehmung transparent aufzeigen und das Chance-Risiken-Profil optimieren (Gleissner & Berger, 2010, S. 16).

Risiken zu analysieren, zu steuern und zu kontrollieren, ist zu einem allgemeinen Standard geworden. Es steht ausser Frage, ob in einem professionell geführten Unternehmen ein Risikoprozess notwendig ist (Maier, 2007, S. 15). In der Vergangenheit haben verschiedene Autoren unterschiedliche Risikomanagementprozessmodelle entwickelt. Nachfolgend sollen einige dieser Modelle näher beschrieben werden.

### **3.2.1 Risikomanagementprozess nach Maier 2007**

Maier (2007, S. 16–22) entwickelte einen dreistufigen Risikomanagementprozess, welcher „ein unmittelbar auf bestimmte Entscheidungssituationen bezogenes Risikomanagement im Immobilienwesen“ darstellen soll. Gondring & Wagner (2010, S. 253–256) wie auch Grabinski (2012, S. 24–30) basieren ihre Analysen ebenfalls auf dem von Maier entwickelten Prozess.

Den ersten Schritt im Prozess stellt die Risikoanalyse dar. Dabei geht es vorwiegend um die Identifikation und Dokumentation, die Charakterisierung und Klassifizierung sowie um eine mögliche Quantifizierung inklusive entsprechender Beurteilung der einzelnen Risiken. Im Unterschied zu anderen Modellen fliesst bei Maier in diesem Schritt auch der Aspekt der Risikostrategie ein. So werden Beurteilungen zur Risikobereitschaft sowie zur Risikotragfähigkeit basierend auf Risiko-Nutzen-Funktionen beziehungsweise den finanziellen und persönlichen Befähigungen der Unternehmung erstellt.

In einem zweiten Schritt werden die identifizierten Risiken innerhalb der Risikopolitik gesteuert. In diesem Schritt wird entschieden, wie mit den einzelnen Risiken verfahren werden soll. Die Extreme stellen hierbei die vollständige Risikovermeidung sowie die vollständige Übernahme eines Risikos dar. Dazwischen gibt es unterschiedliche Ansätze wie Risikoprävention, Risikolimitierung, Risikoteilung, Risikoüberwälzung auf Dritte, Risikoabgeltung, Risikostreuung und das Hedging von Risiken. Die vorgängig getätigte Risikoanalyse beeinflusst die Wahl der jeweiligen Steuerung.

Die Risikokontrolle ist der abschliessende Schritt im Risikomanagementprozess. Dabei steht vor allem die stetige Überwachung und Dokumentation der risikopolitischen Instrumente im Hinblick auf den Zielerreichungsgrad sowie der Effizienz und der Wirksamkeit im Vordergrund. Die Betrachtung der Beziehungen zwischen Einzelrisiken und

das Erkennen von kumulativen oder kompensatorischen Effekten zählen ebenfalls zur Risikokontrolle.

### **3.2.2 Risikomanagementprozess nach gif 2009**

Ein detaillierter Risikomanagementprozess mit sechs Prozessschritten und einer konstanten Dokumentationsaufgabe wurde von der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. [gif] (2009, S. 13–44) entwickelt. Schäfers & Wurstbauer (2016, S. 1045–1060) gehen in ihrem Beitrag zum Immobilienrisikomanagement ebenfalls von diesem Prozess aus.

In einem ersten Schritt soll die Risikostrategie basierend auf den übergeordneten Unternehmenszielen festgelegt werden. Die Formulierung der Risikostrategie obliegt der Unternehmensleitung. Dabei sollen die gewünschten Sollzustände in Bezug auf Risikofähigkeit beziehungsweise -bereitschaft definiert werden. Bei der Definition gilt es darauf zu achten, dass die Ziele langfristige Gültigkeit haben und die Strategie einfach und nachvollziehbar dargestellt wird. Die Strategie ist zu einem späteren Zeitpunkt auch die Basis für die Soll-Ist-Analyse.

Der erste operative Schritt kommt mit der Phase zwei: die Risikoidentifikation. Diese zielt auf die Erfassung, die Formulierung und die Strukturierung der vorhandenen Risiken ab. Das gewünschte Resultat stellt ein unternehmensspezifischer Risikokatalog dar. Bekannte Methoden stellen Analysen der strategischen Planung, Risikoworkshops, Objektbesichtigungen, Risiko-Checklisten, Experten- und Mitarbeiterbefragungen, Brainstorming sowie eine strukturierte Due Diligence dar (Gleissner & Berger, 2010, S. 24).

Auf die Risikoidentifikation folgt die Risikoanalyse, welche die Eigenschaften der einzelnen Risiken beschreibt. Für jedes identifizierte Risiko werden die folgenden fünf Punkte untersucht:

- Ursachen: Untersuchung von Einflussfaktoren auf Einzelrisiken
- Entstehungsorte: Ordnung hinsichtlich zeitlicher, organisatorischer und finanzieller Aspekte
- Auswirkungen: Abschätzungen der grundsätzlichen Wirkungen
- Interdependenzen: Eruierung von Korrelationen mit anderen Risiken sowie der Wirkung innerhalb der Wirkungskette
- Risikobeschaffenheit: Festlegung der Risikokategorien

Schäfers & Wurstbauer verweisen auf die International Electrotechnical Commission [IEC], welche einige Methoden für die Risikoanalyse aufführt. Diese Methoden umfassen Business-Impact-Analysen, Fehler-Ursachen-Analysen wie auch Ursachen-Wirkungs-Analysen (IEC, 2009, S. 32-89 zitiert in Schäfers & Wurstbauer, 2016, S. 1049).

Im vierten Schritt werden die Einzelrisiken hinsichtlich der Schadenshöhe sowie der Eintrittswahrscheinlichkeit bewertet. Dies beinhaltet die Einschätzung der Wirkungszusammenhänge. Angewendete Methoden in diesem Bereich umfassen Kennzahlensysteme, Sensitivitätsanalysen, Szenarienanalysen, Entscheidungsbaumverfahren, Scoring-Modelle sowie Monte-Carlo-Simulationen.

Nach Erstellung der Strategie und umfassender Analysen werden im fünften Schritt die Massnahmen für die einzelnen Risiken gesteuert. Mögliche Massnahmen umfassen Risikovorsorge, Risikoübernahme, zusätzliches Research, Risikobegrenzung, Risikoteilung, Risikodiversifikation, Risikoübertragung, Risikokompensation sowie Risikovermeidung.

Den abschliessenden Prozessschritt stellt das Risikocontrolling dar. Dabei werden Soll-Ist-Vergleiche gezogen, und basierend auf den Resultaten können weitere Feinadjustierungen im Risikomanagementprozess erstellt werden.

Die vollständige Dokumentation der Teilergebnisse sowie der Entscheide ist in jedem Prozessschritt massgebend. Die Dokumentationen der einzelnen Prozessschritte werden in einem Prozesshandbuch zusammengefasst und unterstützen das Überwachungssystem sowie die Kommunikation.

### 3.2.3 Weitere Risikomanagementmodelle und Zusammenfassung

Neben den bereits beschriebenen Modellen wurden ebenfalls die Modelle von Wellner (2003, S. 19–32), Pöschl (2004, S. 77–97), Moldenhauer (2007, S. 311–328) und Haas (2010, S. 66–67) analysiert.

In allen Fällen handelt es sich um einen systematischen Prozess (Sandfoss, 2004, S. 10), welcher das Risikomanagement transparent darstellen soll (Maier, 2007, S. 16). Ausserdem haben alle Modelle einen Kreislaufcharakter (Wellner, 2003, S. 20). Die grössten Unterschiede ergeben sich bei der Anzahl der Schritte und deren einzelnen Ausprägungen. Zudem liegt bei allen vieren der Fokus auf dem operativen Risikomanagement. Die Risikostrategie findet keine direkte Einbindung in den Risikoprozess. Pöschl erwähnt einzig, dass die Risikostrategie eine Voraussetzung für den Risikoprozess darstellt und deshalb allgemein gegeben sein muss. Die Abbildung 3 fasst die einzelnen Prozessschritte zusammen und zeigt den Fokus der einzelnen Modelle auf.

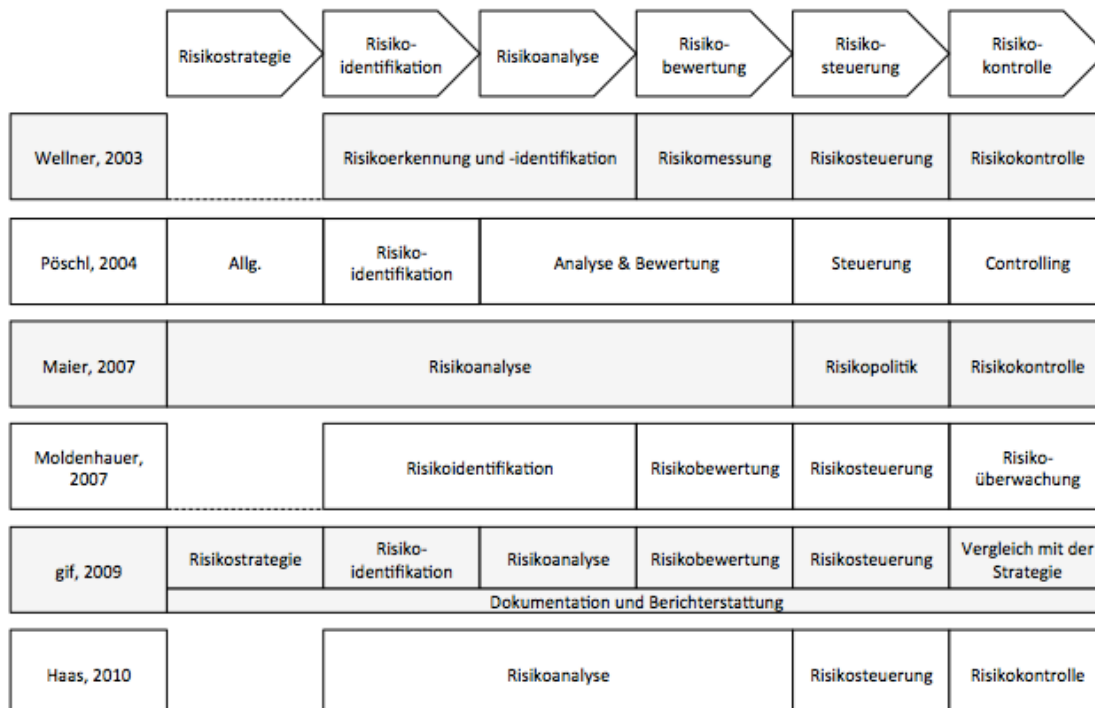


Abbildung 3: Prozess des Risikomanagements (eigene Darstellung)

Im Rahmen dieser Arbeit dient eine Kombination der Modelle von Maier und Pöschl, welche in Abbildung 4 ersichtlich ist, für weitere Überlegungen. Dies umfasst drei Phasen: Risikoanalyse, Risikosteuerung und Risikokontrolle. Den Kern des Modells stellt jedoch die Risikostrategie dar, welche als Basis für die täglichen Aktivitäten fungiert.



Abbildung 4: Risikomanagementkreislauf (in Anlehnung an Maier, 2007, S. 16 und Pöschl, 2004, S. 85)

Im Unterschied zu den analysierten Prozessen gewichtet dieser Prozess die Wichtigkeit der Strategie höher und nimmt eine Trennung der Aktivitäten nach Analyse, Steuerung und Kontrolle vor.



## 4 Bewertungsmethoden

Der Immobilienkapitalmarkt ist im Gegensatz zu anderen Märkten wie dem Aktienmarkt oder auch dem Devisenmarkt bedeutend weniger organisiert. Dies ist das Resultat der speziellen Eigenschaften von Immobilien, welche bereits im Kapitel 2.2 beschrieben wurden. Je nach Immobilienart beziehungsweise Marktteilnehmer haben sich unterschiedliche Preisbildungsmechanismen gebildet, die es durch eine geeignete Bewertung darzustellen gilt (Belik, 2016, S. 511). Wie in Tabelle 2 ersichtlich, gibt zahlreiche Anlässe, die eine Immobilienbewertung erforderlich machen (Leopoldsberger, Thomas & Naubereit, 2016, S. 427).

- An- bzw. Verkauf	- Firmenübernahmen
- Beleihung	- Performance-Messung
- Enteignung	- Informationszwecke
- Versteigerung	- Versicherungsabschluss
- Vermögensauseinandersetzung	- Steuerliche Gründe
- Nachlassregelung	- ...

Tabelle 2: Anlässe zur Immobilienbewertung (Leopoldsberger et al., 2016, S. 427)

Im Rahmen dieser Arbeit generiert der Anlass „Ankauf“ die Notwendigkeit einer Immobilienbewertung.

### 4.1 Wertbegriffe

Bereits im Kapitel 2.3.2 wurden die Begriffe „Wert“ und „Preis“ voneinander abgegrenzt. Im Rahmen der Bewertungsmethoden werden nun weitere Begriffe eingeführt.

#### 4.1.1 Marktwert

Der Marktwert ist ein zentraler Begriff in der Immobilienbranche. Bei diesem Begriff konnte eine Harmonisierung der Definition erreicht werden. Die einheitliche Definition vom International Valuation Standards Council (IVSC), The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) und The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) lautet wie folgt:

„Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten

Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt“ (RICS Switzerland, 2012, S. 30).

Der Marktwert berücksichtigt weder ungewöhnliche Umstände wie zum Beispiel besondere Finanzierungsmodalitäten, die den Kaufpreis erhöhen oder vermindern könnten, noch Finanzierungs- und Transaktionskosten, Provisionen, Handänderungskosten, Grundstücksgewinn oder Mehrwertsteuern. Liegenschaftssteuern sind jedoch Bestandteil des Marktwerts (RICS Switzerland, 2012, S. 30).

#### **4.1.2 Verkehrswert**

Der Begriff „Verkehrswert“ wird in vielen Gesetzen und Verordnungen benutzt. Jedoch fehlt eine im Gesetz verankerte Definition. Demzufolge gibt es nur Umschreibungen des Bundesgerichts. Relevant sind dabei die Entscheide BGE 103 IA und BGE 128 I 240 (Canonica, 2009, S. 15):

- BGE 103 IA 103  
„Als Verkehrswert gilt der mittlere Preis, zu dem Grundstücke gleicher oder ähnlicher Grösse, Lage und Beschaffenheit in der betreffenden Gegend unter normalen Verhältnissen verkauft werden.“
- BGE 128 I 240  
„...gilt als Verkehrswert der objektive Marktwert einer Liegenschaft, d.h. jener Wert, der bei einer Veräusserung im gewöhnlichen Geschäftsverkehr mutmasslich zu erzielen ist.“

Schlussendlich sind die Begriffe „Marktwert“ und „Verkehrswert“ bedeutungs- und wertmässig absolut identisch (Canonica, 2009, S. 15). Dies bestätigt sich auch im BGE 124 I 145 E. 6a, welcher die Ausdrücke „Marktwert“ und „Verkehrswert“ als übereinstimmende Begriffe bezeichnet (RICS Switzerland, 2012, S. 5).

#### **4.1.3 Weitere Immobilienwerte**

Neben den beiden marktorientierten Wertbegriffen gibt es eine Reihe von weiteren Begriffen, die für spezielle Zwecke und unter eingeschränkten Rahmenbedingungen ermittelt werden (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 13). Im Rahmen dieser Arbeit spielen die meisten dieser Werte eine untergeordnete Rolle und werden deshalb ohne detaillierte Erläuterung in Tabelle 3 aufgeführt.

- Fortführungswert	- Zwangsverkaufswert
- Nutzungswert	- Liquidationswert
- Alternativer Nutzungswert	- Sachwert
- Konsumtiver Nutzwert	- Gebäudewiederherstellungskosten
- Wert der leer stehenden Liegenschaft	- Subjektiver Wert aus Investorensicht
- Going Concern Value	- Liebhaberwert
- Belehnungswert	- Fiskalischer Wert
- Versicherungswert	- Landwirtschaftlicher Ertragswert

Tabelle 3: Nicht marktorientierte Wertbegriffe (in Anlehnung an RICS Switzerland, 2012, S. 31–34 und Canonica, 2009, S. 16–17)

Speziell zu erwähnen ist nur der subjektive Wert aus Investorensicht beziehungsweise der Investment Value. Dieser Wert kommt nicht ausschliesslich aufgrund von objektiven Kriterien zustande, sondern beinhaltet auch subjektive Anpassungen der Investoren. Risikozuschläge sowie Anpassungen aufgrund von Finanzierungsüberlegungen sind typische Beispiele, welche in die Wertermittlung miteinfließen (RICS Switzerland, 2012, S. 34).

## 4.2 Internationale Bewertungsstandards

Die Globalisierung sowie die Internationalisierung der Kapitalmärkte verursachten eine Notwendigkeit für harmonisierte Bewertungsstandards. Wertabweichungen und Meinungsunterschiede sollen durch einheitliche Standards minimiert werden, indem ein einheitliches Verständnis bezüglich Bewertungsmethoden, Wertbegriffen und Definitionen geschaffen wird (RICS Switzerland, 2012, S. 21). Nachfolgend werden die wichtigsten Harmonisierungsansätze beziehungsweise die treibenden Kräfte aufgezeigt.

### 4.2.1 International Valuation Standards Council (IVSC)

Der IVSC ist eine unabhängige Non-Profit Organisation, welche zum Ziel hat einheitliche Richtlinien und Handlungsempfehlungen bei Bewertungen von Vermögensgegenständen zu formulieren. Die formulierten IVS (International Valuation Standards) sollen durch Konsistenz, Transparenz und Vertrauenswürdigkeit überzeugen (International Valuation Standards Council [IVSC], 2017a). Aktuell sind professionelle Bewertungsorganisationen aus 50 Ländern Mitglied. Ausserdem wird mit internationa-

len Organisationen wie der Weltbank, der International Association of Assessing Officers sowie einigen nationalen Ministerien zusammengearbeitet (IVSC, 2017b).

Die harmonisierten Standards werden im sogenannten „White Book“ zusammengefasst (RICS Switzerland, 2012, S. 22). Das White Book beinhaltet Rahmenkonzepte, allgemeine Standards, Standards zu Vermögenswerten, Bewertungsanwendungen sowie Fachinformationspapiere (Deloitte Global Services Limited, 2017). Die Rahmenkonzepte umfassen die international verbreiteten Bewertungsverfahren wie die Marktwertverfahren, die Ertragswertverfahren und die sachwertorientierten Verfahren (RICS Switzerland, 2012, S. 23). Es herrscht eine starke Kooperation zwischen dem IVSC und der Stiftung für internationale Standards im Financial Reporting (IFRS), welches 2014 mit einer Protokollvereinbarung verstärkt wurde (Deloitte Global Services Limited, 2017). Dies führt dazu, dass die Bewertungsgrundsätze des IVSC und der IFRS-Stiftung stark angeglichen wurden (Belik, 2016, S. 514).

#### **4.2.2 The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA)**

Die TEGoVA wurde 1997 gegründet und vertritt die Interessen von 63 Sachverständigenvereinigungen aus 35 Ländern. Das Hauptziel ist die Erarbeitung und Verbreitung von harmonisierten Standards für Begriffe, Methoden, Ausbildung sowie ethischen Grundsätzen im Bezug auf Bewertungsverfahren (The European Group of Valuers' Associations [TEGoVA], 2017).

Die European Valuation Standards (EVS) sind das Resultat der Harmonisierungsbemühungen. Am 1. Juni 2016 traten die aktuellsten EVS im sogenannten „Blue Book“ in Kraft. Das Blue Book umfasst fünf Bewertungsstandards, dazugehörige Guidance Notes, ethische Grundsätze, Bezüge zu europäischen Gesetzgebungen sowie technische Informationspapiere (TEGoVA, 2016, S. 7–9). Als die verbreitetsten Wertermittlungsverfahren werden im Blue Book die Vergleichswertverfahren, die Ertragswertverfahren und die sachwertorientierten Verfahren aufgeführt (RICS Switzerland, 2012, S. 24).

#### **4.2.3 Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)**

The Royal Institution of Chartered Surveyors ist der grösste Berufsverband von Immobilienfachleuten weltweit und wurde 1868 gegründet (Maier, 2007, S. 293). In Grossbritannien ist wie in der Schweiz die Immobilienbewertung nicht in Rechtsvorschriften,

sondern durch Berufsverbände geregelt (Belik, 2016, S. 514). In der Zwischenzeit hat sich die RICS zu einem weltweiten Verband mit Mitgliedern in 148 Ländern entwickelt (RICS, 2017a). Viele dieser Länder sind durch nationale RICS Vertretungen abgedeckt (RICS, 2017b) Das Ziel der RICS ist, „to provide an effective framework, within the Rules of Conduct, so that users of valuation services can have confidence that a valuation provided by an RICS member is objective and delivered in a manner that is consistent with internationally recognised standards“ (RICS Switzerland, 2012, S. 24).

Die RICS veröffentlicht ihre Standards im sogenannten „Red Book“. Das Red Book umfasst einen Teil mit Bewertungsstandards, welcher abstrakt auf die Grundsätze eingeht, und einen konkreteren Teil mit Leitlinien zu Bewertungsfragen (RICS Switzerland, 2012, S. 24). Die Internationalisierung sowie die Annäherungen der Bewertungsstandards zeigen sich durch die verstärkte Anlehnung des Red Book an das White Book vom IVSC (Belik, 2016, S. 515). Den Ländervertretungen steht es frei, die internationale Version des Red Book mit weiteren Teilen zu ergänzen, falls dies aufgrund nationaler Besonderheiten nötig ist (RICS Switzerland, 2012, S. 24).

### **4.3 Immobilienbewertung in der Schweiz**

Im Gegensatz zu Deutschland gibt es in der Schweiz keine allgemeingültigen gesetzlichen Vorschriften, wie Immobilien zu bewerten sind (RICS Switzerland, 2012, S. 3). Obwohl viele kantonale wie auch eidgenössische Gesetze sich auf den Verkehrswert beziehen, fehlt eine einheitliche Regelung bezüglich der Bewertungsmethodik. Trotz fehlender gesetzlicher Vorschriften haben sich im Laufe der Zeit bestimmte Schätzungsmethoden etabliert. Ausserdem haben sich Vorschriften, Richtlinien sowie Standards aus den Vereinheitlichungsbemühungen bei der Bilanzierung und der internationalen Bewertung ergeben. Die US Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP), die International Financial Reporting Standards (IFRS), die International Accounting Standards (IAS) sowie die Swiss GAAP FER regeln, wie Immobilienwerte zu bilanzieren sind (Canonica, 2009, S. 14). Die bereits im vorangehenden Kapitel erwähnten internationalen Standards haben ebenfalls Einfluss auf die Bewertungspraxis in der Schweiz. Ausserdem hat der Regulator speziell im Bereich der institutionellen Investoren zusätzliche Verordnungen erlassen, die zum Beispiel die Periodizität von Bewertungen, die Methoden und Berechnungen sowie die Anforderungen an die beauftragten

Experten regeln (Canonica, 2009, S. 14). Das Kollektivanlagegesetz (KAG) mit der dazugehörigen Kollektivanlageverordnung (KKV) oder die Richtlinien für die Immobilienfonds der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) sind zwei Beispiele dafür. So besagt das KKV in Artikel 84, dass Anlagen zum Verkehrswert zu bewerten sind. Die Empfehlungen der SFAMA in Artikel 7 sind noch konkreter und regeln, dass der Verkehrswert anhand dynamischer Ertragswertmethoden zu berechnen ist (Ochsner, 2014). Auch die Anlagerichtlinien des Bundesamtes für Privatversicherungen beziehungsweise neu definiert durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA] (2013, S. 40) machen genaue Vorgaben bei der Bewertung. Demzufolge sind für die Zuordnung der gebundenen Vermögen im Grundsatz die für IFRS-, US GAAP- oder Swiss GAAP FER-Abschlüsse geprüften Marktwerte einzusetzen. Falls solche Marktwerte fehlen, sind die Liegenschaften anhand der Ertragswert- beziehungsweise der Discounted-Cash-Flow-Methode zu bewerten.

#### 4.3.1 Entwicklung der Immobilienbewertung in der Schweiz

Wie in allen Lebensbereichen hat sich auch die Immobilienbewertung im Laufe der Zeit verändert. Aufgrund der Globalisierung und neuer Erfahrungen wurden die angewendeten Methoden wie auch die Definitionen im Immobilienbereich verändert.

Stefan Pfister und Beat Ochsner (2009, S. 3) haben im Jahr 2009 eine Übersicht der wichtigsten Fachwerke des Schweizer Schätzerwesens erstellt. Ihre wissenschaftliche Arbeit zeigt die bedeutendsten Entwicklungsschritte auf und ist bis dato die aktuellste Arbeit, welche sich umfassend mit der Geschichte des Schweizer Schätzerwesens befasst. Im Rahmen dieser Arbeit wird auf eine Neu Beurteilung der erstellten Arbeit verzichtet. Vielmehr sollen einige der prägendsten Momente beschrieben werden, welche die heutige Bewertungspraxis mitgestaltet haben, um ein besseres Verständnis der aktuellen Bewertungsmethoden zu vermitteln (vgl. Abbildung 5).

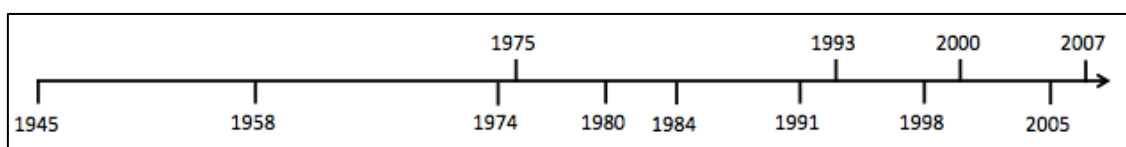


Abbildung 5: Zeitstrahl zur Entwicklung der Immobilienbewertung in der Schweiz (in Anlehnung an Pfister & Ochsner, 2009, S. 3–41)

Das älteste Schweizer Fachbuch ist von Adolf Hägi und wurde im Jahre 1945 erstellt (Pfister & Ochsner, 2009, S. 4). Hägi (1947, S. 52 ff.) beschrieb in seinem Buch bereits

Wertvergleichsmethoden und setzte sich vertieft mit dem Ertragswert auseinander. So definiert er den Ertragswert als „Summe aller zukünftigen, auf den heutigen Zeitpunkt diskontierten Erträge“. Diese Definition berücksichtigt also nicht nur die Kapitalisierung, sondern auch eine Barwertberechnung mit sich verändernden Erträgen (Hägi, 1947, S. 119).

In den darauffolgenden 30 Jahren erschienen zwei Bücher von Wolfgang Nägeli. Eines befasste sich mit der Wertberechnung des Baulandes, und das andere sollte ein Handbuch für Lehr- und Weiterbildungszwecke zum Thema Immobilienschätzung darstellen. Zwischen den beiden Büchern von Nägeli veröffentlichte Gunter Koehn 1974 eine 30-seitige Anleitung für Mieter und Hauseigentümer zur objektiven und sachlichen Schätzung ihrer Liegenschaft (Pfister & Ochsner, 2009, S. 7–9).

1979 wurde die Vereinigung der kantonalen Grundstückerwerter (VKG) geschaffen. Die VKG hatte folgende Leitgedanken für die Grundstückerwertung:

- Einheitlichkeit der Bewertungen
- Neutralität und Objektivität der Grundstückerwertung
- Entpolitisierung der Bewertung

Um diese Ziele zu erreichen, mussten Bewertungsgrundsätze und -methoden definiert werden, welche in einem Handbuch zusammengefasst werden sollten (Sigrist, 2014). 1980 wurden diese Grundsätze für die Mitglieder in einem „roten“ Ordner zusammengefasst (Pfister & Ochsner, 2009, S. 11). Die erste Auflage des Schätzer-Handbuchs als Gesamtwerk kam 1985 auf den Markt; ihm folgte die 2. Auflage 1990, welche erstmals auch in französischer Sprache veröffentlicht wurde (Sigrist, 2014). Die VKG nennt folgende fünf Bewertungsmethoden für unbebaute Grundstücke:

- Gleichsetzung mit dem Kaufpreis
- Preisvergleich
- Lageklassenmethode
- Rückwärtsrechnung aus dem Ertragswert oder aus Verkaufspreisen
- Verkehrswert aus dem Ertrags- oder dem Realwert

Für bebaute Grundstücke werden drei Bewertungsmethoden aufgezeigt:

- Gleichsetzung mit dem Verkaufspreis
- Mittelbarer oder unmittelbarer Preisvergleich (bei fehlendem Kaufpreis)
- Berechnung mittels Ertrags- und Realwert

Erkenntnisse beziehungsweise Methoden aus diesem Buch haben auch in der heutigen Literatur noch Gültigkeit (Pfister & Ochsner, 2009, S. 12–14).

Eine konsequente Betrachtung aus ökonomischer Sicht nimmt Kaspar Fierz in seinem Buch „Wert und Zins bei Immobilien“ 1984 vor. Die beschriebenen Methoden sind fast ausschliesslich auf ertragsorientierte Berechnungsweisen zurückzuführen (Fierz, 1998, S. 8). Ausserdem stellt Fierz 41 Regeln zur Immobilienökonomie auf, welche die ökonomische Perspektive weiter unterstützen (Fierz, 1998, S. 17 ff.). Die 6. Auflage wurde 2011 unter dem Titel „Immobilienökonomie und Bewertung von Liegenschaften“ veröffentlicht und umfasst mittlerweile über 850 Seiten (Fierz, 2011, S. 12).

Die 1986 gegründete Schätzungsexpertenkammer (SEK) des Schweizerischen Verbandes der Immobilien-Treuhänder (SVIT) veröffentlichte 1991 ähnlich wie die VKG ein paar Jahre früher ein Schätzerhandbuch (Pfister & Ochsner, 2009, S. 22). Die bereits im Jahre 1993 startenden Gespräche zwischen der SEK/SVIT und der in der Zwischenzeit umbenannten VKG (neu in Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstücksexperten SVKG) führten schlussendlich 1998 zu einem gemeinsamen Schätzerhandbuch (Sigrist, 2014). Die 4. überarbeitete und erweiterte Auflage, welche 2012 publiziert wurde, zählt heute zu den umfassendsten und systematischsten Werken bezüglich der angewendeten Immobilienbewertungsmethoden in der Schweiz (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 3). Das Werk führt drei grundlegende Methoden der Immobilienbewertung auf (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 43):

- Vergleichswertmethoden
- Sachwertmethode
- Ertragswertmethoden

Im Jahr 2000 veröffentlichte Francesco Canonica für den Schweizerischen Immobilienschätzer-Verband (SIV) das Buch „Die Immobilienschätzung – Schätzerlehrgang Grundwissen“. Die Weiterentwicklung des damaligen Fachbuchs, welches unter dem Namen „Die Immobilienbewertung – Schätzerwissen im Überblick“ im Jahr 2009 veröffentlicht wurde, ist eine umfassende Zusammenfassung der aktuellen Standards und Methoden (Canonica, 2009, Vorwort). Die aufgeführten Methoden umfassen (Canonica, 2009, S. 27):

- Preisvergleichsmethoden
- Ertragswertmethoden
- Weitere Methoden (inkl. Lageklassenmethode, Realwertmethode etc.)



Die nationalen wie auch die internationalen Harmonisierungsbemühungen fanden schliesslich ihr Resultat in den Swiss Valuation Standards (SVS), welche 2007 veröffentlicht wurden (Pfister & Ochsner, 2009, S. 35). Die SVS orientieren sich hauptsächlich an den International Valuation Standards (IVS) sowie an der globalen Version vom Red Book der RICS (RICS Switzerland, 2012, Vorwort). Die SVS werden unterstützt vom SIV und von der SEK/SVIT und sollen als Schweizer Best Practice dienen (RICS Switzerland, 2012, S. 1). Die mittlerweile 2. überarbeitete und ergänzte Auflage aus dem Jahr 2012 führt drei Basisbewertungsmethoden auf (RICS Switzerland, 2012, S. 36):

- Vergleichswertmethode (Sales Comparison Approach)
- Ertragswertmethode (Income Capitalisation Approach)
- Sachwertmethode (Cost Approach)

#### **4.3.2 Aktuelle Bewertungsmethoden**

Aufbauend auf der im vorangehenden Abschnitt beschriebenen Entwicklung der Bewertungsmethodik in der Schweiz, werden nun die gebräuchlichsten Immobilienbewertungsmethoden näher beschrieben. Die Auswahl beziehungsweise die Kategorisierung der Methoden basiert auf den SVS sowie den Fachbüchern der SVKG & SEK/SVIT und der SIV. Es werden bewusst nur die drei Basismethoden gemäss SVS inklusive ausgewählter Unterkategorien detailliert beschrieben. Weitere Bewertungsmethoden wie zum Beispiel die Lageklasse-, die Residualwert-, die Realoptions-, die Punktierrungs- sowie die Mischwertmethode werden aufgrund der spezifischen Anwendungsgebiete (z.B. bei der Bewertung von unbebautem Bauland) nicht näher erläutert.

##### **4.3.2.1 Vergleichswertmethoden**

Den Vergleichswertmethoden beziehungsweise Preisvergleichsmethoden können alle Schätzungsmethoden zugerechnet werden, die den Immobilienwert aus Kaufpreisvergleichen von Referenzobjekten eruieren (Canonica, 2009, S. 169).

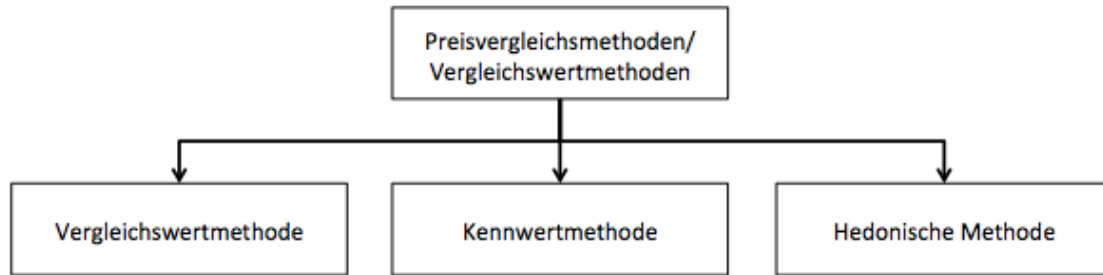


Abbildung 6: Übersicht der Vergleichsmethoden (in Anlehnung an RICS Switzerland, 2012, S. 37 und Canonica, 2009, S. 168)

Bei der Vergleichswertmethode wird der Verkehrswert einer Liegenschaft beziehungsweise eines Grundstücks anhand von Kaufpreisvergleichen von möglichst vergleichbaren und zeitnah gehandelten Immobilien ermittelt. Gemäss Bundesgericht (BGE 122 I 168) ist für die Vergleichbarkeit praktische Identität bezüglich Lage, Grösse, Erschliessungsgrad sowie Ausnutzungsgrad nicht zwingend. Marginale Unterschiede können durch Preiszuschläge und -abschläge korrigiert werden (Canonica, 2009, S. 170–172). Ein grosser Vorteil dieser Methode ist die aktive Orientierung am Markt. Die Bewertung geschieht konsequent anhand von realisierten Marktpreisen und ist ebenfalls gut geeignet für erste Analysen (Salzmann, 2007, S. 24). Auf der anderen Seite ist eine wesentliche Voraussetzung, dass eine grosse Zahl übereinstimmender zeitnah gehandelter Vergleichsobjekte besteht. Dies stellt oftmals speziell in abgelegenen Lagen ein Problem dar (Maier, 2007, S. 300). Zudem besteht ein sehr grosser Ermessensspielraum, was als „vergleichbares Objekt“ bezeichnet werden kann (Salzmann, 2007, S. 25). Im Grundsatz ist diese Methode auf alle Objektarten anwendbar, wobei sie vorwiegend für die Bewertung von unbebautem Bauland und teilweise auch bei Wohneigentumseinheiten angewendet wird (RICS Switzerland, 2012, S. 37).

Die Kennwertmethode ist eine weniger verbreitete Vergleichsmethode, welche im Schätzerhandbuch der SVKG & SEK/SVIT (2005, S. 50) im Jahr 2005 erstmals eingeführt wurde. In der aktuellen Version aus dem Jahr 2012 ist diese Methode nicht mehr spezifisch erwähnt. Im Grundsatz soll der Wert einer Immobilie anhand von Einheitspreisen pro Quadratmeter Objektfläche berechnet werden. Die Methode erlaubt eine schnelle Plausibilisierung von Immobilienwerten, die mittels anderer Methoden ermittelt wurden (Canonica, 2009, S. 177). Nachteilig ist auch hier die grosse Anzahl an Vergleichsobjekten, die benötigt wird (RICS Switzerland, 2012, S. 37). Ausserdem ist die Methode für die Verkehrswertberechnung gerichtlich nicht anerkannt (Canonica,

2009, S. 177). Die Methode könnte für alle Objektarten mit Vergleichsobjekten angewendet werden, wird jedoch vornehmlich für die Bewertung von unbebautem Bauland (mittels Quadratmeter Bruttogeschossfläche) und Wohneigentum (mittels Quadratmeter Hauptnutzfläche) genutzt (RICS Switzerland, 2012, S. 37).

Das mathematisch-statistische Modell der Regressionsanalyse findet Anwendung in der hedonischen Methode. Aufgrund der Unterschiede der Immobilien weichen oft gewisse wertbeeinflussende Merkmale zwischen den Vergleichsobjekten voneinander ab. Die teils markanten Abweichungen können nicht objektiv durch einfache Preiszuschläge oder -abschläge korrigiert werden. In diesem Bereich setzt die hedonische Methode, durch die Betrachtung einer Immobilie als Bündel von Eigenschaften, an (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 57). Mithilfe von leistungsstarken Softwares werden Immobilien anhand von bis zu 50 standardisierten Eigenschaften bewertet. Demzufolge werden riesige Freihanddatenmengen für jede standardisierte Eigenschaft analysiert, um dabei entsprechende Teilwerte beziehungsweise implizite Preise einer Eigenschaft zu ermitteln (Canonica, 2009, S. 178). Formell sieht das hedonische Grundmodell wie folgt aus (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 57):

$$P = \sum_{k=1}^n \beta_k \times X_k$$

mit: P..... = Preis des Gutes

$\beta_k$ ..... = Implizite bzw. hedonische Preise der Eigenschaften des Gutes

$X_k$  ..... = Eigenschaften des Gutes

Mathematisch betrachtet, werden die einzelnen Eigenschaften ( $X_k$ ) mit den impliziten Eigenschaftspreisen ( $\beta_k$ ) multipliziert und die einzelnen entstehenden Produkte zum Immobilienpreis aufsummiert.

Eine Grundvoraussetzung für die Anwendung der hedonischen Methode ist die Verfügbarkeit von genügend grossen Datenmengen von Marktpreisen (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 58). Die Datenbeschaffung stellt für kleinere Immobilienschätzer oftmals ein Problem dar (Canonica, 2009, S. 179). Ausserdem entsteht bei der hedonischen Methode der Preis von Immobilien aufgrund von verschiedenen Eigenschaften. Welches das korrekte Bündel an Eigenschaften einer Immobilie ist, bleibt eine empirische Frage und wird vom hedonischen Ansatz nicht beantwortet (Schär, 2017). Bei verfügbaren Daten lassen sich jedoch schnelle und kosteneffiziente Bewertungen erstellen. Der Vorteil der Skaleneffekte ist in diesem Bereich klar gegeben. Dies ist auch der Grund, weshalb

viele Banken, Versicherungen und Pensionskassen die hedonische Bewertung für die Hypothekarvergabe nutzen (Canonica, 2009, S. 178). Die IAZI AG (2017) führt zudem noch die Marktnähe sowie die schweizweite Anwendbarkeit als Vorteile auf. Aufgrund der Vor- und Nachteile wird die hedonische Methode vorwiegend bei der Bewertung von Einfamilienhäusern und Stockwerkeigentumseinheiten angewendet (RICS Switzerland, 2012, S. 37).

#### **4.3.2.2 Ertragswertmethoden**

Ertragswertmethoden berechnen den Wert eines Gutes beziehungsweise einer Immobilie basierend auf den zukünftig zu erwartenden Erträgen (Canonica, 2009, S. 183). Der Wert einer Immobilie im Verhältnis zu den generierten Erträgen steht im Mittelpunkt (Salzmann, 2007, S. 28). Grundlegende Parameter der Ertragsmethoden sind:

- Mietwert (Erträge)
- Bewirtschaftungskosten und Rückstellungen (Kosten)
- Basiszinssatz für Kapitalisierung/Diskontierung

Die Summe der Bruttoerträge aus Fremd- und Eigennutzung einer Immobilie ergibt grundsätzlich den Mietwert (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 82). Dabei ist wichtig, dass der Mietwert den aktuellen Mietzinsen von vergleichbaren Objekten entspricht (Canonica, 2009, S. 187). Dies bedeutet auch, dass der Mietertrag im Falle von nicht markt-konformen Mietzinsen nicht den Mietwert ergibt (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 82). Statistische Auswertungen von Vergleichspreisen unterstützen die Findung der markt-konformen Mietzinsen. Dabei werden die Mietwerte in vergleichbare Werte wie Mietwert pro Wohnungstyp, pro Nutzfläche, pro Parkplatz oder nach Umsatz transformiert (Canonica, 2009, S. 187–189).

Bei Immobilien entstehen nicht nur Erträge, sondern auch Kosten. Bewirtschaftungskosten umfassen alle Kosten, die nicht direkt auf den Mieter überwält werden können. Diese beinhalten Betriebskosten (z.B. Grundstücksteuern, Perimetergebühren etc.), Instandhaltungskosten (z.B. Reparaturen, Erneuerungen von abgenutzten Bauteilen), Verwaltungskosten beziehungsweise Honorare für die Immobilienbewirtschaftung sowie das Risiko von Mietzinsausfällen bei Mieterwechseln. Als Richtwert belaufen sich die Bewirtschaftungskosten auf 15–25% der Bruttoerträge (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 84–85). Rückstellungen, welche für zukünftige, grosszyklische Erneuerungen zurückgelegt werden, kommen als zusätzliche Kosten zu den Bewirtschaftungskosten hinzu (Canonica, 2009, S. 191).

Anhand des Basiszinssatzes werden die zukünftig erwarteten Erträge abgezinst. Ausserdem berücksichtigt der Basiszinssatz das Liegenschaftsrisiko.



Abbildung 7: Verschiedene Herleitungen des Basiszinssatzes (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 88)

Die Festlegung des Basiszinssatzes ist nicht abhängig von den subjektiven finanziellen Gegebenheiten des Eigentümers. Vielmehr soll der Basiszinssatz einen Prognosewert für zukünftige Werte liefern. Abbildung 7 zeigt drei vereinfachte Herleitungen des Basiszinssatzes auf. Dabei gilt es zu beachten, dass die Festlegung des Basiszinssatzes ohne statistische Hilfsmittel oftmals sehr schwierig ist (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 86–87).

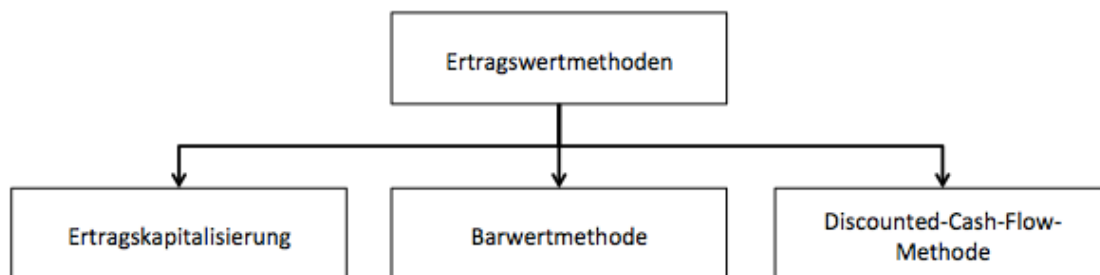


Abbildung 8: Übersicht der Ertragswertmethoden (in Anlehnung an RICS Switzerland, 2012, S. 38)

Die Ertragskapitalisierung wird auch die klassische Methode oder die konventionelle Ertragswertmethode genannt (Canonica, 2009, S 183). Aus finanzmathematischer Sicht entspricht die Ertragskapitalisierung dem Barwert einer ewigen Rente und geht somit von einem unendlichen, konstanten Ertragsstrom aus (Salzmann, 2007, S. 28). Es kann

von Brutto- wie auch Nettowerten ausgegangen werden. Je nach Wahl müssen die Bewirtschaftungskosten und die Rückstellungen zu einem anderen Zeitpunkt berücksichtigt werden (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 96). Die Einfachheit und die Verbreitung in der Praxis sind die grossen Vorteile dieser Methode. Um eine Immobilie zu bewerten, müssen nur die Erträge kapitalisiert werden. Die Ertragskapitalisierung betrachtet jedoch nur eine Periode und berücksichtigt keine begrenzte Nutzungsdauer des Gebäudes (Salzmann, 2007, S. 29–30). Demzufolge kann die klassische Ertragswertmethode nur bei Objekten mit Erträgen eingesetzt werden, und idealerweise sollten diese Erträge für eine aussagekräftige Bewertung konstant sein (RICS Switzerland, 2012, S. 38).

Im Unterschied zur Ertragskapitalisierung handelt es sich bei der Barwertmethode um eine dynamische Ertragswertmethode (RICS Switzerland, 2012, S. 38). Die Barwertmethode kann als zeitlich befristete Rente betrachtet werden, da eine Bewertung über einen bestimmten Horizont stattfindet (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 102). Mit der Einführung der Barwertmethode durch Kaspar Fierz gab es einen Wechsel bei der Bewertung von der Brutto- zur Nettobetrachtung (Pfister & Ochsner, 2009, S. 47). Bei der Berechnung werden die jährlichen Nettoerträge mit einem Barwertfaktor multipliziert, und die Kosten für grosszyklische Erneuerungen werden statt via jährliche Rückstellungen mittels diskontierter Einmalaufwendung abgezogen. Der Betrachtungshorizont ist für den Barwertfaktor wichtig. Er gibt an, während welcher Zeitdauer jährliche Erträge berücksichtigt werden (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 102–104). Der Betrachtungshorizont muss mindestens dem ökonomischen Horizont (Planungshorizont) entsprechen (Fierz, 2011, S. 57). Dabei handelt es sich um den Zeithorizont, bis der Barwert zirka 85% einer ewigen Rente entspricht, was in der Regel nach 50 Jahren erreicht wird (Fierz, 2011, S. 51). Durch die Diskontierung haben Schwankungen innerhalb des ökonomischen Horizonts mehr Einfluss auf das Endergebnis als ausserhalb. Der Einbezug der Verzinsung des Kapitals und die Berücksichtigung der Zinseszinsrechnung sind ein grosser Vorteil der Methode (Fierz, 1998, S. 64). Zudem ist der Einbezug von Spezialfällen wie zum Beispiel temporärer Leerstand möglich (RICS Switzerland, 2012, S. 38). Auf der anderen Seite ist das Willkürpotenzial bei der Festlegung der Parameter ein Nachteil (Fierz, 1998, S. 85). Die Barwertmethode ist besonders geeignet bei Liegenschaften mit zeitlich limitierten Erträgen (RICS Switzerland, 2012, S. 38).

Die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode) ist eine weitere dynamische Bewertungsmethode, welche fast analog wie in der Unternehmensbewertung angewendet wird (Gondring & Wagner, 2010, S. 168). Die DCF-Methode unterteilt die Zukunft in einen Prognosehorizont sowie eine Restnutzungsdauer (Fierz, 2011, S. 154). Dabei wird auch von einer Prognosephase mit variablen Cashflows und einer Exitphase mit einem konstanten Cashflow gesprochen (Canonica, 2009, S. 221). In der Prognosephase kann der Eigentümer Mieterträge, Bewirtschaftungskosten und Renovationen noch einschätzen, da diese zum Beispiel mittels eines Finanzplans überschaubar sind (Fierz, 2011, S. 154). Der Prognosehorizont liegt in der Praxis meistens zwischen fünf und zehn Jahren (Salzmann, 2007, S. 31). Die Restnutzungsdauer beziehungsweise die Exitphase folgt anschliessend an die Prognosephase und erstreckt sich bis zum oder sogar über den ökonomischen Horizont hinaus (Fierz, 2011, S. 154). Mathematisch betrachtet, werden im 2-Phasen-Modell die Netto-Mietzinsüberschüsse (auch Free-Cash-Flows genannt) abgezinst und aufaddiert. In der zweiten Phase wird der Restwert mittels Ertragskapitalisierung ermittelt. Die Summe der beiden Phasen ergibt den DCF-Wert der Immobilie. Als Formel kann dies in vereinfachter Form wie folgt dargestellt werden (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 108):

$$DCF - Wert = \sum_{m=1}^n \frac{EZ\ddot{U}_t}{(1+i)^t} + \frac{RW_n}{(1+i)^n}$$

- mit DCF-Wert..... = Discounted-Cash-Flow-Wert
- $EZ\ddot{U}_t$  ..... = Einzahlungsüberschuss in Periode t
- $RW_n$  ..... = Restwert der Liegenschaft in Periode t
- $i$  ..... = Diskontsatz
- $n$  ..... = Anzahl Perioden des Prognosehorizonts; Endperiode

Eine ausführlichere Form der Formeldarstellung beschreiben Gondring & Wagner (2010, S. 169–171):

$$PV = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{E(FCF_t)}{(1+WACC_t)^t}}_{\text{Diskontierte Cash-flows der explizit betrachteten Perioden}} + \underbrace{\frac{CV_T}{(1+WACC_T)^T}}_{\text{Diskontierter Restwert ab T (ewige Rente)}} \times \underbrace{\left(\frac{1}{(1+WACC)^n}\right)}_{\text{Laufzeit-Korrektur-Faktor}}$$

mit PV ..... = Immobilienwert (Property Value)  
 $E(FCF_t)$  ..... = Erwartungswert der Free Cashflows in der Periode t  
T ..... = Zeitpunkt, an dem die explizite CF-Berechnung endet  
 $CV_T$  ..... = Restwert (Continuing Value) ab Zeitpunkt T (ewige Rente)  
WACC..... = Diskontierungszins (Weighted Average Cost of Capital)  
g..... = Erwartete Wachstumsrate der Free Cashflows ab Zeitpunkt T  
n..... = Erwartete Restnutzungsdauer des Investments nach Zeitpunkt T

Der Restwert der Immobilie nach dem Zeitpunkt T des Prognosehorizonts basiert dabei auf:

$$CV_T = \frac{FCF_T(1 + g)}{WACC - g}$$

Die Anwendung des Laufzeit-Korrekturfaktors ist nötig, da von einer begrenzten Restnutzungsdauer ausgegangen wird (Gondring & Wagner, 2010, S. 171).

Aus beiden Formeln lässt sich erkennen, dass der richtige Zinssatz zur Diskontierung sehr bedeutend ist. Die bereits beschriebenen Grundmethoden zur Ermittlung des Basiszinssatzes sind auch bei der DCF-Methode gültig, wobei vor allem das Konzept der Opportunitätskosten und das Konzept der durchschnittlichen Kapitalkosten beziehungsweise Weighted Average Cost of Capital zur Anwendung kommen (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 110–111).

Basierend auf dem beschriebenen Konzept, ergeben sich verschiedene Vor- und Nachteile. Der explizite Einbezug von Ertrags- und Aufwandsprognosen lässt individuelle Anpassungen zu, und der Fokus auf dem Free Cashflow unterstreicht, dass nicht die Brutto-, sondern die Nettoeinnahmen am Ende des Jahres für den Investor entscheidend sind. Zudem ist die DCF-Methode die einzige Bewertungsmethode, die dem Umstand des Zeitwerts des Geldes umfassend Rechnung trägt (Salzmann, 2007, S. 39). Auf der negativen Seite sind die Ungewissheiten bezüglich der Prognosen. Die DCF-Methode ist zwar stark finanzmathematisch, aber die einzelnen Inputfaktoren wie der prognostizierte Free Cashflow, der Diskontsatz, aber auch die Nutzungsdauer bergen Risiken zu Fehleinschätzungen und Subjektivität des Schätzers (Maier, 2007, S. 318). Ausserdem führt die Fokussierung auf die Erträge dazu, dass eine Aufteilung des Immobilienwerts auf Gebäude- und Landwert nicht möglich ist (Salzmann, 2007, S. 39).

Zusammenfassend ist die DCF-Methode auf alle Objekte anwendbar, die Erträge abwerfen. Dabei ist sie besonders geeignet bei veränderlichen Erträgen und Kosten (RICS Switzerland, 2012, S. 38).



#### 4.3.2.3 Sachwertmethode

Die Sachwertmethode wird auch Realwert- oder Substanzwertmethode genannt. Wie der Name sagt, steht die Sache beziehungsweise die Immobilie im Mittelpunkt. Gemäss SVKG & SEK/SVIT (2012, S. 70) setzt sich der Sachwert „aus dem Zeitwert (Zustandswert) aller baulichen Anlagen auf dem Grundstück, den Kosten für Umgebungsarbeiten, den Baunebenkosten sowie dem Landwert“ zusammen. Das Resultat der Sachwertmethode führt nur selten direkt zu einem Marktpreis, da wirtschaftliche Aspekte auf Kosten des technischen Fokus in den Hintergrund geraten. Aus diesem Grund wird ein Anpassungsfaktor basierend auf Wirtschaftslage, Objektgrösse, Standard/Ausstattung, Region/Lage sowie allgemeinem Marktverhalten angewendet (SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 79). Die Vorteile der Sachwertmethode liegen in der Einfachheit und der Verbreitung in der Praxis. Nur die Werte der Bauten und des Landes sind zu ermitteln. Informationen zu Mieteinnahmen werden nicht benötigt (Salzmann, 2007, S. 28). Durch die statische und rückwärts orientierte Betrachtungsweise der Sachwertmethode werden zukünftige Ertrags- und Risikopotenziale komplett ausgelassen, was einen gewichtigen Nachteil darstellt. Ausserdem besteht eine Ungenauigkeit bei der Ermittlung des Bauwerts, da oft historische Bauunterlagen fehlen und dadurch Hochrechnungen angewendet werden müssen. Gleichzeitig ergeben sich Bewertungsspielräume bei der Altersbewertung sowie der Ermittlung der Baumängel und -schäden (Maier, 2007, S. 306). Abbildung 9 stellt eine grafische Darstellung der Sachwertmethode bis und mit der Überleitung zum Marktpreis dar.

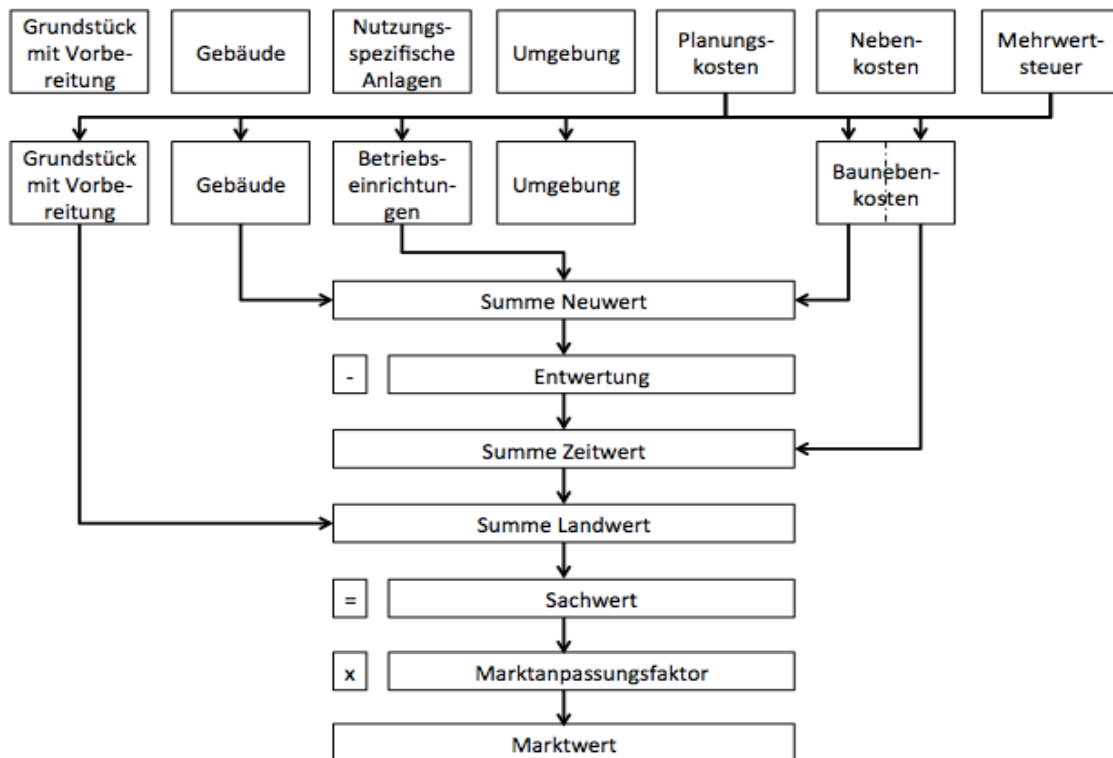


Abbildung 9: Grafische Darstellung der Sachwertmethode (in Anlehnung an SVKG & SEK/SVIT, 2012, S. 71–79)

Zusammengefasst eignet sich die Sachwertmethode bei allen Objektarten, bei welchen die Erträge eine untergeordnete Rolle spielen (RICS Switzerland, 2012, S. 39). Dies sind zum Beispiel selbstbewohnte Einfamilienhäuser, aber auch Schulhäuser und Kulturbauten.

## **5 Entscheidungsprozess in der Praxis**

Nach der Erarbeitung der relevanten Theorien für den Entscheidungsprozess von institutionellen Investoren bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien soll in diesem Kapitel der Praxisbezug hergestellt werden.

### **5.1 Bezugsrahmen und Gestaltung der empirischen Untersuchung**

Aufgrund der Bedeutung des Immobilienmarktes und der Immobilien als Anlageklasse werden immer wieder Untersuchungen zu Teilgebieten beziehungsweise spezifischen institutionellen Investoren durchgeführt. So veröffentlichte zum Beispiel die KPMG (2016) 2016 einen Pensionskassen-Benchmark, welcher Renditevergleiche, Portfoliokonzentrationen etc. der Immobilienportfolios untersuchte. Ein anderes Beispiel ist die Ernst & Young AG (2017), welche jährlich einen Trendbarometer des Schweizer Immobilien-Investmentmarktes publiziert. Diese wie auch andere Untersuchungen basieren auf quantitativen Fragestellungen mit vorgegebenen Antworten und/oder beschränken sich oftmals auf spezifische institutionelle Investoren.

Aufbauend auf den bestehenden Studien, wurden qualitative Interviews mit ausgewählten institutionellen Investoren, die in Schweizer Immobilien investieren, durchgeführt.

#### **5.1.1 Konzeptionelle Hintergründe**

Die Primärerhebung in dieser Arbeit wurde anhand von Kornmeier (2007, S. 158 ff.) aufgebaut.

Zuerst wurde der Teilnehmerkreis für die Datenerhebung festgelegt. Die vorliegende Arbeit bezieht sich auf institutionelle Investoren im Immobilienbereich, wobei nicht nur eine spezifische Investorenart untersucht werden sollte. Demzufolge umfasst der Teilnehmerkreis Pensionskassen, Immobilienaktiengesellschaften, Fondsanbieter beziehungsweise Asset Manager sowie Versicherungsgesellschaften. Bei der Auswahl der einzelnen Investoren wurde Wert darauf gelegt, dass sich diese in ihrer Grösse unterscheiden, um später auch den Einfluss der Unternehmensgrösse auf die einzelnen Schritte im Entscheidungsprozess eruieren zu können. Bei den Interviewpartnern wurde darauf geachtet, dass diese jeweils Einflussmöglichkeiten auf den ganzen Entscheidungsprozess haben.

In einem zweiten Schritt wurde die Befragungsform festgelegt. Dabei wurde bewusst die mündliche Befragung mittels eines persönlichen Interviews gewählt. Bei dieser Befragungsform ist die Auskunftsbereitschaft tendenziell höher und Missverständnisse können durch Rückfragen während des Interviews minimiert werden. Um eine bessere Auswertung sicherstellen zu können, wurde das standardisierte Interview gewählt.

Basierend auf den ersten beiden Schritten, wurde in einem dritten Schritt der Fragebogen erstellt (siehe Anhang). Dabei wurden vorwiegend offene Fragen angewendet. Die Gefahr der Antwortvielfalt wurde bewusst in Kauf genommen. Die Interviewpartner sollten nicht durch vordefinierte Antworten beeinflusst werden. Gleichzeitig führen offene Fragen eher zu neuen Aspekten, die bei geschlossenen Fragen je nachdem nicht berücksichtigt worden wären. Der Fragebogen wurde anhand eines typischen Anlageprozesses erstellt, jedoch mit dem Investitionsentscheid als letztem Schritt der Befragung. Die laufende Portfoliobewirtschaftung und die Risikoanalysen des bestehenden Portfolios waren nicht Teil der Befragung. Innerhalb des Entscheidungsprozesses sind folgende Schwerpunkte gesetzt worden:

- Grundlegende Anlagestrategie
- Selektion und Triage von Objekten
- Investitionsentscheid basierend auf Bewertung und Risikomanagement

Die Auswertung der Interviews wurde anhand einer qualitativen Inhaltsanalyse gemacht (Mayring, 2015, S. 70 ff.). Dabei wurde vor allem die zusammenfassende Inhaltsanalyse angewendet. Nach der Durchführung der Interviews, die ebenfalls aufgezeichnet wurden, sind die Inhalte sinngemäss in die Fragebögen übertragen worden. Die ausgefüllten Fragebögen wurden in einem nächsten Schritt in einem Excel-File zusammengefasst. Dabei wurde grundsätzlich die Kategorisierung nach Fragestellungen angewendet. Ähnliche Fragestellungen mit vergleichbaren Resultaten wurden ebenfalls zusammengefasst. In diesem Schritt fand auch eine Reduktion der Inhalte auf die zentralen Aussagen zu den einzelnen Schwerpunkten statt. Anschliessend wurden die konsolidierten Daten aus allen Interviews anhand von Häufigkeits- sowie Intensitätsanalysen ausgewertet. Dabei waren nicht nur die häufigsten Antworten von Interesse, sondern auch die statistischen Ausreisser.

### 5.1.2 Übersicht der befragten Unternehmen

Nach der Erarbeitung des Fragebogens wurden dreizehn Unternehmen kontaktiert. Bei sechs von ihnen gab es durch persönliche Beziehungen einen Direktkontakt. Die anderen sieben Unternehmen wurden mittels Internetrecherche ausfindig gemacht. Dabei wurden stets die Kriterien, welche im konzeptionellen Hintergrund beschrieben wurden, beachtet. Aus den sechs Direktkontakten konnten fünf persönliche Interviews realisiert werden. Ein Vertreter konnte aus Zeitgründen nicht an einem persönlichen Interview teilnehmen und hat den Fragebogen schriftlich ausgefüllt und retourniert. Von den anderen sieben Unternehmen haben sich zwei zu einem persönlichen Interview bereit erklärt. Schlussendlich resultierten sieben persönliche Interviews, welche im Februar und im März 2017 durchgeführt wurden. Zusammen mit dem schriftlich ausgefüllten Fragebogen dienten sie als Basis für die qualitative Analyse. Bei den Auskunftspersonen handelte es sich in fünf Fällen um den Leiter Immobilien/Head Real Estate, einmal um einen Teamleiter einer spezifischen Fachstelle innerhalb der Immobilienabteilung sowie zweimal um den zuständigen Portfoliomanager. Aufgrund der Eigenheiten sowie der Datenverfügbarkeit der einzelnen Investoren konnten teilweise nicht alle Fragen gleich detailliert beantwortet werden.

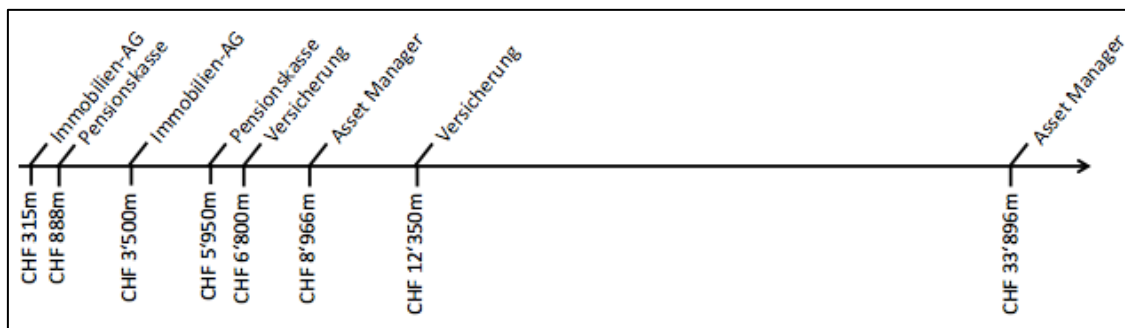


Abbildung 10: Übersicht der befragten Unternehmen nach direkt investiertem Immobilienbestand (eigene Darstellung)

Die acht befragten Unternehmen verwalteten zusammen per Ende 2016 zirka CHF 73 Milliarden an direkt gehaltenen Immobilien in der Schweiz (vgl. Abbildung 10). Die Unternehmen teilen sich in Pensionskassen, Immobilienaktiengesellschaften, Versicherungsgesellschaften sowie Asset Managers auf. Die Kategorisierung der Unternehmen basiert auf dem markantesten Merkmal der Unternehmung. So erbringen die Versicherungsgesellschaften zum Beispiel auch Asset-Manager-Dienstleistungen. Das vorherrschende Merkmal beziehungsweise der grösste Bestand an Immobilien wird jedoch

zugunsten der Versicherung gehalten. Jeweils zwei Vertreter jeder Investorenart mit jeweils unterschiedlicher Grösse sind befragt worden.

Im Durchschnitt investieren die befragten Unternehmen schon seit über 50 Jahren in Schweizer Immobilien, wobei vor allem die Immobilienaktiengesellschaften, welche in der Schweiz um die Jahrtausendwende entstanden sind, den Durchschnitt verjüngen.

In neue Bestandesliegenschaften und eigene Projektentwicklungen werden jährlich zirka CHF 330 Millionen pro Investor investiert. Im Gesamtrahmen bewegen sich die Neuinvestitionen der einzelnen Investoren zwischen CHF 50 Millionen und CHF 1 Milliarde. Hier muss jedoch ebenfalls zwischen den Immobilienaktiengesellschaften und den anderen institutionellen Investoren unterschieden werden. Pensionskassen, Versicherungen sowie Asset Manager haben durch Pensionskassenbeiträge, Prämienbeiträge und thesaurierende Anlagevehikel stetig neues Kapital, welches investiert werden kann. Bei den Immobilienaktiengesellschaften gibt es nur neues Kapital, wenn eine Kapitalerhöhung oder eine Fremdkapitalaufnahme durchgeführt wird. Dies führt dazu, dass die Neuinvestitionen sehr abhängig vom verfügbaren Kapital sind und dabei eine höhere Volatilität entsteht.

## **5.2 Anlagestrategie**

Im Bereich der Anlagestrategie wurden die institutionellen Investoren zu den Motiven für Immobiliendirektinvestitionen, den allgemeinen Immobilientrends sowie zu ihren Anlagekriterien befragt.

### **5.2.1 Motive**

Rainer Andreas Suter (1995, S. 139–140) befragte 1995 in seiner Dissertation 11 Immobilienfonds, 11 Lebensversicherungen, 43 Pensionskassen und 7 Anlagestiftungen mittels Ratingskalen für vorgegebene Antworten bezüglich der Motive und Ziele bei Immobilieninvestitionen. Dabei wurden vor allem die Erzielung einer angemessenen Rendite, die hohe Sicherheit der Kapitalanlage, die langfristige Kapitalanlage sowie die Substanzwerterhaltung als dominierende Motive genannt. Vier der acht interviewten Investoren gaben ebenfalls Auskunft zu den Vorteilen von Immobilien gegenüber anderen Anlageklassen. Dabei wurden vor allem der Diversifikationseffekt und der Inflationsschutz beziehungsweise der innere Wert genannt.

In den Interviews wurden die institutionellen Investoren spezifisch nach den Vor- und Nachteilen von Direktinvestitionen gegenüber indirekten Anlagen befragt. Diese Frage wurde von sechs der acht Investoren beantwortet. Bei den Asset Managers ist diese Frage irrelevant, da der Verkauf von Anlagelösungen Teil des Geschäftsmodells ist. Der klare Hauptvorteil, welcher von fünf Investoren genannt wurde, ist die direkte Steuermöglichkeit. Demzufolge können sie direkten Einfluss auf die Liegenschaften nehmen, was das Ausnutzen von Optimierungspotenzial sowie eine bessere Markteinschätzung durch die direkte Teilnahme zulässt. 50% der befragten Investoren erwähnen zudem, dass von Direktinvestitionen höhere Renditen erwartet werden. Als einziger Nachteil wird der erhöhte Verwaltungsaufwand genannt.

### 5.2.2 Immobilientrends

Die Ernst & Young AG (2017, S. 33) hat Anfang Jahr den Trendbarometer 2017 für den Schweizer Immobilienmarkt publiziert. Dabei wurden rund 50 Investoren zu ihren Erwartungen für 2017 befragt. Der demografische Wandel sowie die Zinsentwicklung wurden als Top-Trends identifiziert. Weitere Trends umfassen politische Unsicherheiten, Urbanisierung und Digitalisierung.

In den Interviews wurden die Investoren ebenfalls zu ihren Vorstellungen bezüglich der zukünftigen Immobilientrends befragt. Dabei beschränkten sich die Trends nicht nur auf das Jahr 2017, sondern auch mittel- bis langfristige Trends waren von Interesse. Die Abbildung 11 zeigt alle Trends auf, die von mindestens zwei der acht Investoren genannt wurden.

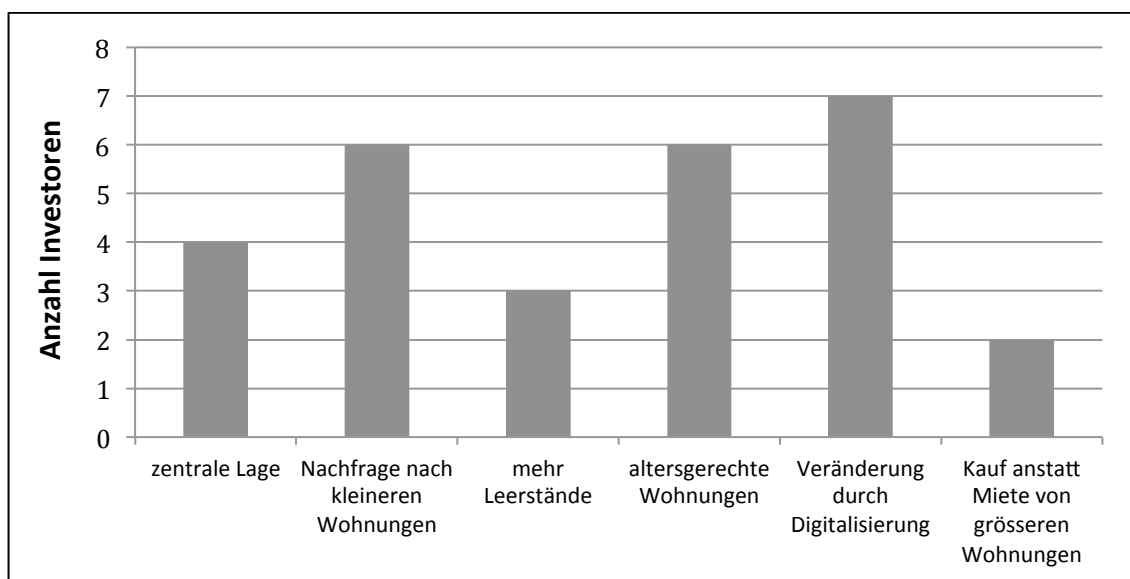


Abbildung 11: Immobilientrends (eigene Darstellung)

Bis auf einen Investor haben alle die Veränderung durch die Digitalisierung genannt. Dabei wurde das selbstfahrende Auto gleich von drei Investoren genannt. Sie glauben, dass das selbstfahrende Auto die Mobilitäts- und Lebensformen grundlegend verändern könnte. Die Digitalisierung habe aber auch Einfluss auf die Geschäftsflächen, da neue Arbeitsformen wie Home Office immer verbreiteter seien. Diese Überlegungen müssen bei der Raumplanung für Wohn- und Geschäftsflächen miteinbezogen werden. Drei Investoren geben an, dass sie dem Smart Living oder Smart Home kritisch gegenüberstehen. Smart Living ist das nach innen und aussen vernetzte Zuhause (Springer Gabler, 2017). Es sei fraglich, ob dafür eine Zahlungsbereitschaft bestehe.

Der Megatrend des demografischen Wandels wurde ebenfalls mehrfach erwähnt und ist ersichtlich in den genannten Trends „Nachfrage nach kleineren Wohnungen“, „altersgerechte Wohnungen“ sowie „mehr Leerstände“. Der veränderte Lebensstil mit tendenziell kleineren Familien und mehr Single-Haushalten führt zu einer erhöhten Nachfrage nach kleineren Wohnungen. Zudem führen die steigenden Preise der letzten Jahre zu einer erhöhten Nachfrage nach bezahlbaren Wohnungen, was einhergeht mit weniger Fläche pro Person. Ausserdem wollen ältere Menschen länger selbstständig wohnen, was ebenfalls zu einer erhöhten Nachfrage nach kleineren Wohnungen, aber auch nach altersgerechter Ausstattung führt. Das Resultat des sinkenden Bevölkerungswachstums und der hohen Bauaktivität wird auch zu mehr Leerständen führen. Die grosse Pensionskasse erwähnt spezifisch, dass der Superzyklus der Immobilien vorbei sei und schwierige Jahre bevorstehen würden.

Der in der Studie von Ernst & Young (2017, S. 33) erwähnte Trend der Urbanisierung bestätigt sich auch in den Interviews, da 50% der Investoren erwähnen, dass die zentrale Lage noch zusätzlich an Bedeutung gewinnen wird. Abschliessend erwähnen ebenfalls zwei Investoren, dass, falls die Zinsen tief blieben, grössere Wohnungen vermehrt gekauft statt gemietet würden.

### **5.2.3 Anlagekriterien**

Die Motive und die Immobilientrends beeinflussen auch die Anlagekriterien. Im Interview wurden die Investoren zu den Investitionsgrössen, der angestrebten Zielrendite sowie den Standortkriterien befragt. Gemäss Angaben der Investoren dienen diese



Anlagekriterien in späteren Phasen des Entscheidungsprozesses zusammen mit dem Diversifikationsgedanken als Basis für die Prüfung der Portfoliokonformität.

### 5.2.3.1 Investitionsgrößen

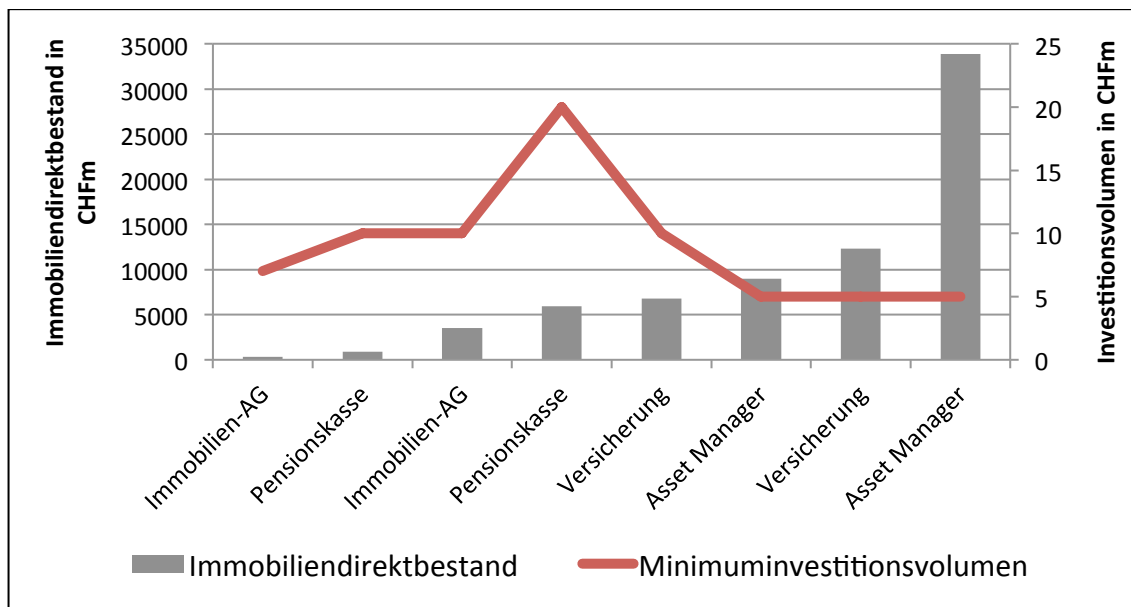


Abbildung 12: Minimuminvestitionsgrößen (eigene Darstellung)

Die Abbildung 12 zeigt eine Gegenüberstellung des gesamten direkt investierten Immobilienbestandes zu den Minimuminvestitionsvolumen. Die Grafik zeigt auf, dass obwohl zum Beispiel der grösste Investor über 100 mal grösser ist als der kleinste, dass das Minimuminvestitionsvolumen pro Investitionsobjekt 29% tiefer liegt. Dabei gilt es jedoch zu erwähnen, dass speziell die Asset Managers über mehrere Gefässe verfügen und dabei je nach Gefäss und der dazugehörigen Strategie verschiedene Minimuminvestitionsvolumen haben. Durchschnittlich liegen die Minimuminvestitionsvolumen bei CHF 9 Millionen, was bis auf eine Pensionskasse mit einem Mindestinvestitionsvolumen von CHF 20 Millionen sehr gut zutrifft. Bei der maximalen Investitionsgrösse geben vier keine definierte Grösse an. Zwei Investoren definieren das Maximum bei zirka CHF 100 Millionen und einer bei CHF 500 Millionen. Der kleinste befragte Investor setzt das aktuelle Maximalvolumen aufgrund der Diversifikationsrichtlinien bei CHF 60 Millionen fest. Die Beschränkungen aufgrund der Diversifikation wurden auch von den Asset Managers für gewisse Gefässe erwähnt. Bei der Festlegung der Minimum- und der Maximalinvestitionsvolumen geben fünf Investoren an, dass die Werte grossteils aufgrund der Erfahrung festgelegt wurden. Dabei spielen vor allem Effizienzüberlegungen eine wichtige Rolle. Die bereits erwähnten Diversifikationsüberlegungen werden ebenfalls von drei Investoren erwähnt.

### 5.2.3.2 Zielrendite

Bei den Zielrenditen herrscht weniger Einigkeit unter den befragten Investoren. Fünf der acht Investoren haben keine vordefinierte Zielrendite. Nur die beiden Pensionskassen und die kleine Immobilienaktiengesellschaft nennen Zielrenditen (vgl. Tabelle 4).

Investor	Bruttozielrendite	Basis der Festsetzung
Pensionskasse (gross)	4.0–4.5%	KGAST
Pensionskasse (klein)	3.7–3.8%	Mindestzinssatz der Pensionskasse
Immobilien-AG (klein)	4.7–5.0%	Betriebsrechnung/Ausschüttungsziel

Tabelle 4: Zielrendite für Neuinvestitionen (eigene Darstellung)

Die beiden Versicherungen geben an, dass je nach Lage, Objekt und Nutzung eine Zielrendite definiert wird. Dabei wird jeweils eine individuelle Beurteilung durchgeführt. Im Grundsatz wird eine marktgerechte Verzinsung angestrebt. Die beiden Asset Managers haben das gleiche Vorgehen. Der grössere Asset Manager erwähnt zusätzlich, dass der Immobilienmarkt so heterogen sei, dass eine vordefinierte Zielrendite keinen Mehrwert bringen würde. Die grosse Immobilien-AG erwähnt, dass sie keine Zielrendite definiert habe, aber dass jede Investition unter der aktuellen Portfoliorendite nur zu einer Performanceverwässerung führen würde.

### 5.2.3.3 Standortkriterien

Das dritte grundlegende Anlagekriterium stellt die Lage beziehungsweise der Standort dar. Die Abbildung 13 zeigt alle Standortkriterien auf, die mindestens von zwei institutionellen Investoren genannt wurden.

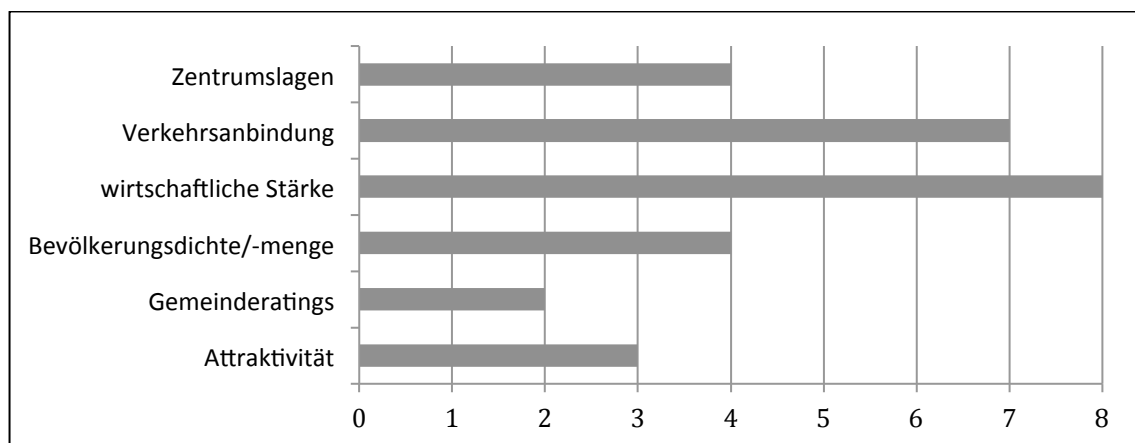


Abbildung 13: Standortkriterien (eigene Darstellung)

Das dominierende Kriterium ist die wirtschaftliche Stärke der Region. Dieses Kriterium wird von allen Investoren genannt. Nicht nur bei Geschäfts-, sondern auch bei Wohnliegenschaften werden Aspekte wie Kaufkraft pro Einwohner oder Anzahl Arbeitsplätze

aufgrund des direkten Einflusses auf die Nachfrage beachtet. Die Wichtigkeit der Erschliessung mittels öffentlichem wie auch Individualverkehr wird von sieben Investoren spezifisch erwähnt. Gerade bei Geschäftsliegenschaften ist der ÖV-Anschluss aufgrund der oftmals beschränkten Anzahl an Parkplätzen von Bedeutung. Im Bereich der Geschäftsliegenschaften werden zudem Zentrumslagen als wichtiges Kriterium genannt. Speziell in Agglomerationsgebieten wird ebenfalls genau auf die Bevölkerungsdichte/-menge geachtet, um sicherzustellen, dass eine genügende Nachfrage vorhanden ist. Zentrumslagen wie auch Bevölkerungsdichte/-menge werden von jeweils 50% aller Investoren genannt. Drei Investoren erwähnen zusätzlich die Attraktivität, also die Nähe von Schulen, das Kulturangebot, Einkaufsmöglichkeiten etc., als Kriterium. Je mehr das Gebiet bietet, desto eher findet sich eine Nachfrage. Den Einbezug von Gemeinderatings, welche zum Beispiel von der Wüest & Partner AG oder der Fahrländer Partner AG Raumentwicklung erstellt werden, erwähnen zwar fünf Investoren, aber als aktives Kriterium nutzen dies nur zwei. So haben die grosse Pensionskasse und die kleine Versicherung definiert, dass nur in Gemeinden investiert wird, die ein W&P-Gemeinderating von 1–2.5 haben.

### 5.2.4 Operativer Investitionsprozess

Auf die Anlagestrategie folgt die praktische Umsetzung. Der Investitionsprozess durchläuft verschiedene Phasen. Je nach Investor sind diese Phasen unterschiedlich ausgeprägt. Sieben der acht Investoren haben zu ihrem groben Investitionsprozess Auskunft gegeben. Die Verallgemeinerung der investorenspezifischen Prozesse ergibt den operativen Investitionsprozess in Abbildung 14. In den kommenden beiden Kapiteln wird auf ausgewählte Teile dieses Prozesses spezifischer eingegangen.

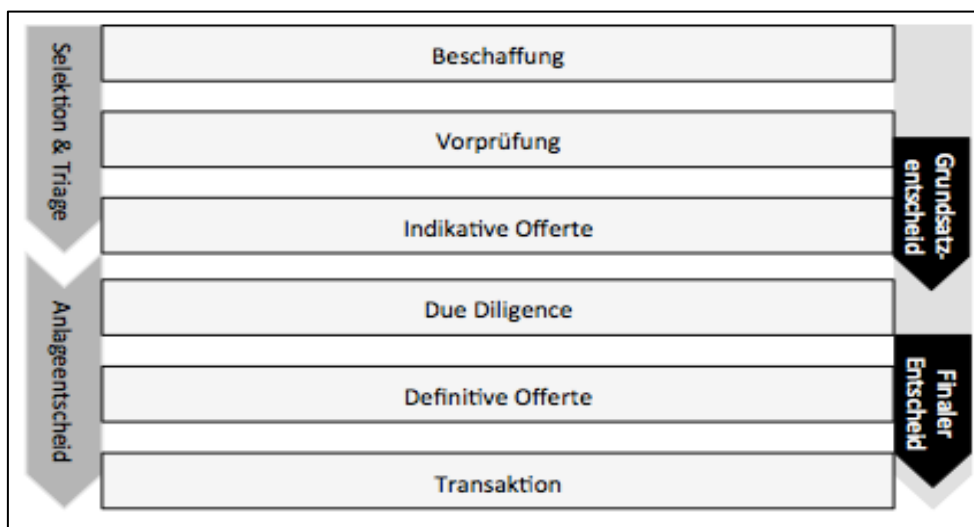


Abbildung 14: Operativer Investitionsprozess (eigene Darstellung)

## 5.3 Selektion und Triage von Immobilien

Auf die Anlagestrategie folgt die Selektion und Triage von Immobilien. In diesem Bereich standen vor allem die Beschaffung der Investitionsobjekte, die genutzten Tools/Methoden zur Beurteilung der Standorte sowie die Fällung eines Grundsatzentscheids im Mittelpunkt des Interesses.

### 5.3.1 Beschaffung

Die acht befragten Investoren investieren zusammen jährlich durchschnittlich CHF 2.6 Milliarden in neue Bestandesliegenschaften und Projektentwicklungen. Die Abbildung 15 zeigt die wichtigsten Kanäle auf, wie die Investoren neue Investitionsobjekte beschaffen.

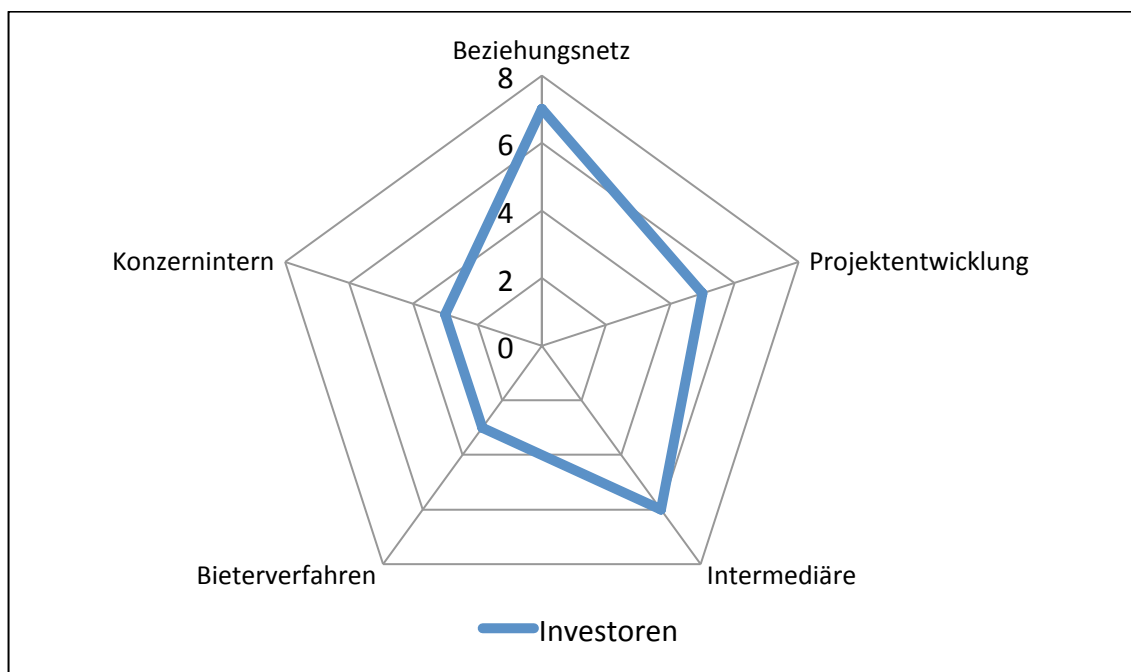


Abbildung 15: Beschaffung von neuen Investitionsobjekten (eigene Darstellung)

Sieben von acht Investoren geben an, dass das eigene Beziehungsnetz der Mitarbeiter zu neuen Investitionsobjekten führt. Die Bedeutung dieses Kanals ist jedoch sehr unterschiedlich. Die Pensionskassen geben an, dass ein Grossteil ihrer neuen Objekte via Beziehungsnetz gefunden wird. Demgegenüber geben die anderen Investoren an, dass die Bedeutung des eigenen Netzwerks abnehmend ist. Interne Beziehungen erwähnen drei Investoren als Möglichkeit zur Beschaffung von neuen Objekten. So profitiert die grosse Pensionskasse von der Einbettung in einen Konzern, aber auch die grosse Versicherung beziehungsweise der grosse Asset Manager profitieren von internen Vermittlungen von Generalagenten oder Kundenberatern.

Die eigene Projektentwicklung oder der frühe Einstieg in Projektentwicklungen ist für fünf der acht Investoren ein wichtiges Standbein. Die grosse Versicherungsgesellschaft gibt zum Beispiel an, dass die Hälfte, also zirka CHF 250 Millionen, der jährlichen Neuinvestitionen durch eigene Projektentwicklungen realisiert wird.

Im Bereich der externen Beschaffung werden die Intermediäre sowie die Bieterverfahren beziehungsweise die Investorenwettbewerbe erwähnt. Aufgrund der Grösse der institutionellen Investoren werden sie aktiv von Maklern und anderen Vermittlern angegangen, die im Auftrag ihrer Kunden Liegenschaften verkaufen wollen. Dabei ist wichtig, dass die institutionellen Investoren meist keine Vermittlungsgebühren bezahlen. Der grosse Asset Manager gibt an, dass Neuinvestitionen in 80% der Fälle auf Vermittlungen zurückzuführen sind. Öffentliche Bieterverfahren werden von drei Investoren genannt, um neue Objekte akquirieren zu können.

### 5.3.2 Markt- und Standortanalyse

Als Teil der Anlagestrategie wurden die Anlagekriterien bereits im Kapitel 5.2.3 näher beschrieben. In der Phase der Selektion und Triage nehmen die Investoren Markt- und Standortanalysen vor. Die Investoren wurden zu den gängigsten Methoden und Tools befragt (vgl. Abbildung 16).

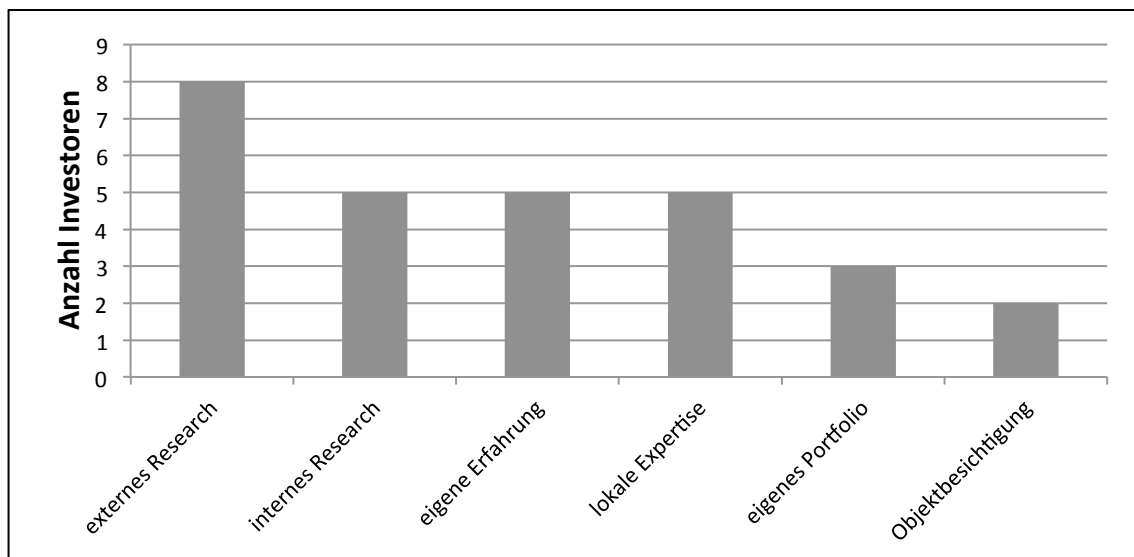


Abbildung 16: Methoden zu Markt- und Standortanalysen (eigene Darstellung)

Als erste Indikation, aber auch für die Makroanalysen nutzen alle Investoren externes Research. Bei externem Research handelt es sich um Analysen von zum Beispiel Wüest & Partner AG, Fahrländer Partner AG Raumentwicklung, UBS AG, Credit Suisse AG oder Jones Lang LaSalle AG. Eine dominante Rolle nimmt dabei das Research von

Wüest & Partner ein, da sieben Investoren dies spezifisch erwähnen. Die grosse Immobilienaktiengesellschaft erwähnt jedoch, dass man sich aufgrund eines potenziellen Klumpenrisikos bei W&P hauptsächlich auf das Research von FPRE abstützt. Auch die kleine Pensionskasse, die grosse Versicherungsgesellschaft sowie die beiden Asset Manager erwähnen, dass Research von mehreren externen Instituten hinzugezogen wird. Im Bereich des Researchs erstellen fünf der Investoren noch ein Internes. Der Komplexitätsgrad ist jedoch je nach Investor unterschiedlich. Während zum Beispiel bei der grossen Immobilienaktiengesellschaft zwei Personen für die Erstellung eines vollumfänglichen Researchs inklusive Makro- und Mikroanalysen, Solow-Modelle etc. zuständig sind, liegt der Fokus bei der zehnmal kleineren Immobilienaktiengesellschaft auf der Erstellung von fairen Marktzinsen, welche via Internetrecherchen durch die Projektassistentin erstellt werden.

Mehr als die Hälfte der Investoren gibt an, dass die Erfahrung ihrer Mitarbeiter mit gewissen Regionen und Standorten von sehr grosser Bedeutung ist. Dieser Punkt wird von den kleineren wie auch den grösseren Investoren erwähnt. Ebenfalls fünf Investoren erwähnen, dass oftmals lokale Expertise von grosser Bedeutung ist. Bei unzureichender Erfahrung in einer Region oder bei Unsicherheiten werden lokale Experten hinzugezogen. Häufig stellen dies die lokalen Bewirtschafter dar, die eine Mietzinseinschätzung erstellen. Die Pensionskassen erwähnen zudem noch lokale Bewerter oder andere lokal verankerte Partner wie zum Beispiel Generalunternehmer, die zusätzliche Einschätzungen abgeben können. Obwohl die lokale Expertise wie auch die eigene Erfahrung von mehr als der Hälfte der Investoren erwähnt wurden, erwähnen nur die beiden Pensionskassen die Vorortbesichtigung als wichtiges Mittel zur Einschätzung der Lage.

Das eigene Portfolio dient für die grosse Pensionskasse, die grosse Versicherungsgesellschaft sowie für den grossen Asset Manager ebenfalls als wichtiger Indikator für die Attraktivität des zu investierenden Objekts. Erfahrungen mit den bereits bestehenden Objekten geben Auskunft über die fairen Mietzinsniveaus oder auch die nachgefragten Nutzungsarten beziehungsweise Objektgrössen. Diese Methode scheint vor allem für die grossen Investoren geeignet, da diese über eine genügende Datenbasis verfügen.

### 5.3.3 Grundsatzentscheid

Wie im operativen Investitionsprozess (vgl. Abbildung 14) beschrieben wurde, wird an einem gewissen Punkt ein Grundsatzentscheid getroffen. An diesem Punkt wird entschieden, ob das Projekt weiterverfolgt oder ob eine weitere Prüfung des Objekts als nicht sinnvoll eingestuft wird. Sieben der acht Investoren gaben zum Grundsatzentscheid näher Auskunft.

Die Entscheidungsinstanzen sind bei allen Investoren ähnlich aufgebaut. Demzufolge wird bei allen sieben Investoren ein Teamentscheid gefällt. Die Teamgrösse ist abhängig von der Gesamtgrösse des Investors. So findet der Grundsatzentscheid bei der kleinen Pensionskasse zwischen dem Leiter Immobilienanlagen und einem seiner Mitarbeiter statt. Bei der grossen Pensionskasse umfasst das Team für den Grundsatzentscheid neben dem Portfoliomanagement die vier Abteilungsleiter im Bereich Immobilien sowie den Leiter Immobilien selbst. Bei den Immobilienaktiengesellschaften findet der Entscheid grundsätzlich in der Gruppenleitung beziehungsweise in der Geschäftsleitung statt. Bei den beiden Asset Managers und der grossen Versicherungsgesellschaft ist der Prozess stark durch das Transaktionsteam getrieben. Bei der Versicherungsgesellschaft wird im Investmentkomitee, bestehend aus dem Leiter Asset Management, dem Leiter Ankauf, dem Leiter Projektentwicklung und Bau, dem jeweiligen Fondsmanager und dem Head Real Assets, ein Grundsatzentscheid getroffen. Bei dem kleinen Asset Manager findet der Grundsatzentscheid unter Zuzug von Verantwortlichen vom Baumanagement und von den Finanzen, den Portfoliomanagern sowie dem Head Real Estate im Transaktionsteam statt. Beim grossen Asset Manager wird der Grundsatzentscheid vom Transaktionsteam zusammen mit den Portfoliomanagern gefällt.

Als Basis für den Grundsatzentscheid stellen sich bei allen Investoren drei essenzielle Fragen:

- Ist das Objekt sinnvoll?
- Ist die Lage attraktiv?
- Sind die Renditen-/Mietzinsversprechen realistisch?

Das Verkaufsdossier sowie gewisse grundlegende Ratings und Indizes (vgl. Kapitel 4.3.2) dienen als Basis für den Entscheid.

## 5.4 Investitionsentscheid

Nachdem die möglichen Investitionsobjekte gefunden worden sind und eine erste Triage stattgefunden hat, findet eine vertiefte Prüfung der Immobilie statt. Der Entscheidungsprozess endet mit dem endgültigen Investitionsentscheid. Die nachfolgenden Abschnitte geben Einblicke in ausgewählte Teilbereiche, welche als Basis für den endgültigen Investitionsentscheid dienen.

### 5.4.1 Bewertungsmethoden

Um einen fundierten Investitionsentscheid treffen zu können, benötigt es eine Bewertung der jeweiligen Immobilie. Dabei ist zwischen internen und externen Bewertungen zu unterscheiden.

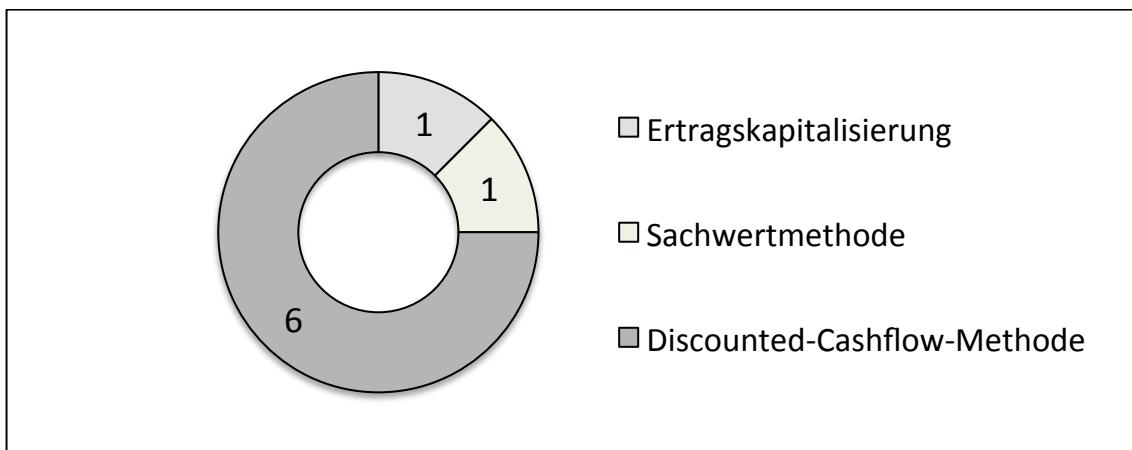


Abbildung 17: Unternehmensintern angewendete Bewertungsmethoden (eigene Darstellung)

Alle acht befragten Investoren erstellen beim Investitionsentscheid eine interne Bewertung der Liegenschaft. Wie in Abbildung 17 ersichtlich, wird von 75% der Investoren die DCF-Methode angewendet. Diese sei „state-of-the-art“ und vor allem bei der Beurteilung von verschiedenen Szenarien sinnvoll. Ausserdem ist eine dynamische Bewertungsmethode je nach Anlagegefäss gefordert (vgl. Kapitel 4.3). Die grosse Immobilienaktiengesellschaft erwähnt, dass je nach Situation noch eine Kalkulation der eigenen Projektentwicklung beziehungsweise des eigenen Generalunternehmens erstellt wird. Dies lässt zum Beispiel eine Plausibilisierung der Baukosten zu. Nur die kleine Pensionskasse und die kleine Immobilienaktiengesellschaft verzichten auf eine eigene DCF-Bewertung. Die kleine Pensionskasse erstellt mittels eines eigens entwickelten Excel-Files eine Ertragskapitalisierung. Die Begründung ist, dass grundsätzlich der Ertrag Ende Jahr interessiert und nicht in 10–20 Jahren. Die kleine Immobilienaktiengesellschaft macht eine Bewertung anhand der Sachwertmethode. Die DCF-Methode



vermittele eine Scheingenauigkeit, und man sei ihr gegenüber kritisch eingestellt. Ausserdem lasse man bei jeder Neuinvestition eine DCF-Bewertung von einem unabhängigen Dritten erstellen, was die Erstellung einer eigenen DCF-Bewertung für sie überflüssig mache.

Beurteilungen von Drittfirmen werden auch von anderen Investoren eingeholt. Die beiden Immobilienaktiengesellschaften sowie die beiden Asset Managers holen bei jeder Neuinvestition eine Drittbeurteilung basierend auf einer DCF-Bewertung ein. Die Drittbeurteilungen werden von Wüest & Partner, Jones Lang LaSalle, Ernst & Young oder PricewaterhouseCoopers erstellt. Die grosse Versicherungsgesellschaft holt nur für den Immobilienfonds, welchen sie noch verwaltet, eine externe Bewertung von JLL ein. Bei der kleinen Versicherung wird eine externe Bewertung von JLL erst ab Projekten über CHF 50 Millionen eingeholt. Ein ähnliches Vorgehen hat die kleine Pensionskasse, welche grundsätzlich eine externe DCF-Bewertung von W&P erst ab Projekten über CHF 30 Millionen einholt. Die grosse Pensionskasse holt jeweils eine Werthaltigkeitsbestätigung von W&P sowie ein Mietwertgutachten von einem lokalen Bewerter ein. Mietwertgutachten von lokalen Bewirtschaftern werden ebenfalls von den beiden Immobilienaktiengesellschaften, der grossen Versicherungsgesellschaft wie auch dem grossen Asset Manager eingeholt.

Die internen und externen Bewertungen sind schlussendlich auch die Basis, um Bewertungsunsicherheiten zu minimieren. Aufgrund des Einholens von verschiedenen Meinungen und des daraus resultierenden Plausibilisierungsprozesses sind die Investoren überzeugt, dass sie den fairen Wert eruieren können.

### **5.4.2 Risikoanalysen**

#### **5.4.2.1 Risiken bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien**

Im Bereich der Risikoanalyse gilt es zuerst festzustellen, welches gemäss Investoren die grössten aktuellen Risiken sind. Im Jahr 2014 veröffentlichte die Complementa Investment-Controlling AG (Niedermann & Rothmund, 2014, S. 68) einen Risiko Check-up zur aktuellen Lage der Schweizer Pensionskassen. Dabei nannten die Pensionskassen den Zinsanstieg, die hohen Leerstände aufgrund allgemeiner Konjunkturabschwächung sowie die regulatorischen Veränderungen als die drei grössten Risiken. Die acht

Investoren wurden zum selben Thema befragt. Die fünf meisterwähnten Risiken sind in Abbildung 18 abgebildet.

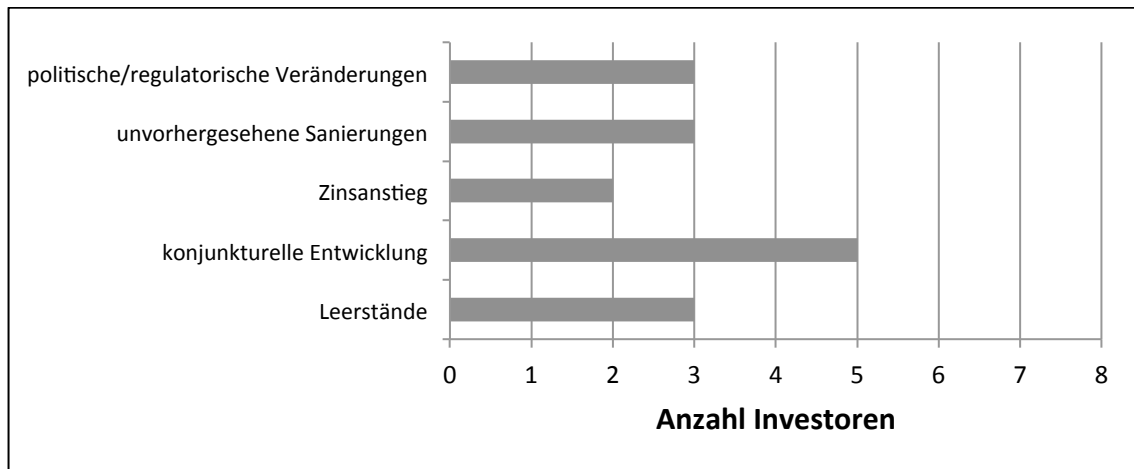


Abbildung 18: Die fünf meisterwähnten Risiken bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien (eigene Darstellung)

Das meisterwähnte Risiko ist die konjunkturelle Entwicklung. Ein wirtschaftlicher Rückgang hat direkten Einfluss auf die Nachfrage nach Geschäfts- wie auch Wohnliegenschaften. In eine ähnliche Richtung geht das erwähnte Risiko „Leerstände“. Konjunkturelle Abschwächungen würden langfristig ebenfalls zu vermehrten Leerständen führen. Die drei Investoren, die Leerstände als Risiko genannt haben, gaben jedoch auch an, dass das Risiko aufgrund von Geschäfts- und Wohnflächenüberproduktion sowie abnehmendem Bevölkerungswachstum beziehungsweise fehlender qualitativer Zuwanderung als erhöht betrachtet wird. Politische/regulatorische Veränderungen wurden von drei Investoren als bedeutendes Risiko genannt. Veränderungen im Raumplanungsgesetz, Initiativen wie die Zweitwohnungsinitiative, aber auch Änderungen im Mietrecht bergen beträchtliche Risiken für die institutionellen Investoren. Der Zinsanstieg und der damit verbundene mögliche Wertverlust auf den bestehenden Immobilien wurden nur von zwei Investoren als Risiko erwähnt. Die kleine Immobilienaktiengesellschaft sieht den Zinsanstieg sogar als Chance, da sie überzeugt ist, dass sich viele Investoren bei den Immobilienkäufen verschätzt haben und dadurch unter Druck geraten werden. Dies eröffnet für professionell geführte Unternehmungen die Möglichkeit zum Aufkauf von Liegenschaften zu attraktiven Preisen. Zu guter Letzt erwähnten noch drei Investoren das Risiko von unvorhergesehenen Sanierungen auf Objektebene.

Allgemein muss erwähnt werden, dass die Übereinstimmung der erwähnten Risiken eher gering war. Das Einspracherisiko, die Unstabilität des Cash Flows, die unsichere Wiederverkäuflichkeit, der aktuelle Anlagedruck auf dem Markt, die übermässige

Gläubigkeit an externe Experten, eine mögliche Immobilienblase sowie Investitionen in zu grosse Objekte sind weitere Risiken, die von einzelnen Investoren erwähnt wurden.

#### **5.4.2.2 Risikoprozess**

Basierend auf dem erstellten Risikomanagementkreislauf im Kapitel 3.2.3, gibt es beim Risikomanagement von Immobilienportfolios die folgenden Teilbereiche:

- Risikostrategie
- Risikoanalyse
- Risikosteuerung
- Risikokontrolle

Im Entscheidungsprozess für Neuinvestitionen stehen aus einer operativen Optik vor allem die Schritte Risikoanalyse und -steuerung im Mittelpunkt. Deshalb wurden die institutionellen Investoren zu diesen zwei Schritten befragt.

Sieben Investoren gaben Auskunft zu ihrem Risikomanagementprozess. Bei der Erkennung und Messung von Risiken geben alle Investoren an, dass sie über einen strukturierten Risikomanagementprozess verfügen. Die sogenannte Due Diligence beziehungsweise die detaillierte Prüfung des Objekts findet bei allen Investoren statt. Als Grundlage dienen bei allen Investoren sogenannte Projekthandbücher oder interne Checklisten. Anhand der Checklisten werden technische/bauliche, finanzielle, rechtliche, steuerliche sowie umwelttechnische Aspekte geprüft. Die Projekthandbücher und die internen Checklisten decken alle Risiken ab, welche die verantwortliche Person prüfen muss. Bei den kleineren institutionellen Investoren geschieht dies durch den Portfoliomanager beziehungsweise den Projektentwickler, und bei den grösseren Investoren werden die jeweiligen Teilbereiche durch die Fachbereiche geprüft. Bei Unsicherheiten wie zum Beispiel bezüglich Altlasten lässt man Gutachten von externen Spezialisten erstellen. Die Pensionskassen und die Immobilienaktiengesellschaften erwähnen, dass die eigene Erfahrung ein wichtiger Bestandteil ist, um die Risiken korrekt einschätzen zu können. Die grosse Versicherungsgesellschaft erwähnt zudem, dass sie über eigene Bewertungstools verfüge und daraus ebenfalls Szenarienanalysen erstelle. Der kleine Asset Manager erwähnt explizit Szenarienanalysen und Stresstests als wichtige Mittel für die Messung von Risiken.

Nach der Risikoanalyse stellt sich die Frage nach der Steuerung der Risiken. Die sieben institutionellen Investoren wurden zu den möglichen und gängigsten mitigierenden Massnahmen befragt.

Dabei wurden die folgenden Massnahmen genannt:

- Preisanpassung (7 Nennungen)
- Vertragliche Ausbedingung (4 Nennungen)
- Projektoptimierung (4 Nennungen)
- Hedging (2 Nennungen)

Preisanpassungen für gewisse Risiken sind die gängigste mitigierende Massnahme. Ausserdem scheinen auch vertragliche Ausbedingungen sowie Projektoptimierungen (zum Beispiel Raumänderungen etc.) oft angewendet zu werden. Die Investoren geben jedoch an, dass Projektoptimierungen sehr abhängig vom Entwicklungsstadium der Immobilie sind. Zwei Investoren erwähnen zudem, dass gewisse Risiken über den Markt abgesichert werden können. Nur ein Investor erwähnt spezifisch den Verzicht auf die Investition als letzte mitigierende Massnahme. Es scheint jedoch offensichtlich zu sein, dass dies auch bei den anderen Investoren angewendet wird.

### **5.4.3 Entscheidungsinstanzen**

Den Abschluss des Entscheidungsprozesses von institutionellen Investoren bei Immobiliendirektinvestitionen bildet der finale Entscheid, welcher nach der sorgfältigen Prüfung des Investitionsobjekts geschieht. Sechs Investoren gaben zu der finalen Entscheidungsinstanz näher Auskunft (vgl. Tabelle 5).

Obwohl alle Investoren für die verschiedenen Gremien leicht unterschiedliche Begrifflichkeiten benutzen, kann grundsätzlich festgestellt werden, dass der finale Entscheid in einem Komitee getroffen wird und dieses mit Personen aus dem höheren Kader bestückt ist. Ausserdem geben vier Investoren an, dass es je nach Investitionsvolumen unterschiedliche Komitees gibt. Bei der grossen Pensionskasse und der kleinen Immobilienaktiengesellschaft ist das Komitee bei jedem Investitionsvolumen dasselbe. Als Entscheidungsgrundlage dienen jeweils Zusammenfassungen der detaillierten Analysen. Ausserdem werden in den meisten Fällen noch alle Detaildaten mitgeliefert.

## Der Immobilieninvestitionsentscheid von institutionellen Investoren

Pensionskasse (gross)	Entscheidungsinstanz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobilienausschuss bestehend aus PK-Geschäftsleitung und einem Konzernvertreter</li> </ul>
	Dokumentation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Management Summary inkl. Beschreibung der Lage, des Objekts, der Renditesituation und des Anlagebedarfs</li> </ul>
Pensionskasse (klein)	Entscheidungsinstanz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &lt;CHF 60m Anlageausschuss</li> <li>• &gt;CHF 60m Stiftungsrat</li> </ul>
	Dokumentation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Management Summary inkl. Beschreibung der Zielgruppe, des Ausbaustandards, der Nutzungsart, der Vor- und Nachteile, der Risiken und eines Fazits</li> </ul>
Immobilien-AG (gross)	Entscheidungsinstanz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &lt;CHF 10m Gruppenleitung</li> <li>• &gt;CHF 10m Verwaltungsrat</li> </ul>
	Dokumentation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Antrag mit Management Summary plus vollständigem Investitionsdossier</li> </ul>
Immobilien-AG (klein)	Entscheidungsinstanz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verwaltungsrat</li> </ul>
	Dokumentation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Antrag mit Management Summary inkl. Beschreibung des Objekts, der Kennzahlen und einer SWOT-Analyse plus Detaildokumentation</li> </ul>
Versicherungsgesellschaft (gross)	Entscheidungsinstanz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investmentkomitee bestehend aus Leiter Asset Management, Leiter Ankauf, Leiter Projektentwicklung und Bau, jeweiliger Fondsmanager und Head Real Assets</li> <li>• Höhere Instanzen bei sehr grossen Projekten (internationales Investmentkomitee)</li> </ul>
	Dokumentation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Management Summary inklusive Empfehlung von jedem Fachbereich</li> </ul>
Asset Manager (gross)	Entscheidungsinstanz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fonds: Fondsleitung und Head RE CH</li> <li>• Anlagestiftung: Anlagestiftungsvertreter und Head RE CH (&gt;CHF 100m = Anlagekomitee)</li> </ul>
	Dokumentation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Work Book inkl. Zahlen- und Standortübersicht, Mieterspiegel, Szenarienanalysen, DCF-Berechnung sowie baulicher Beurteilungen plus Detaildokumentation</li> </ul>

Tabelle 5: Finale Entscheidungsinstanz (eigene Darstellung)

## 6 Schlussfolgerungen/Konklusion

Zum Schluss werden nun alle Resultate aus den verschiedenen Kapiteln in den zentralen Erkenntnissen zusammengefasst. Dabei wird ebenfalls auf die Beantwortung der Forschungsfrage sowie die Bestätigung beziehungsweise Ablehnung der Hypothese eingegangen.

### 6.1 Zentrale Erkenntnisse

Immobilien sind zugleich Konsumgüter und Renditeobjekte. Diese und weitere Besonderheiten wie zum Beispiel die Heterogenität oder die Standortgebundenheit machen Immobilien zu einer speziellen Anlageklasse. Diese Eigenheiten sowie das fordernde Marktumfeld verlangen nach einem strukturierten Vorgehen beim Fällen von Investitionsentscheiden.

Die empirische Untersuchung hat gezeigt, dass alle untersuchten institutionellen Investoren trotz unterschiedlicher Portfoliogrößen über einen strukturierten Entscheidungsprozess bei Immobiliendirektinvestitionen verfügen. Die Abbildung 19 zeigt eine abstrakte Form des Entscheidungsprozesses auf.

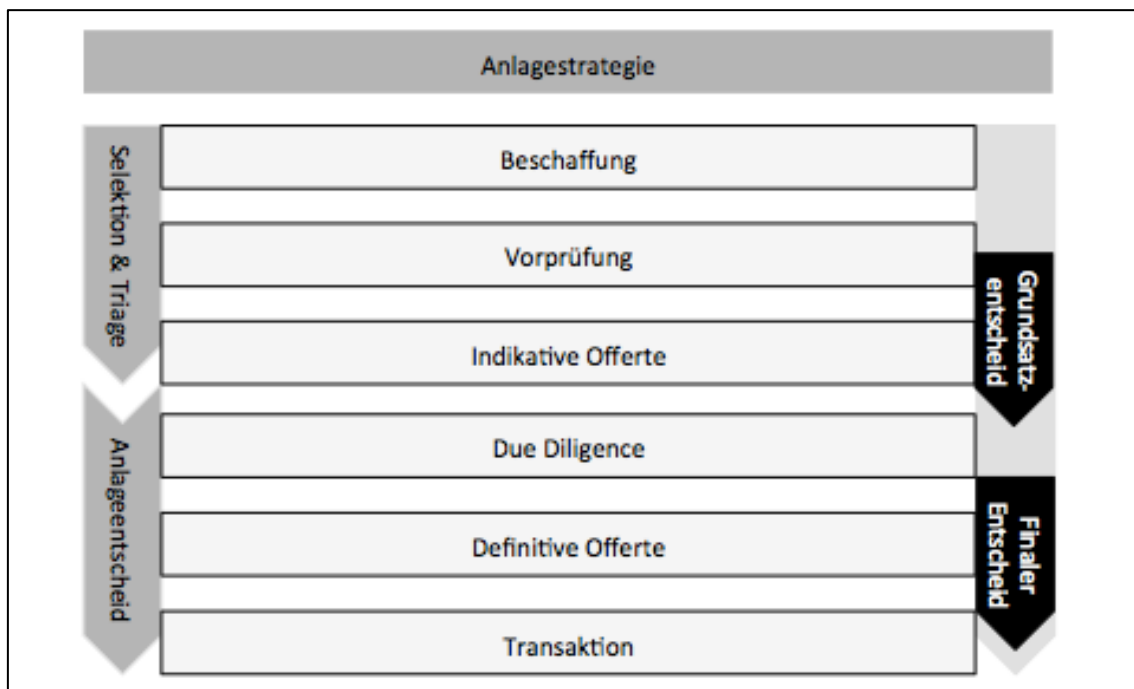


Abbildung 19: Allgemeiner Entscheidungsprozess von institutionellen Investoren bei Immobiliendirektinvestitionen (eigene Darstellung)

Bei der Anlagestrategie beziehungsweise der Definition der Anlagekriterien hat sich gezeigt, dass sehr viele Ähnlichkeiten bestehen. Im Grundsatz können für institutionelle Investoren folgende allgemeine Anlagekriterien definiert werden:

- Minimuminvestitionsvolumen: - ca. CHF 10 Millionen
- Zielrendite: - marktabhängig/objektspezifisch
- Standortkriterien: - wirtschaftlich starke Regionen
  - gute Verkehrsanbindung
  - hohe Bevölkerungsdichte/Zentrumslage

Bei der Beschaffung verlassen sich die institutionellen Investoren auf ihr persönliches Netzwerk, die Projektentwicklung sowie auf die Vermittlung von Objekten durch Intermediäre und nehmen an Bieterverfahren teil. Eine Vorprüfung der Neuinvestitionen inklusive der Fällung eines Grundsatzentscheids in Teams/Gremien gehört ebenfalls zur gängigen Praxis.

Obwohl, wie im Theorieteil oder auch in den SVS beschrieben, sehr viele verschiedene Bewertungsmethoden verfügbar sind, gibt es speziell bei den grossen Investoren eine klare Fokussierung auf die dynamische DCF-Methode. Nur die kleineren Investoren wenden noch andere Methoden an, holen aber meist zusätzlich eine DCF-Bewertung von einem externen Schätzer ein. Der Zuzug von Drittbewertungen bei grossen Investitionen ist allgemeine Praxis, aber auch teilweise (z.B. bei Immobilienfonds) regulatorisch vorgegeben. Bei den externen Schätzern lässt sich keine klare Konzentration feststellen. Im Bereich des Risikomanagements stellt die konjunkturelle Entwicklung für die Investoren das grösste Risiko dar. Bei weiteren Risiken herrscht weniger Übereinstimmung, und so liegt der Fokus der Investoren auf verschiedenen Risiken. Trotzdem verfügen alle Investoren über einen detaillierten Due-Diligence-Prozess und mitigieren Risiken meistens über Preisanpassungen. Schlussendlich liegt der finale Investitionsentscheid bei einem Gremium, das mit Vertretern aus dem höheren Kader besetzt ist.

Der in Abbildung 19 beschriebene Entscheidungsprozess und die detaillierte Zusammenfassung beantworten die eingangs erwähnte Forschungsfrage. Zudem bestätigt sich die aufgestellte Hypothese, dass jeder institutionelle Investor bei Immobiliendirektinvestitionen über einen strukturierten Entscheidungsprozess verfügt.

## **6.2 Grenzen der Arbeit**

Die in dieser Arbeit analysierten Entscheidungsprozesse geben nur eine approximative Vorstellung der Realität und basieren auf den Vorgehensweisen von wenigen, wenn auch sehr bedeutenden, institutionellen Investoren in der Schweiz. Darüber hinaus müsste eine Umfrage mit der Grundgesamtheit oder einer repräsentativen Stichprobe der institutionellen Investoren gemacht werden, um die Resultate zu bestätigen beziehungsweise den Prozess detaillierter auszubauen. Aufgrund der Lokalität der Immobilienmärkte sind die Erkenntnisse dieser Arbeit nur beschränkt auf andere Länder übertragbar.

## **6.3 Implikationen für die Forschung und die Praxis**

Im Bereich der Forschung gibt es weiteres Potenzial in der Ausweitung dieser Arbeit auf andere Märkte sowie die Erstellung eines gemeinsamen Standards. Aufgrund der grossen Bedeutung der DCF-Methode in der Immobilienbewertung sollten sich weitere Forschungen ebenfalls mit der Weiterentwicklung dieser Methode beschäftigen.

In Bezug auf die Praxis zeigt diese Arbeit klar auf, dass ein strukturierter Entscheidungsprozess aufgrund der Besonderheiten des Marktes beziehungsweise der Anlageklasse „Immobilie“ nötig ist. Die Betrachtung der beschriebenen Methoden und Vorgehensweisen, welche von den grossen institutionellen Investoren angewendet werden, sowie die grundlegenden Theorien können auch für private und sehr kleine institutionelle Investoren bei der nächsten Investition nützlich sein.



## 7 Literaturverzeichnis

- Arens, J. (2015). Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren. In: M. Trübstein (Hrsg.): *Real Estate Asset Management – Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich*. S. 229–253. Wiesbaden: Springer.
- Arens, J. (2016). Unterscheidung nach Immobilienarten. In: K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel & W. Schäfers (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 5. überarbeitete Auflage. S. 84–107. München: Oldenbourg.
- Belik, M. (2016). Instrumente der Immobilieninvestitionen – Betrachtungen zur kapitalmarktorientierten Immobilienbewertung. In: J. Schäfer & G. Conzen (Hrsg.): *Praxishandbuch Immobilien-Investitionen*. S. 509–524. München: C.H. Beck oHG.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2013). *Essentials of Investments*. 9. Auflage. New York: McGraw Hill.
- Bone-Winkel, S., Focke, C., & Schulte, K.-W. (2016). Begriff und Besonderheit der Immobilie als Wirtschaftsgut. In: K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel & W. Schäfers (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 5. überarbeitete Auflage. S. 4–24. München: Oldenbourg.
- Bundesamt für Statistik [BFS] (2016). *Steckbrief: MS-Regionen*. Abgerufen von <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/raum-umwelt/nomenklaturen/msreg.assetdetail.415729.html>.
- Canonica, F. (2009). *Die Immobilienbewertung: Schätzerwissen im Überblick*. St. Gallen: SIV Schweizerischer Immobilienschätzer-Verband.
- Cezanne, W. (2005). *Allgemeine Volkswirtschaftslehre*. 6. überarbeitete Auflage. München: Oldenbourg.
- Deloitte Global Services Limited (2017). *International Valuation Standards Council (IVSC)*. Abgerufen von <https://www.iasplus.com/de/resources/global-organisations/resource46>.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA] (2013). *Rundschreiben 2008/18 Anlagerichtlinien Versicherer – Anlagen im gebundenen Vermögen sowie Einsatz von derivativen Finanzprodukten bei Versicherern*. Bern: FINMA. Abgerufen von

[https://www.finma.ch/de/~/\\_/media/finma/dokumente/rundschreiben-archiv/finmars-2008-18.pdf?la=de](https://www.finma.ch/de/~/_/media/finma/dokumente/rundschreiben-archiv/finmars-2008-18.pdf?la=de).

Ernst & Young AG [EY] (2017). *Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Schweiz*. Basel: EY. Abgerufen von <https://www.eycom.ch/de/Publications/20170209-Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt-Schweiz-2017/download>.

Fahrländer Partner AG Raumentwicklung [FPRE] (2015). *Immobilien Almanach Schweiz 2016*. Zürich: FPRE.

Ferber, M. (2015). Sparer in der „Anlage-Wüste“. *Neue Zürcher Zeitung*. 19.09.2015. Abgerufen von <https://www.nzz.ch/finanzen/sparer-in-der-anlage-wueste-1.18615772>.

Fierz, K. (1998). *Wert und Zins von Immobilien: Lehre und Praxis der Anlagen- und Immobilienbewertung*. 3. überarbeitete und erweiterte Auflage. Winterthur: Treuhand-Kammer.

Fierz, K. (2001). *Wert und Zins von Immobilien: Die neue Lehre der Immobilienbewertung und ihre Anwendung in der Praxis*. 4. überarbeitete und erweiterte Auflage. Zürich: Treuhand-Kammer.

Fierz, K. (2011). *Immobilienökonomie und Bewertung von Liegenschaften*. 6. Auflage. Zürich: Schulthess.

Gahn, R. (1994). *Delegiertes Portfolio Management deutscher institutioneller Anleger aus dem Nichtbanken-Bereich (Dissertation)*. München: Universität München.

Glatte, T. (2014). *Entwicklung betrieblicher Immobilien: Beschaffung und Verwertung von Immobilien im Corporate Real Estate Management*. Wiesbaden: Springer.

Gleissner, W. (2004). Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung. *Zeitschrift für Controlling & Management*, 2004(5), S. 350–359. Abgerufen von [http://www.werner-gleissner.de/site/publikationen/WernerGleissner\\_Aggregation-von-Risiken-im-Kontext-der-Unternehmensplanung.pdf](http://www.werner-gleissner.de/site/publikationen/WernerGleissner_Aggregation-von-Risiken-im-Kontext-der-Unternehmensplanung.pdf).

Gleissner, W., & Berger, T. (2010). *Risikomanagement – Prozesse und Organisation*. Abgerufen von <http://bookboon.com/de/risikomanagement-prozesse-und-organisation-ebook#download>.

Gondring, H., & Wagner, T. (2010). *Real Estate Asset Management: Handbuch für Studium und Praxis*. München: Vahlen.

- Grabinski, M. (2012). *Risikomanagement in der Immobilienprojektentwicklung – Unter Berücksichtigung der gesetzlichen Neuregelungen auf die Projektfinanzierung*. Hamburg: Diplomica.
- Haas, S. (2010). *Modell zur Bewertung wohnwirtschaftlicher Immobilien-Portfolios unter Betrachtung des Risikos*. Wiesbaden: Gabler.
- Hägi, A. (1947). *Die Bewertung von Liegenschaften*. 2. nachgeführte und erweiterte Auflage. Zürich: Polygraphischer Verlag.
- Henckel, D., von Kuczkowski, K., Lau, P., Pahl-Weber, E., & Stellmacher, F. (2010). *Planen – Bauen – Umwelt: Ein Handbuch*. Wiesbaden: VS Verlag.
- IAZI AG (2017). *Hedonische Bewertung*. Abgerufen von <http://www.iazicifi.ch/produkt/hedonische-bewertung/>.
- International Electrotechnical Commission [IEC] (2009). IEC/FDIS 31010:2009(E). Risk management – Risk assessment techniques. Genf: IEC, zitiert in Schäfers, W., & Wurstbauer, D. (2016). Immobilien-Risikomanagement. In: K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel & W. Schäfers (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 5. überarbeitete Auflage. S. 1036–1061. München: Oldenbourg.
- International Valuation Standards Council [IVSC] (2017a). *About the International Valuation Standards Council*. Abgerufen von <https://www.ivsc.org/about>.
- International Valuation Standards Council [IVSC] (2017b). *Our Members*. Abgerufen von <https://www.ivsc.org/about/members/our-members>.
- Jedem, U. (2006). *Immobilienrating: Überlegungen zur Risikoeinschätzung bei Immobilien aus Sicht der Kapitalgeber*. Freiburg im Breisgau: Rombach.
- Jones Lang LaSalle [JLL] (2016). *Global Real Estate Transparency Index 2016 – Taking Real Estate Transparency to the Next Level*. Chicago: JLL. Abgerufen von <http://www.jll.com/greti/Documents/GRETI/Global-Real-Estate-Transparency-Index-2016.pdf>.
- Just, T. (2013). *Demografie und Immobilien*. 2. überarbeitete Auflage. München: Oldenbourg.
- Kormeier, M. (2007). *Wissenschaftstheorie und wissenschaftliches Arbeiten – Eine Einführung für Wirtschaftswissenschaftler*. Heidelberg: Physica.
- KPMG AG (2016). *Pensionskassen Benchmark 2016*. Zürich: KPMG. Abgerufen von <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/08/ch-pension-fund-benchmark-de.pdf>.

- Lee, G. S. (2008). Wohnimmobilienmärkte. In: K.-W. Schulte (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 4: Volkswirtschaftliche Grundlage*. S. 287–303. München: Oldenbourg.
- Leopoldsberger, G., Thomas, M., & Naubereit, P. (2016). Immobilienbewertung. In: K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel & W. Schäfers (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 5. überarbeitete Auflage. S. 427–480. München: Oldenbourg.
- Maier, K. M. (2007). *Risikomanagement im Immobilien und Finanzwesen: Ein Leitfaden für Theorie und Praxis*. 3. überarbeitete und erweiterte Auflage. Frankfurt am Main: Fritz Knapp.
- Mankiw, N. G., & Taylor M. P. (2014). *Economics*. 3. Auflage. Andover: Cengage Learning.
- Mayring, P. (2015). *Qualitative Inhaltsanalyse – Grundlagen und Techniken*. 12. überarbeitete Auflage. Weinheim und Basel: Beltz.
- Meins, E., & Burkhard, H.-P. (2014). *Nachhaltigkeit und Risiken bei Immobilieninvestitionen*. Zürich: Neue Zürcher Zeitung.
- Mickan, H. (2011). *Interne Kontrollsysteme in der Immobilienwirtschaft – Aufbau und Gestaltung des Risikomanagements*. Discussion Paper 2011/5. Berlin: Competence Center Process Management Real Estate.
- Moldenhauer, R. (2007). Risikomanagement. In: M. Viering, B. Kochendörfer & J. H. Liebchen (Hrsg.): *Managementleistungen im Lebenszyklus von Immobilien*. S. 311–328. Wiesbaden: Teubner.
- Müller, A. (2012). Fundamentale Faktoren im Schweizer Immobilienmarkt. *Die Volkswirtschaft*, 2012(6), S. 55–58. Abgerufen von [http://dievolkswirtschaft.ch/content/uploads/2012/06/15D\\_Mueller.pdf](http://dievolkswirtschaft.ch/content/uploads/2012/06/15D_Mueller.pdf).
- Niedermann, A., & Rothmund, J. (2014). *Risiko Check-up 2014 – Zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen: Auswertung zum Complementa Risiko Check-up 2014*. St. Gallen: Complementa Investment-Controlling AG. Abgerufen von [http://www.complementa.ch/assets/Document/36/RCU-Studie\\_2014.pdf](http://www.complementa.ch/assets/Document/36/RCU-Studie_2014.pdf).
- Ochsner, P. (2014). *Neue KKV – Bewertung angefangener Bauten zum Marktwert*. Abgerufen von <https://blog.kpmg.ch/neue-kkv-bewertung-angefangener-bauten-zum-marktwert/>.
- Pfister, S., & Ochsner, P. (2009). Die Geschichte der Immobilienbewertung in der Schweiz. In: C. Bahn (Hrsg.): *Immobilienwirtschaft aktuell – Die Immobilienbe-*

- wertung in der Schweiz – Entwicklung, Gegenwart, Auswirkungen. S. 1–66. Zürich: vdf Hochschulverlag.
- Pfnür, A. (2010). *Modernes Immobilienmanagement: Immobilieninvestment, Immobilienennutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb*. 3. überarbeitete und aktualisierte Auflage. Berlin: Springer.
- Pöschl, P. (2004). Aufbau und Handhabung eines Risikomanagement-Systems. In: U. Lutz & T. Klaproth (Hrsg.): *Risikomanagement im Immobilienbereich – Technische und wirtschaftliche Risiken*. S. 77–97. Berlin: Springer.
- Pyhrr, S. A., Cooper, J. R., Wofford, L. E., Kapplin, S. D., & Lapedes, P. D. (1989). *Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decisions*. 2. Auflage. New York: Wiley.
- Rebitzer, D. (2016). Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestition sowie Immobilieninvestoren. In: J. Schäfer & G. Conzen (Hrsg.): *Praxishandbuch Immobilien-Investitionen*. S. 1–44. München: C.H. Beck oHG.
- Royal Institution of Chartered Surveyors [RICS] (2017a). *The work that shapes our world | RICS*. Video-Datei. Abgerufen von <http://www.rics.org/us/about-rics/who-and-what/>.
- Royal Institution of Chartered Surveyors [RICS] (2017b). *Where we are*. Abgerufen von <http://www.rics.org/ch/about-rics/where-we-are/>.
- Royal Institution of Chartered Surveyors [RICS] Switzerland (2012). *Swiss Valuation Standards (SVS) – Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland*. 2. überarbeitete und ergänzte Auflage. Zürich: vdf Hochschulverlag.
- Salzman, B. (2007). *Der Wertveränderungsprozess von Immobilien – Eine Theorie auf der Basis der Discounted-Cashflow-Methode (Dissertation)*. Zürich: ETH.
- Sandfoss, J. (2004). Grundlagen des Risikomanagements in der Immobilienwirtschaft. In: U. Lutz & T. Klaproth (Hrsg.): *Risikomanagement im Immobilienbereich – Technische und wirtschaftliche Risiken*. S. 1–38. Berlin: Springer.
- Schäfers, W., & Wurstbauer, D. (2016). Immobilien-Risikomanagement. In: K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel & W. Schäfers (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 5. überarbeitete Auflage. S. 1036–1061. München: Oldenbourg.
- Schär, T. (2017). *Hedonische Bewertung*. Abgerufen von <http://www.schaer-immobilien.ch/1333561672.html>.
- Schmidt, R., & Terberger, E. (1997). *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*. 4. Auflage. Wiesbaden: Gabler.

- Schulte, K.-W., Sturm, V., & Wiffler, M. (2008). In: K.-W. Schulte (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 4: Volkswirtschaftliche Grundlage*. S. 287–303. München: Oldenbourg.
- Schweizer Bundesrat (2015). *Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV). Änderung vom 01. Januar 2015*. Bern: Schweizer Bundesrat.
- Schweizerische Eidgenossenschaft (2017). *Schweizerisches Zivilgesetzbuch. Änderung vom 01. Januar 2017*. Bern: Schweizerische Eidgenossenschaft.
- Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten [SVKG] & Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer/Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft [SEK/SVIT] (2005). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch*. 3. Auflage. Chur: Bündner Buch-Vertrieb.
- Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten [SVKG] & Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer/Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft [SEK/SVIT] (2012). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch*. 4. überarbeitete und erweiterte Auflage. Aarau: Sekretariat SVKG.
- Sebastian, S. (2003). *Liquidationstransformation durch Immobilien-Investmentgesellschaften – theoretische Fundierung und Implikationen für die Gestaltung von Immobilienfonds in der Praxis*. Arbeitspapier. Frankfurt am Main: Johann-Wolfgang-Goethe-Universität.
- Sebastian, S., Steininger, B., & Wagner-Hauber, M. (2011). *Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen*. Heft Nr. 2. Regensburg: IREIBS.
- Sigrist, U. (2014, Juni). *Rückblick – 35 Jahre SVKG*. Vortrag anlässlich der Sommer-Jubiläumstagung der SVKG, Aarau. Abgerufen von <http://www.svkg.ch/Ruckblick35JahreSVKG.pdf>.
- Smart Living (2017). In: Springer Gabler Verlag (Hrsg.): *Gabler Wirtschaftslexikon*. Abgerufen von <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/-2046533094/smart-home-v3.html>.
- Swiss Fund & Asset Management Association [SFAMA] (2016). *Immobilienfonds: KOMPAKT*. Basel: SFAMA. Abgerufen von [https://www.sfama.ch/de/publikationen/publikationen/sfama\\_immobilienfonds-broschuere.pdf/@@download/file](https://www.sfama.ch/de/publikationen/publikationen/sfama_immobilienfonds-broschuere.pdf/@@download/file).

- Spieler, M. (2016). *Immobilien: Sichere Alternative zu Wertschriften*. Abgerufen von <http://blog.tagesanzeiger.ch/geldblog/index.php/64853/immobilien-sichere-alternative-zu-wertschriften/>.
- Suter, R. A. (1995). *Anlageentscheid bei Immobilien – Empirische Analyse bei Immobilienfonds, Lebensversicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen in der Schweiz (Dissertation)*. St. Gallen: Hochschule St. Gallen.
- The European Group of Valuers' Associations [TEGoVA] (2016). *European Valuation Standards – EVS 2016*. Brüssel: TEGoVA. Abgerufen von [http://www.tegova.org/data/bin/a5738793c0c61b\\_EVS\\_2016.pdf](http://www.tegova.org/data/bin/a5738793c0c61b_EVS_2016.pdf).
- The European Group of Valuers' Associations [TEGoVA] (2017). *Profile*. Abgerufen von <http://www.tegova.org/en/p4911b9a86ccaf#p4911b9fdac099>.
- UBS Switzerland AG (2017). *UBS Real Estate Focus 2017*. Zürich: UBS Switzerland AG. Abgerufen von [https://www.ubs.com/global/de/wealth-management/chief-investment-office/investment-views/real-estate-focus/\\_jcr\\_content/par/column-control/col2/table.0067599486.file/dGFibGVUZXh0PS9jb250ZW50L2RhS91YnMvZ2xvYmFsL3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50L3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50X3Jlc2VhcmNoL21lZGhhX3BvcnRhC9yZWYxNy1kZS5wZGY=/ref17-de.pdf](https://www.ubs.com/global/de/wealth-management/chief-investment-office/investment-views/real-estate-focus/_jcr_content/par/column-control/col2/table.0067599486.file/dGFibGVUZXh0PS9jb250ZW50L2RhS91YnMvZ2xvYmFsL3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50L3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50X3Jlc2VhcmNoL21lZGhhX3BvcnRhC9yZWYxNy1kZS5wZGY=/ref17-de.pdf).
- Unterreiner, F. P. (2005). Die Teilmärkte des Immobilienmarktes. In: H. Bach et al. (Hrsg.): *Immobilienmarkt und Immobilienmanagement: Entscheidungsgrundlage für die Immobilienwirtschaft*. S. 217–276. München: Vahlen.
- Urschel, O. (2009). *Risikomanagement in der Immobilienwirtschaft: Ein Beitrag zur Verbesserung der Risikoanalyse und -bewertung (Dissertation)*. Abgerufen von <http://www.ksp.kit.edu/download/1000016517>.
- Walzel, B. (2008). Unterscheidung nach Immobilienarten. In: K.-W. Schulte (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. 4. Auflage. S. 117–140. München: Oldenbourg.
- Wellner, K. (2003). *Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems*. Norderstedt: Books on Demand.
- Wüest & Partner [W&P] (2016). *Immo-Monitoring 2016/2 – Frühlingsausgabe*. Zürich: W&P.
- Wüest & Partner [W&P] (2017). *Räumliche Gliederung in Marktregionen*. Abgerufen von [https://www.wuestpartner.com/online\\_services\\_classic/allgemeine\\_informationen/raeumliche\\_gliederung/pdf/regionenkarte.pdf](https://www.wuestpartner.com/online_services_classic/allgemeine_informationen/raeumliche_gliederung/pdf/regionenkarte.pdf).

## 8 Anhang

### Fragebogen: Experteninterviews

I. Basisinformationen zur Unternehmung
--

1. Welchem Kreis institutioneller Anleger gehört das Unternehmen hauptsächlich an?
  - Pensionskassen
  - Offene Immobilienfonds
  - Geschlossene Immobilienfonds
  - Versicherungsunternehmen
  - Immobilienaktiengesellschaft
  - .....
  
2. Seit wann wird in Immobilien investiert?  
.....
  
3. Wie hoch war der Immobilienbestand Ende 2016 und wie teilt sich dieser auf direkte und indirekte Anlagen auf?
  - a. Gesamtbestand: .....
  - i. Direkte Anlagen: .....%
  - ii. Indirekte Anlagen: .....%

-----ab hier nur noch Fokus auf Direktanlagen-----
  
4. Wie gross ist der Anteil an Schweizer Immobilien im Portfolio und wie teilen sich die Schweizer Immobilien prozentual auf die Regionen (Aufteilung nach W&P Monitoring-Regionen) auf?
  - a. Anteil Schweizer Immobilien .....%
  - i. Zürich .....%
  - ii. Ostschweiz .....%
  - iii. Innerschweiz .....%
  - iv. Nordwestschweiz .....%
  - v. Bern .....%
  - vi. Südschweiz (Graubünden/Tessin/Wallis) .....%
  - vii. Genfersee .....%
  - viii. Westschweiz .....%
  
5. Wie ist die Aufteilung der Schweizer Immobilienanlagen auf die Standorte?
  - a. Innerstädtische Lagen .....%
  - b. Agglomerationsgebiete .....%
  - c. Ländliche Gebiete .....%



6. In welche Immobilienarten ist das Schweizer Immobilienportfolio Ende 2016 aufgeteilt und wie gross sind die jeweiligen Anteile?
- a. Wohnliegenschaften .....%
  - b. Geschäftliegenschaften .....%
  - c. Gemischtgenutzte Liegenschaften .....%
  - d. Industrieliegenschaften .....%
  - e. Bauland .....%
  - f. Andere Liegenschaftsarten .....%
7. Wie viele Jahre beträgt das Durchschnittsalter Ihres Schweizer Liegenschaftsfolios?  
.....
8. Wie viele neue Investitionen tätigen Sie durchschnittlich pro Jahr in der Schweiz? Gibt es einen gewissen Investitionsdruck?  
.....

II. Anlagestrategie
---------------------

9. Welches sind die Motive für Direktinvestitionen? Wo sehen Sie die Vor- und Nachteile gegenüber anderen Anlageklassen, aber auch gegenüber indirekten Investitionen?  
.....
10. In Frage 4 haben Sie die verschiedenen Regionen angegeben, in denen Sie Immobilien besitzen. Auf welcher Grundlage wurde entschieden, in diese Regionen zu investieren?  
.....
11. In Frage 5 ging es um die verschiedenen Standorte (innerstädtisch etc.). Welches sind aus Ihrer Sicht die Vor- und Nachteile dieser Standorte?  
.....
12. Welches sind aus Ihrer Sicht die Vor- und Nachteile der verschiedenen Immobilienarten (vgl. Frage 6)?  
.....
13. Welches sind Ihre Mindestinvestitionsvolumen bei Direktanlagen? Wie wurden diese Werte ermittelt?  
.....
14. Welche Zielrendite streben Sie mit Direktinvestitionen an? In welcher Abhängigkeit steht diese Zielrendite zum Markt und wie wurde sie angesetzt?  
.....

15. Beschreiben Sie Ihren Anlageprozess in groben Zügen (Fokus auf Schritte bis und mit Investitionsentscheid)? Welche Personen sind bei den jeweiligen Schritten involviert?

.....

### III. Selektion/Triage von Immobilien

16. Wie beschaffen Sie sich neue Investitionsprojekte?

.....

17. In welchem Masse tätigen Sie Marktanalysen (sozioökonomische, wirtschaftliche, demografische Indikatoren etc.) bei der Auswahl der Neuinvestitionen? Welche Instrumente werden dabei eingesetzt?

.....

18. Wird anhand von Standortanalysen (z.B. bezüglich Leerstandsquoten, Mietniveau etc.) die Suche nach neuen Investitionsprojekten eingeschränkt? Welche Faktoren werden dabei miteinbezogen?

.....

19. Von welchen Trends (z.B. Urbanisierung) gehen Sie in der Entwicklung der Immobilienkonjunktur in der Schweiz aus?

.....

20. Inwiefern fällen Sie an einem gewissen Punkt einen Grundsatzentscheid? Auf welchen Beurteilungskriterien basiert dieser?

.....

21. Inwiefern ist Immobilien-Benchmarking ein gutes Tool für Sie für den Grundsatz- bzw. später auch für den definitiven Investitionsentscheid?

.....

### IV. Anlageentscheid

22. Welche Bewertungsmethoden werden zur Beurteilung der Liegenschaft angewendet und warum?

.....

23. Werden Beurteilungen von Drittfirmen (z.B. Wüest & Partner) herangezogen? Wenn ja, von welchen und warum?

.....

24. Es ist bekannt, dass bei Immobilien aufgrund der verschiedenen Bewertungsmethoden und -standards eine gewisse Bewertungsunsicherheit besteht. Wie wird damit umgegangen?

.....

25. Welches sind für Sie die aktuell 5 grössten Risiken bei Direktinvestitionen in Schweizer Immobilien?  
.....
26. Welche Instrumente setzen Sie ein, um Risiken zu erkennen?  
.....
27. Welche Methoden werden eingesetzt, um das Ausmass bzw. auch die Korrelationen zwischen den Risiken zu messen?  
.....
28. Wer ist zuständig für die Risikobeurteilung und welche mitigierenden Massnahmen werden bei den eingegangenen Risiken getroffen?  
.....
29. Prüfen Sie bei einem Neuinvestitionsentscheid die Portfoliokonformität? Wenn ja, anhand welcher Faktoren?  
.....
30. Wer ist die finale Entscheidungsinstanz? Welche Informationen werden dieser Instanz vorgelegt?  
.....

**Vielen Dank für Ihre Mitarbeit und die für das Interview aufgewendete Zeit!**