



**Universität
Zürich^{UZH}**

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Anlagemöglichkeiten in Immobilien und Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz

Verfasser:

Gambarte
Eduardo

Eingereicht bei:
Abgabedatum:

Prof. Dr. Pascal Gantenbein, MRICS
15.08.2016

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	II
Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VII
Executive Summary	VIII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung / Ausgangslage	1
1.2 Zielsetzung	2
1.3 Abgrenzung des Themas	3
1.4 Vorgehen	4
2 Anlagemöglichkeiten in Immobilien.....	5
2.1 Theoretische und praktische Grundlagen	5
2.1.1 Anlage.....	5
2.1.2 Vermögen	6
2.1.3 Privater Anleger.....	8
2.1.4 Anlageverhalten.....	12
2.1.5 Anlageklassen.....	15
2.2 Marktüberblick über Immobilienanlagen	17
2.2.1 Direkte Anlagen.....	19
2.2.1.1 Selbstgenutzte Wohnimmobilie.....	20
2.2.1.2 Buy-to-let.....	22
2.2.1.3 Buy-to-Airbnb	25
2.2.1.4 Crowdfunding.....	26
2.2.1.5 Renditeliegenschaften.....	29
2.2.2 Indirekte Anlagen	31
2.2.2.1 Immobilienfonds und ETFs	31
2.2.2.2 Immobilienaktien.....	34
2.2.2.3 REITs.....	35
2.2.2.4 Strukturierte Produkte auf Immobilien.....	36
2.2.2.5 Real Estate Private Equity	36
2.3 Fazit	38

3	Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz – Empirische Untersuchung.....	39
3.1	Methode.....	39
3.1.1	Quantitative Studie.....	39
3.1.2	Qualitative Studie.....	40
3.1.3	Triangulation.....	41
3.2	Quantitative Untersuchung.....	41
3.2.1	Grundgesamtheit der Probanden und Zielgruppenselektion.....	41
3.2.2	Analyse der vollständig ausgefüllten Fragebogen.....	44
3.3	Fazit.....	56
4	Schlussbetrachtung.....	58
4.1	Fazit.....	58
4.2	Diskussion.....	59
4.3	Ausblick.....	60
	Literaturverzeichnis.....	61
	Verzeichnis der Experteninterviews.....	77
	Anhang.....	78

Abkürzungsverzeichnis

BFS	Schweizer Bundesamt für Statistik
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 3	Verordnung über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen
CHF	Schweizer Franken
EPRA	European Public Real Estate Association
ETF(s)	Exchange Traded Fund(s)
EUR	Euro
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FTSE	Financial Times Stock Exchange
FuW	Finanz und Wirtschaft
HNW(I)	High Net Worth (Individual/s)
HZ	Handelszeitung
JOBS	Jumpstart Our Business Startups
k.A.	keine Angabe
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz)
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung)
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
MV	Mieterinnen- und Mieterverband
N	Stichprobenumfang
N.a.	Nicht anwendbar (engl. Not applicable)
NAREIT®	National Association of Real Estate Investment Trusts
NAV	Net Asset Value
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
PE	Private Equity
PERE	Private Equity Real Estate

REIT(s)	Real Estate Investment Trust(s)
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SNB	Schweizerische Nationalbank
SPI	Swiss Performance Index
StWEG	Stockwerkeigentümergeinschaft
UHNW(I)	Ultra High Net Worth (Individual/s)
USD	United States Dollar
vs.	versus
WUPIX [®]	Wüest & Partner Index
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch
ZKB	Zürcher Kantonalbank

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Abgrenzung des Themas	3
Abbildung 2: Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz	6
Abbildung 3: Segmentierung privater Anleger nach Vermögen	10
Abbildung 4: Hypothetische Wertfunktion	13
Abbildung 5: Anlageverteilung vermögender Schweizer Privatpersonen	16
Abbildung 6: Anlageverteilung von UHNWI weltweit	17
Abbildung 7: Mögliche Benefits direkter Immobilienanlagen für Private	19
Abbildung 8: Auf Immobilien spezialisierte Crowdfunding-Plattformen	27
Abbildung 9: Häufigkeitsverteilung nach Vermögen und Mieter vs. Eigentümer	44
Abbildung 10: Wohneigentumsquote nach Vermögensgruppe	45
Abbildung 11: Anteil Immobilienanlagen an der Asset Allokation nach Vermögen	46
Abbildung 12: Anlagehorizont der Anlage in selbstbewohnte Immobilie/n	51
Abbildung 13: Anlagehorizont der Obligationenanlagen	52
Abbildung 14: Risiko-Selbsteinschätzung Mieter vs. Eigentümer	52
Abbildung 15: Durchschnittliche Asset Allokation	53
Abbildung 16: Anleger mit und ohne persönlichen Kundenberater bei der Bank	55

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Aufteilung der Forderungen	8
Tabelle 2: Mindestgrößen pro Position und Portfolio in der Praxis	12
Tabelle 3: Gebäude mit Wohnnutzung und privater Eigentümeranteil	18
Tabelle 4: Beispielrechnung einer Buy-to-let-Anlage	23
Tabelle 5: Geschlecht: unvollständige vs. vollständige Fragebogen	42
Tabelle 6: Altersstruktur: unvollständige vs. vollständige Fragebogen	42
Tabelle 7: Regionale Verteilung: unvollständige vs. vollständige Fragebogen	42
Tabelle 8: Häufigkeit von Mietern vs. Eigentümern vor der Zielgruppenselektion	43
Tabelle 9: Mieter vs. Eigentümer unvollständige vs. vollständige Fragebogen	43
Tabelle 10: Anzahl unvollständige vs. vollständige Fragebogen nach Vermögen	43
Tabelle 11: Mittelwert und Median der Variable I_A nach Vermögensgruppe	47
Tabelle 12: Zusammenfassung der U-Tests für die Variable I_A	47
Tabelle 13: Mittelwert und Median der Variable I_A nach Mieter vs. Eigentümer	48
Tabelle 14: Ränge der Variable I_A nach Mieter vs. Eigentümer	48
Tabelle 15: Statistik für U-Test nach Mieter vs. Eigentümer	48
Tabelle 16: Mittelwert und Median der Variable QIA nach Vermögensgruppe	49
Tabelle 17: Zusammenfassung der U-Tests für die Variable QIA nach Vermögensgruppe	49
Tabelle 18: Betrachtung der selbstbewohnten Immobilie als Finanzanlage vs. Gebrauchsobjekt	50
Tabelle 19: Zusammenfassung der U-Tests für die Anlagehorizonte bestimmter Anlageklassen	51
Tabelle 20: Gegenüberstellung der durchschnittlichen Asset Allokation	54
Tabelle 21: Zusammenfassung der U-Tests nach Mieter vs. Eigentümer pro Anlageklasse	54
Tabelle 22: Anteil direkter und indirekter Immobilienanlagen von Anlegern mit und ohne Kundenberater	55

Executive Summary

Immobilien, insbesondere direkte Immobilienanlagen, sind volumenmässig die grösste Vermögensposition von Schweizer Haushalten und machen annähernd ein Drittel des Reinvermögens aus.¹ Trotzdem sind Immobilien als Anlageklasse bei privaten Anlegern weniger etabliert als bei institutionellen Anlegern. Vor diesem Hintergrund befasst sich diese Arbeit mit der Frage, welche Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz bestehen und wie das Investitionsverhalten insbesondere in die Anlageklasse Immobilien ist.

Die Anlagemöglichkeiten in Immobilien für Privatanleger in der Schweiz sind breit gefächert. Neue Entwicklungen bei den direkten Immobilienanlagen sind im Gange. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld führt dazu, dass Private vermehrt zu kleinen Immobilienunternehmern werden. Direkte Immobilienanlagen sind oft mit Emotionen, Managementaufgaben, Kontrolle bzw. Kontrollillusion über diese Anlage sowie mit einem hohen Grad an Fremdfinanzierung verbunden. Die damit einhergehenden Wertänderungsrisiken der Direktanlage werden von privaten Anlegern oft ausgeblendet.²

Im empirischen Teil wurden sowohl eine quantitative (über ein Online Panel) als auch eine qualitative Studie (Experteninterviews) durchgeführt. Die quantitative Untersuchung hat unter anderem ergeben, dass Wohneigentümer im Durchschnitt eine Klumpenposition in Immobilien besitzen, während Mieter eine tiefe Allokation in Immobilien halten. Die Asset Allokationen dieser zwei Gruppen unterscheiden sich signifikant, während die Risiko-Selbsteinschätzungen sehr ähnlich sind. Dies liegt unter anderem daran, dass das Portfolio Management bei Wohneigentümern in der Praxis ohne Berücksichtigung der selbstbewohnten Immobilie stattfindet. Die Wahrnehmung der selbstbewohnten Immobilie ist bei den meisten Probanden der Zielgruppe, dass diese gar nicht als Finanzanlage betrachtet wird, sondern der Gebrauchszweck überwiegt.

Es wurden mehrere Hinweise für ein Verhalten festgestellt, das als mentale Buchhaltung (engl. Mental Accounting) bezeichnet wird. Die Anleger und die Vermögensverwaltungspraxis scheinen noch nicht so weit zu sein, das Portfoliomanagement inklusive Immobilien zu verstehen bzw. anzubieten. Das Potential zur Risikodiversifikation durch indirekte Immobilienanlagen insbesondere bei Mietern wird kaum ausgeschöpft.

¹ Vgl. SNB 2015, S. A9

² Vgl. Gamma, W./Frey, H. 2016, S.8

1 Einleitung

1.1 Problemstellung / Ausgangslage

Die vorliegende Abschlussarbeit behandelt die Anlagemöglichkeiten in Immobilien und das Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz. Die explizite Forschungsfrage lautet: „Was sind die Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz und wie ist das Investitionsverhalten insbesondere in die Anlageklasse Immobilien?“ Diese Fragestellung ist sowohl von wissenschaftlicher Relevanz, da die meisten Publikationen und Daten bis anhin von institutionellen Investoren stammen,³ als auch in der Vermögensverwaltungspraxis ein aktuelles Thema.

In einer Umfrage zum Anlageverhalten der Schweizer Bevölkerung im Jahre 2015 antworteten zwei von drei Befragten, dass sie, unter der gegebenen Prämisse, genügend Zeit und Geld zur Verfügung zu haben, ihr Vermögen in Immobilien anlegen würden. Aktien folgen an zweiter Stelle und erst mit grossem Abstand Anlagefonds an dritter und Rohstoffe an vierter Stelle.⁴ Eines der Argumente neben dem direkten Nutzen als eigene Wohnräume ist auch die „Annahme, dass Gebautes seinen Wert erhält oder an Wert zulegt.“⁵ Die Tatsache, dass für viele Schweizer Haushalte das Eigenheim die grösste Vermögensanlage⁶ und somit eine illiquide Klumpenposition darstellt,⁷ blenden viele Anleger aus.

Die Schwierigkeit bezüglich dem Anlageverhalten von Privatpersonen liegt darin, dass keine zuverlässigen Statistiken existieren.⁸ Viele Quellen unterlassen die Differenzierung zwischen Selbstnutzern von Immobilien und Kapitalinvestoren.⁹ Die Datenqualität zum Immobilienbesitz ist nicht überzeugend, wie im Bericht des BFS zur Vermögenslage der privaten Haushalte formuliert ist: „Im Wissen, dass 38.8% der Personen in den Privathaushalten Eigentümer der Wohnung/des Hauses ihres Hauptwohnsitzes sind, ist der Anteil von 80% Nullwerten [bei der Position Immobilienbesitz] nicht plausibel.“¹⁰ Zusätzlich besteht bei Immobilien das Problem der Bewertung. Den Anschaffungswert

³ Vgl. Trübstein 2015, o.S

⁴ Vgl. Strohm 2015, o.S.

⁵ Strohm 2015, o.S.

⁶ Vgl. Gantenbein 2003, o.S.

⁷ Vgl. Strohm 2015, o.S.; Kaufmann 2015, S. 45

⁸ Vgl. Gantenbein 1999, S. 62

⁹ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 62

¹⁰ Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 62

sollten die meisten Eigentümer noch kennen, aber den Marktwert einer Immobilie zu bestimmen, ist schwierig. Auf dem Schweizer Immobilienmarkt herrscht keine Preistransparenz.¹¹ Es existieren ausführliche Statistiken über die Anzahl und Art der Gebäude, wenig Informationen aber über deren Eigentumsverhältnisse.¹² Auch im Bereich der Wertschriftenvermögen sind in gewissen Statistiken die Positionen als Aggregat subsummiert.¹³ Eine Abgrenzungsproblematik besteht bei den indirekten Immobilienanlagen insofern, dass Immobilienfonds oft innerhalb der Anlagefonds, Immobilienaktien innerhalb der Aktien aufgeführt und statistisch nicht separiert sind.¹⁴ Zur Bearbeitung der Forschungsfrage zum Anlageverhalten sind folglich Daten auf Anlegerstufe, d.h. auf der Ebene des individuellen Anlegers/Anlegerin bzw. des Haushaltes als ökonomische Einheit, notwendig und nicht in aggregierter Form. Diese Problematik hat dazu geführt, dass für die gewählte Fragestellung eine eigene Umfrage mit einem zweisprachigen Fragebogen über ein Online Panel durchgeführt werden musste. Als Ergänzung sind auch qualitative Experteninterviews durchgeführt worden. Die entsprechenden Fragebogen finden sich im Anhang 1-3.

Die Untersuchung des Anlageverhaltens privater Investoren stellt gleichzeitig eine praxisrelevante und aktuelle Problemstellung dar. Im heutigen weltweiten Niedrigzinsumfeld ist es für private Anleger schwierig geworden, rentable Anlagemöglichkeiten zu finden. Immobilien haben in der Konsequenz als Kapitalanlage an Attraktivität gewonnen.¹⁵

1.2 Zielsetzung

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, nach der Erarbeitung der theoretischen und praktischen Grundlagen einen Überblick über die Anlagemöglichkeiten in Immobilien zu geben, die ein privater Anleger in der Schweiz heutzutage hat. Es wird erläutert, wie der Markt aussieht, welche Anbieter es gibt und welche Vor- und Nachteile der verschiedenen Instrumente bestehen. In diesem Überblick sollen auch neueste Entwicklungen aufgezeigt werden.

In der Folge wird in einer empirischen Studie das Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz anhand einer Online-Umfrage untersucht. Diese Analyse hat zum Ziel, das

¹¹ Vgl. Gantenbein 1999, S. 130-131

¹² Vgl. Staub, P./Rütter, H. 2014, S. 11

¹³ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 64-65

¹⁴ Vgl. SNB 2015, S. A9

¹⁵ Vgl. Schäfer 2015a, o.S.

effektive Verhalten der privaten Anleger (ab einem bestimmten Vermögen) in der Schweiz über eine umfassende Stichprobe (engl. Sample) von 600 vollständig ausgefüllten Fragebogen zu untersuchen. Dabei wird angestrebt, Verhaltensmuster zu identifizieren und daraus Implikationen abzuleiten, insbesondere auch für die Beratungstätigkeit in der Vermögensverwaltung.

Diese Abschlussarbeit soll einen aktuellen und praxisrelevanten Beitrag bezüglich Anlagemöglichkeiten in Immobilien privater Anleger in der Schweiz und deren Anlageverhalten in Immobilien liefern. Darin wird der Stand der wissenschaftlichen und praxisorientierten Diskussion unter Verwendung der relevanten Literatur, inklusive Fachzeitschriften und Reports sowie einer eigenen empirischen Untersuchung aufgearbeitet.

1.3 Abgrenzung des Themas

Das Thema Anlagen in Immobilien ist im Haus der Immobilienökonomie¹⁶ bei den Managementaspekten als funktionspezifischer Aspekt unter dem Titel „Immobilieninvestition“ subsummiert. Innerhalb der Immobilieninvestition bzw. Immobilieninvestments lassen sich die Formen nach drei Dimensionen unterteilen: nach Art der Immobilie, nach Anlegertyp und nach Art der Nutzung.¹⁷ Als erste Dimension lässt sich die Art der Immobilie in drei Grundtypen unterscheiden: in Wohnimmobilien, Gewerbeimmobilien und in (unbebautes) Land. In der zweiten Dimension wird der Anlegertyp in drei Grundtypen unterteilt: Private Investoren, Institutionelle Investoren und Unternehmen. In der dritten Dimension wird die Art der Nutzung differenziert, welche zwei Nutzungstypen kennt: Eigennutzung und Kapitalanlage, wobei die Kapitalanlage in die direkte und indirekte eingeteilt werden kann, siehe Abbildung 1:

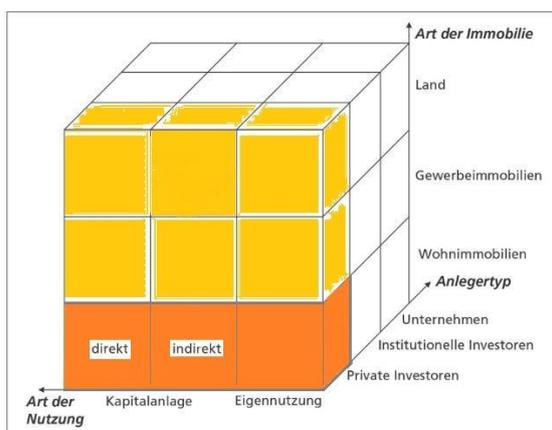


Abbildung 1: Abgrenzung des Themas, in Anlehnung an Francke, H.-H./Rehkugler, H. (2012), S. 5

¹⁶ Vgl. Schulte et al. 2005, S. 24

¹⁷ Vgl. Francke, H.-H./Rehkugler, H. 2012, S. 5

Die vorliegende Arbeit befasst sich somit mit den Immobilieninvestitionen privater Investoren über die Arten von Immobilien und Arten der Nutzung hinweg, d.h. sowohl zur Eigen-/Selbstnutzung als auch als Kapitalanlage. Der Fokus liegt auf der häufigsten Form der Art der Immobilie: der Wohnimmobilie.

Diese Abschlussarbeit konzentriert sich auf die Anlagemöglichkeiten in Immobilien-Eigenkapital für private Anleger in der Schweiz. Die Immobilieninvestitionen in Fremdkapital werden ausgeklammert, ebenfalls ausgeschlossen sind Investitionsformen, welche den privaten Anlegern nicht offenstehen, wie z.B. Anlagestiftungen.

1.4 Vorgehen

Das Vorgehen ergibt sich aus der Forschungsfrage wie folgt:

Im ersten Teil werden die theoretischen und praktischen Grundlagen aufgearbeitet, um die Begrifflichkeiten zu klären, die Fragestellung in einen ökonomischen Kontext zu stellen und das Thema abzugrenzen. Dazu werden wissenschaftliche Grundlagen und Definitionen sowie Erkenntnisse aus der Praxis der Vermögensverwaltung verwendet.

Im zweiten Teil wird der Frage nachgegangen, was die Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz sind. Diese Thematik soll hauptsächlich mit Desk Research erarbeitet werden. Dazu werden öffentlich zugängliche Daten, wie z.B. des Bundesamtes für Statistik, SNB, SIX Swiss Exchange, Branchenpublikationen sowie Fachliteratur zusammengetragen. Zur Verständniserlangung des Crowdfundings wurde unter anderem auch eine Objektbesichtigung durchgeführt.

Im dritten Teil der Abschlussarbeit wird das Investitionsverhalten in die Anlageklasse Immobilien von privaten Anlegern anhand einer eigens dafür durchgeführten quantitativen Studie in einem Online Panel, d.h. mit einer geschichteten Stichprobe analysiert. Es haben 3'645 Panel-Teilnehmer die Umfrage begonnen, um schlussendlich 600 ausgefüllte Fragebogen zu erhalten.

Anhand der statistischen Analyse der Daten mit dem Statistikprogramm SPSS 23 und der Aufbereitung in Excel werden das Anlageverhalten der Probanden und tendenzielle Verhaltensmuster aufgezeigt. Diese Analyse wird verwendet, um Schlussfolgerungen aus der Anleger- und der Beratungsperspektive ziehen zu können.

Zur Ergänzung und zum Zweck der Plausibilisierung der quantitativen Analyse wurden qualitative Interviews mit fünf Privatkundenberatern, zwei Vertriebspezialisten, einem Portfoliomanager/Research Spezialisten, und einem CFO einer Immobilien-Aktiengesellschaft durchgeführt. Somit kann das Vorgehen als Triangulation von ver-

schiedenen Methoden bezeichnet werden, da für die wissenschaftliche Aufarbeitung einer Fragestellung mehr als eine Methode verwendet wird.¹⁸ Die Triangulation ermöglicht mehrere Facetten einer Problemstellung zu beleuchten und robustere Erklärungen für die zu untersuchenden sozialen Prozesse zu erhalten.¹⁹

2 Anlagemöglichkeiten in Immobilien

2.1 Theoretische und praktische Grundlagen

2.1.1 *Anlage*

Unter einer Anlage versteht man in diesem Kontext eine mögliche Form der Geld- und Vermögensanlage, wobei oft auch der englische Begriff „Asset“ verwendet wird. Eine Anlage kann wie folgt definiert werden: „anything owned by a person or organization having monetary value, usually its cost or fair market value. An asset may be a specific property, such as title to real estate or other tangible property, or enforceable claims against others.”²⁰ In diesem Zusammenhang wird der Begriff der Anlage synonym mit demjenigen der Investition (engl. Investment) verwendet.

Eine häufig gemachte Unterscheidung ist aus der oben genannten Definition bereits ersichtlich, nämlich diejenige der Realinvestition versus der Finanzinvestition, die wie folgt ausgeführt wird: „Real investments generally involve some kind of tangible assets, such as land, machinery or factories. Financial investments involve contracts written on pieces of paper, such as common stocks and bonds.“²¹ Bei den Anlagemöglichkeiten in Immobilien gibt es eine analoge Unterscheidung, wobei die Realinvestition meist als direkte (engl. direct) Anlage versus die Finanzinvestition als indirekte (engl. indirect) Anlage bezeichnet wird. Bei Investitionen in indirekte Anlagen wird zusätzlich unterschieden, ob diese an einer Börse, also publik (engl. public), oder aber über einen nicht institutionalisierten Markt, also privat (engl. private) gehandelt werden, sinngemäss spricht man auch von kotierten versus nicht-kotierten Anlagen.²²

Aus diesen Anlagemöglichkeiten lässt sich ein an Schweizer Verhältnisse angepasstes Bild gemäss Abbildung 2 erstellen. Dabei ist zu erwähnen, dass die Investitionen in

¹⁸ Vgl. Deacon, D./Bryman, A./Fenton, N. 1998; S. 48

¹⁹ Vgl. Deacon, D./Bryman, A./Fenton, N. 1998, S. 61

²⁰ Wierichs, G./Smets, St. 2010, o.S.

²¹ Sharpe, W. F./Alexander, G. J./Bailey, J. V. 1999, S. 1

²² Vgl. Trübstein 2012, S. 20

Land und/oder Gebäude (sowohl bei Wohnimmobilien als auch bei Gewerbeimmobilien) grundsätzlich für beide Arten der Nutzung offenstehen, d.h. Eigen-/Selbstnutzung oder Nutzung Dritter gegen Entgelt, d.h. Miete, und somit auch als Kapitalanlage dienen können. Darum die Positionierung dieser Anlagemöglichkeiten sowohl auf der Seite der Selbstnutzung als auch auf der Seite der direkten Kapitalanlage.

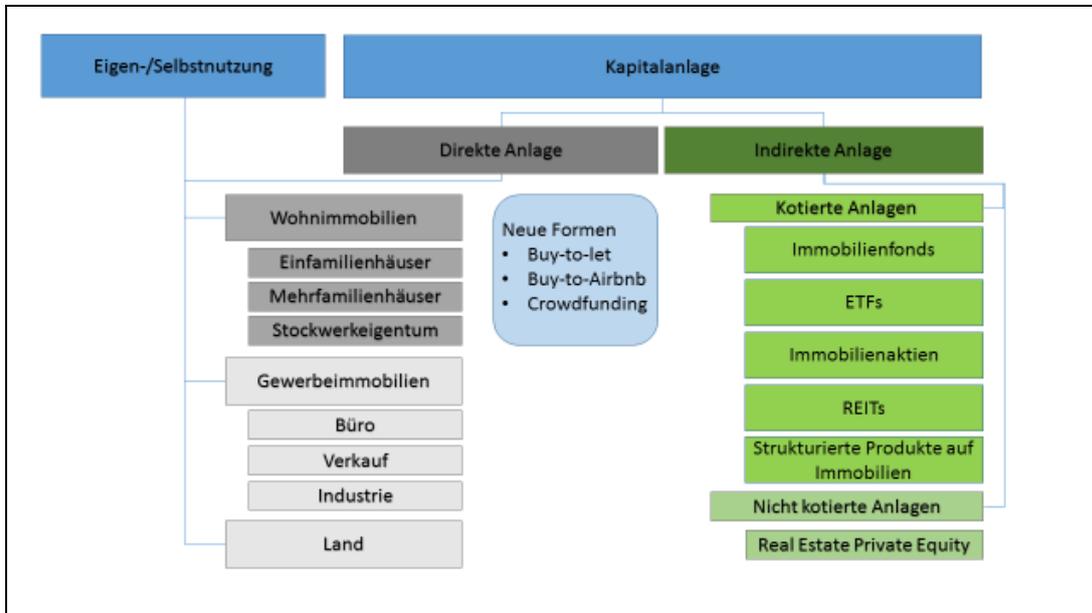


Abbildung 2: Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz

Neben den hier aufgezeigten Anlagemöglichkeiten in Immobilien-Eigenkapital (engl. Equity) gibt es auch Anlageprodukte, welche in Fremdkapital (engl. Debt) investieren, wie z.B. Hypothekarkredite, Hypothekarpfandbriefe und Mortgage Backed Securities.

2.1.2 Vermögen

Die Definition des Vermögens wird zum Zwecke der Bearbeitung der gewählten Fragestellung nicht aus Sicht einer gesamten Volkswirtschaft definiert, sondern auf individueller, bzw. Haushaltsebene, wobei – analog zu den Publikationen des BFS – der Haushalt als privater Haushalt verstanden wird und sogenannte Kollektivhaushalte (z.B. Alters- und Pflegeheime) ausgeschlossen sind.²³

Die Investition in eine Geld- oder Vermögensanlage setzt grundsätzlich voraus, dass zeitlich vorgelagert ein Konsumverzicht stattgefunden hat. „Investment is the act of putting money aside that would otherwise be used for current consumption“.²⁴ Somit ist der Teil des Vermögens gemeint, der nicht für die laufenden Ausgaben benötigt wird.

²³ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 9

²⁴ Geltner et al., S. 125

Um die Vergleichbarkeit der Vermögensverhältnisse zu ermöglichen, ist die Präzisierung notwendig, dass es sich um das jeweilige Netto-Vermögen handelt, d.h. dass die Schulden vom Brutto-Vermögen abgezogen werden müssen.²⁵ „Das Netto-Vermögen (engl. net wealth/net worth) ergibt sich aus dem Bestand der Vermögensaktivposten abzüglich aller offenen Verbindlichkeiten.“²⁶ Somit wird in diesem Zusammenhang vom Haushalts-Nettovermögen gesprochen. Die Vermögen der 2. und 3. Säule sind aus zwei Gründen ausgeschlossen: Der Anlageentscheid kann bei der beruflichen Vorsorge, auch besser bekannt als 2. Säule, in der Regel nicht beeinflusst werden, da dies in der Verantwortung der Anlegerversammlung oder meist gemäss den Statuten beim Stiftungsrat liegt.²⁷ In der 3. Säule, genauer gesagt der Säule 3a, ist die Situation insofern anders, dass der private Anleger die Entscheidung der Anlage zwar selbst fällen kann,²⁸ gemäss Art. 5 BVV 3 die Bestimmungen des BVV 2 aber sinngemäss gelten,²⁹ d.h. zum Beispiel für Anlagen in Immobilien eine Begrenzung von 30% des Gesamtvermögens gilt.³⁰ Hinzu kommt, dass die Vermögen in der 2. und Säule 3a steuerbefreit sind und nicht zum steuerbaren Vermögen zählen.³¹ Dies führt dazu, dass diese Vermögen in der jährlichen Steuererklärung von Privatpersonen nicht aufgeführt werden.

Generell besteht bei den Statistiken zur Vermögenslage von Schweizer Haushalten die Schwierigkeit der Allokation der Vorsorgevermögen, da einerseits die Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionskassen zusammengefasst, d.h. aus Lebensversicherungen und aus der beruflichen Altersvorsorge (2. Säule) vermischt, sind.³² Andererseits werden die Vermögen der Säule 3a auf drei Positionen verteilt: auf Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, auf Einlagen auf Giro- und Sparkonti sowie auf Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionskassen.³³ Trotzdem ist für das Verständnis der Grössenordnungen eine aggregierte Sicht sinnvoll. Gemäss SNB beläuft sich das gesamte Reinvermögen der privaten Haushalte in der Schweiz per Ende 2014 auf CHF 3'335 Mrd. Der Marktwert der Immobilien im Besitz der privaten Haushalte hat seit

²⁵ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 9

²⁶ Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 10

²⁷ Vgl. Art. 53i des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) vom 25. Juni 1982, SR 831.40

²⁸ Vgl. Verordnung über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen (BVV 3) vom 13.11.1985, SR 831.461.3

²⁹ Vgl. Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) vom 18.04.1984, SR 831.441.1

³⁰ Vgl. Art. 55 lit. c BVV 2

³¹ Vgl. Art. 80 Abs. 2 BVG bzw. Art. 6 BVV 3

³² Vgl. SNB 2015, S. A13

³³ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 36

2005 kontinuierlich zugenommen und beträgt mittlerweile CHF 1'815 Mrd., wobei auch die Verpflichtungen, die hauptsächlich aus Hypothekarkrediten bestehen, angestiegen sind (Stand Ende 2014: Total Verpflichtungen: CHF 794 Mrd., davon CHF 740 Mrd. Hypothekarkredite). Der Marktwert der Immobilien abzüglich der Hypotheken ergibt den Wert des Eigenkapitals der Immobilien von CHF 1'075 Mrd., was 32% des Reinvermögens aller Schweizer Haushalte entspricht.³⁴ Die CHF 2'314 Mrd. an Forderungen bestehen aus den folgenden in Tabelle 1 beschriebenen sechs Positionen:

Position	Beschreibung	Volumen per Ende 2014 (in CHF Mrd.)
Bargeld und Einlagen	Sparkonti, Transaktionskonti, Termineinlagen	734
Schuldtitel	Kassenobligationen, Geldmarktpapiere, Anleihen	97
Aktien		285
Anteile an kollektiven Kapitalanlagen	Anlagefonds, SICAV, KGK, SICAF	220
Strukturierte Produkte		23
Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionskassen	Ansprüche aus Lebensversicherungen, Ansprüche aus der beruflichen Altersvorsorge (2. Säule)	956
Total Forderungen		2 315

Tabelle 1: Aufteilung der Forderungen, vgl. SNB (2015), S. A9; FINMA (2016), o.S.

Somit lässt sich feststellen, dass Immobilien auch nach Abzug der Hypotheken volumemässig die grösste Vermögensposition der privaten Haushalte in der Schweiz bilden, wenn die Forderungen unterteilt werden.

Zum Zweck der Vereinfachung und zur Anpassung an die Schweizer Verhältnisse wird in der quantitativen Studie das Haushalts-Nettovermögen (netto = abzüglich Schulden) wie folgt definiert: Dieses beinhaltet Bargeld, Sparguthaben, Wertschriften, selbstbewohnte oder vermietete Immobilien (nur Eigenkapital, ohne Hypothek), inklusive Autos, Uhren, Kunst, Schmuck, etc., jedoch ohne das Vorsorgevermögen, d.h. ohne 2. oder 3. Säule (siehe Fragebogen im Anhang 1). Es geht somit um das frei investierbare Haushalts-Nettovermögen aus der Perspektive eines privaten Anlegers, wobei im Unterschied zu den SNB-Daten neben Immobilien und den finanziellen Vermögenswerten auch die eigene Unternehmung und sonstige Sachwerte abgefragt wurden.

2.1.3 Privater Anleger

Private Anleger sind Privatpersonen, welche einzeln oder in einem kleinen Verbund, z.B. als Ehepaar oder Haushalt (mit oder ohne Kinder), ihr Vermögen investieren. Das allgemeine Spektrum reicht grundsätzlich vom Kleinsparer mit einigen Tausend Schweizer Franken Anlagevermögen bis zum Multimilliardär. Im Gegensatz zu institutionellen Investoren, wie z.B. Banken, Effektenhändler, Versicherungen, Pensionskas-

³⁴ Vgl. SNB 2015, S. A9; FINMA 2016, o.S.

sen, Fondsleitungen, Vermögensverwalter oder operativ tätige Unternehmen, sind bei den meisten Privatinvestoren keine expliziten Finanzkenntnisse oder gar eine professionelle Tresorerie vorhanden. Es werden geringere Vermögensgrössen pro Anleger investiert.³⁵

Ein grundlegender Unterschied zwischen den privaten und institutionellen Anlegern besteht in der Tatsache, dass private Anleger *ihr eigenes Geld* investieren, d.h. dass die Entscheidungsträger gleichzeitig Eigentümer des Geldvermögens sind. Dies im Gegensatz zu den meisten institutionellen Anlegern, wo es eine Trennung der Rollen gibt. Der Versicherungsnehmer einer beruflichen Vorsorgeeinrichtung kann in der Regel nicht entscheiden, wie sein Vorsorgeguthaben investiert werden soll. Der Stiftungsrat hat dafür von der Institution Vorsorgeeinrichtung (bzw. vom Gesetzgeber) die Kompetenzen sowie Richtlinien erhalten, wonach das Stiftungsvermögen zu investieren ist.³⁶ Der private Anleger bzw. der Haushalt agiert sowohl als Eigentümer des Vermögens als auch als Entscheider und ist somit oft *alleiniger Risikoträger*. Es gibt keine statutarischen oder gesetzlichen Vorgaben, einzig gewisse Standesregeln der Banken im Falle der hypothekarischen Kreditvergabe.³⁷ Somit genießt der private Anleger grosse Freiheitsgrade in der Entscheidung, ob er überhaupt auf Konsum verzichten und ein gewisses Vermögen ansparen möchte, und wie bzw. wie lange er dieses Geldvermögen anlegen will. Es sind somit individuelle Einschränkungen oder Präferenzen, die private Anleger so oder anders entscheiden lassen, wobei vor dem Entscheid unterschiedliche Entscheidungsfindungsprozesse möglich sind. Dem Investitionsentscheid kann beispielsweise ein Informationsprozess über mehrere Gespräche mit einem Berater bei einer Bank vorausgehen oder es kann zu einem spontanen Kauf- oder Verkaufsentscheid aufgrund einer Pressemitteilung, abgewickelt über einen Online Broker, kommen.

Da die Masse der privaten Anleger eine sehr grosse Heterogenität und eine ungleiche Vermögensverteilung in der Bevölkerung aufweist,³⁸ wird in der Vermögensverwaltungspraxis oft mit Kunden- bzw. Anlegersegmentierungen gearbeitet. Die typische Segmentierung ist dabei nach wie vor diejenige nach Vermögensgrösse,³⁹ d.h. nach aktuellen Vermögenswerten,⁴⁰ wie in Abbildung 3 veranschaulicht wird:

³⁵ Vgl. Trübstein 2012, S. 24-25

³⁶ Vgl. Art. 53i BVG

³⁷ Vgl. SwissBanking 2014, S. 3

³⁸ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 71

³⁹ Vgl. Kos Kalia 2008, S. 61

⁴⁰ Vgl. Cap Gemini 2015, S. 10; Zenker 2006, S. 77-81

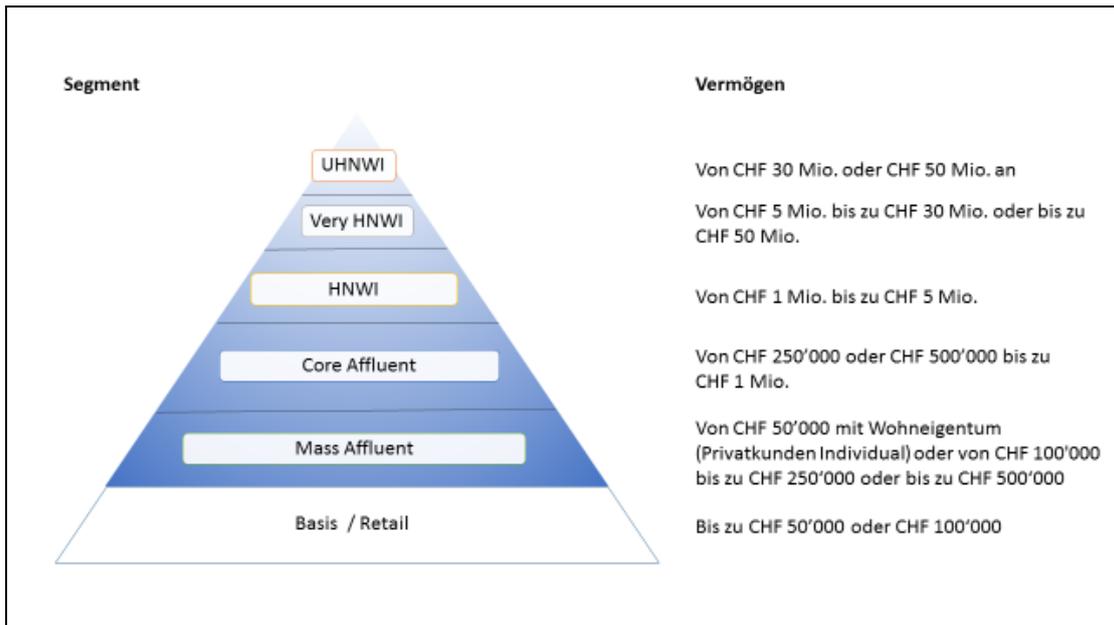


Abbildung 3: Segmentierung privater Anleger nach Vermögen, in Anlehnung an Zenker (2006), S. 24; Kos Kalia (2008), S. 61; Cap Gemini (2015), S. 10

Der Gesetzgeber in der Schweiz unterscheidet im Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen zwischen qualifizierten und nicht-qualifizierten Anlegern, so dass neben den institutionellen Anlegern auch vermögende Privatpersonen schriftlich erklären können, dass sie als qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gelten wollen.⁴¹ Die dafür notwendigen Kriterien sind entweder

- die persönliche Ausbildung und berufliche Erfahrung im Finanzsektor in Kombination mit einem Finanzvermögen (ohne Immobilien und ohne berufliche Vorsorge) von mindestens CHF 500'000 oder
- Vermögen von mindestens CHF 5 Mio. (inklusive Immobilien zu einem Nettowert von höchstens CHF 2 Mio.).⁴²

Somit sind auch aus Sicht des Gesetzgebers zum Schutze der Anlegerinnen und Anleger⁴³ Vermögensgrössen definiert worden. Die Vergleichbarkeit von vermögenden Privatpersonen mit institutionellen Anlegern wird auch zunehmend bei Investitionen in Immobilien festgestellt, da diese vermögenden Privatanleger zum Teil über Family Offices agieren und über Gesellschaften und Stiftungen in Immobilien investieren.⁴⁴

⁴¹ Vgl. Art. 10 Abs. 2 lit. e. und f. des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), vom 23.06.2006, SR 951.31

⁴² Vgl. Art. 6 der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV) vom 22.11.2006, SR. 951.311

⁴³ Vgl. Art. 1 KAG

⁴⁴ Vgl. Trübstein 2012, S. 25

Am unteren Ende der Vermögensgrössen stellt sich die Frage, ab welchem Anlagevermögen Anleger in der Praxis überhaupt in Immobilien investieren bzw. investieren könnten. Die häufigste Anlage, nämlich die direkte Anlage in selbstbewohntes Wohneigentum, ist in der Schweiz bei circa 40% der Haushalte heute der Fall.⁴⁵ Ausgehend von typischen Transaktionsobjekten (Median, 4. Quartal 2015) im Schweizer Markt für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen liegt der mittlere Transaktionspreis pro Einheit bei CHF 890'000 für ein Einfamilienhaus und CHF 700'000 für eine Eigentumswohnung.⁴⁶ Mit den heute gültigen Standesregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekendarfinanzierungen ist ein Mindestanteil von 10% an Eigenmitteln notwendig, welche nicht aus den Guthaben der 2. Säule stammen.⁴⁷ Somit benötigt ein Haushalt heute in der Schweiz mindestens ein Eigenkapital von rund CHF 90'000 für den Erwerb eines mittleren Einfamilienhauses und CHF 70'000 für den Kauf einer Eigentumswohnung. Addiert man dazu noch übliche Transaktionsgebühren, wie z.B. Handänderungssteuern, Notariatsgebühren oder Gebühren für die Grundbucheintragung,⁴⁸ ist die Schwelle von CHF 100'000 Eigenkapital schnell erreicht.

Bei indirekten Immobilienanlagen sind die Losgrössen, d.h. der Preis pro Einheit kleiner als bei direkten Anlagen, doch auch da stellt sich die Frage, ab welchem Volumen eine Anlage z.B. in einen Immobilienfonds oder eine Immobilienaktie in der Praxis Sinn macht und welche Anleger für solche Produkte in Frage kommen.

Zu diesem Zweck wird an dieser Stelle eine vereinfachte Kalkulation unter Berücksichtigung von Transaktionskosten gerechnet. In der Anlegerpraxis fallen Transaktionsgebühren, sogenannten Courtagen, beim Kauf- und Verkauf von Wertschriften an. Diese werden von den Banken erhoben und reichen von CHF 9 Minimum pro Transaktion beim grössten Schweizer Online-Broker⁴⁹ bis zu CHF 100 bei einer mittleren Kantonalbank (ohne Internet-Rabatt).⁵⁰ Nimmt man einen Durchschnitt von CHF 50 für eine Transaktion,⁵¹ so zahlt der Anleger nur schon CHF 100 Gebühren für einen Kauf- und Verkauf von Aktien oder ETFs, wobei bei gewissen Anlagefonds die Rücknahme je nach Bank bzw. Fond kostenlos ist. Damit diese Gebühren für Wertschriftentransaktio-

⁴⁵ Vgl. BFS 2015, S. 21

⁴⁶ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 166

⁴⁷ Vgl. SwissBanking 2014, S. 3

⁴⁸ Vgl. Gantenbein 1999, S. 137

⁴⁹ Vgl. Swissquote 2016, o.S.

⁵⁰ Vgl. Schwyzer Kantonalbank 2015, S. 4

⁵¹ Vgl. König 2014, o.S.

nen einen nicht allzu grossen Teil der Rendite zunichtemachen, sollten die Courtagen höchstens 1% betragen. Somit liegt die minimale Positionsgrösse für Anlagefonds bei CHF 5'000 bzw. CHF 10'000 für Obligationen, Aktien, ETFs, etc. Möchte ein Anleger eine naive Portfoliodiversifikation durch eine gleichgewichtete Anzahl von Positionen erreichen, so wird häufig mit der Anzahl 20 operiert.⁵² Somit kann vereinfacht eine Mindestportfoliogrösse für Fondsportfolios bzw. Einzeltitelportfolios unter Berücksichtigung von Transaktionskosten definiert werden, siehe Tabelle 2:

Mindestgrössen	Losgrösse pro Position	Portfoliogrösse
Fondsportfolio	CHF 5'000	CHF 100'000
Einzeltitelportfolio	CHF 10'000	CHF 200'000

Tabelle 2: Mindestgrössen pro Position und Portfolio in der Praxis

Die Investition sowohl in direktes Wohneigentum als auch indirekt in die typischen Formen, wie z.B. Immobilienfonds, ETFs und Immobilienaktien, macht in der Praxis folglich erst ab einem Anlagevermögen von CHF 100'000 Sinn (sogenannte Strategiefonds mit Immobilienanteil werden hier ausgeklammert).

Vermögensgrenzen werden in der quantitativen Studie als Ausschlusskriterium verwendet, so dass nur Online-Panel Teilnehmer mit einem Haushalts-Nettovermögen ab CHF 50'000 mit Wohneigentum oder ab CHF 100'000 den Fragebogen vollständig ausfüllen konnten (Kriterien analog der Privatkunden Individual-Segmentierung einiger Schweizer Banken). Das bevölkerungsreichste Segment der Kleinanleger, d.h. Basis- bzw. Retail-Anleger, wurde somit aus der Betrachtung ausgeschlossen. Folglich werden in der Studie durch diese Schichtung ausschliesslich Anleger ab dem Mass Affluent Segment berücksichtigt, wohnhaft in der Schweiz, welche heute bereits in Immobilienanlagen investieren oder potenziell in Immobilien investieren könnten.

2.1.4 Anlageverhalten

Das Anlageverhalten der privaten Anleger, oft auch als Anlegerverhalten bezeichnet, wird seit den 1970er Jahren erforscht und hat sich mit der Publikation der „Prospect Theory“ von Kahnemann und Tversky⁵³ als wissenschaftliche Disziplin unter dem Begriff „Behavioural Finance“ etabliert.⁵⁴ Die Prospect Theory beschreibt die Entscheidungsfindung in Risikosituationen und zeigt empirisch, dass Individuen Gewinne und

⁵² Vgl. Bodie, Z./Kane, A./Marcus, A. J. 2005, S. 225; Bennett, J. A./Sias, R. W. 2010, S. 2

⁵³ Vgl. Kahnemann, D./Tversky, A. 1979, S. 263

⁵⁴ Vgl. Hens, Th./ Rieger, M. O. 2010, S. 11

Verluste nicht gleich bewerten, d.h. eine grundsätzliche Verlustaversion haben, so dass die Wertfunktion

- abhängig von der Abweichung vom Referenzpunkt (Achsen Schnittpunkt),
- konkav für Gewinne und konvex für Verluste,
- steiler für Verluste als für Gewinne ist.⁵⁵

Diese hypothetische Wertfunktion wird in Abbildung 4 graphisch dargestellt:

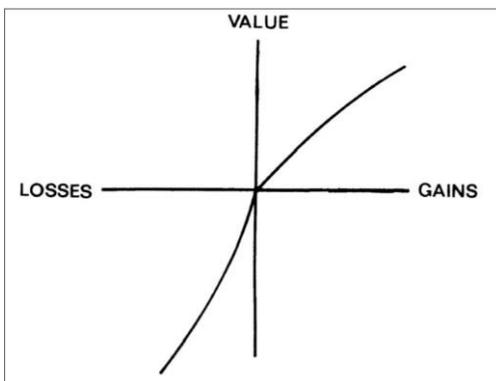


Abbildung 4: Hypothetische Wertfunktion, Kahnemann, D./Tversky, A. (1979), S. 279

Behavioural Finance wird von Shefrin wie folgt definiert:

„Behavioral finance is the study of how psychology affects finance. Psychology is the basis for human desires, goals and motivations, and it is also the basis for a wide variety of human errors that stem from perceptual illusions, overconfidence, over-reliance on rules of thumb, and emotions.“⁵⁶

Die Behavioural Finance hat zu einer Psychologisierung der klassischen Finance geführt, welche auf dem Grundsatz der Portfoliooptimierung bzw. Portfolioselektion von Markowitz fusst.⁵⁷ Ziel der Portfoliooptimierung ist es, durch die Kombination von nicht vollständig korrelierten Anlagen einen Diversifikationseffekt zu erreichen, um

- das Risiko, gemessen als Standardabweichung, eines Portfolios zu minimieren, bei gegebener erwarteter Rendite, bzw.
- die Rendite, berechnet als Erwartungswert, eines Portfolios zu maximieren, bei gegebenem (geschätztem) Risiko.⁵⁸

Die klassische Finance wird heute in der Praxis bei der Umsetzung von Portfolios nach wie vor angewendet. Diese Theorie geht jedoch sowohl von einem nutzenmaximierenden und rationalen Anleger aus, als auch von einem effizienten Markt.⁵⁹

⁵⁵ Vgl. Kahnemann, D./Tversky, A. 1979, S. 279

⁵⁶ Shefrin 2002, S. ix

⁵⁷ Vgl. Markowitz 1952, S. 77

⁵⁸ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 102

Die sich wiederholenden Verwerfungen an den Finanz- und Immobilienmärkten haben aber gezeigt, dass die Annahmen der klassischen Finance in der Realität nicht zutreffen, denn die Psychologie der Anleger führt zu irrationalen Übertreibungen.⁶⁰ Die Märkte bzw. das Finanzsystem sind durch das menschliche Verhalten inhärent instabil.⁶¹

Das Anlageverhalten wird geprägt von Fehlern bei der Informationswahrnehmung und Informationsverarbeitung,⁶² sogenannten „Behavioural Biases“,⁶³ auch kognitive Verzerrungen oder Psychofallen genannt.⁶⁴ Um die Entscheidungsfindung zu vereinfachen, benutzen Anleger oftmals Faustregeln, sogenannte Heuristiken, welche erlauben, „mit geringem Aufwand einen – zumindest vordergründig – plausiblen Entscheid“⁶⁵ zu fällen. Der Anleger hat im Zeitablauf drei Entscheide bezüglich einer Anlage/Position zu fällen: kaufen oder nicht kaufen; falls gekauft, Position halten oder (teil-)verkaufen.

Bei den Heuristiken unterscheidet man einerseits bewusste Heuristiken und andererseits unbewusste Heuristiken, wobei letztere irrationale Entscheidungen hervorrufen können und somit statt zu einem Anlageerfolg zu einem Anlageverlust führen können.⁶⁶ Einige dieser „Behavioural Biases“ treten häufig im Zusammenhang mit Anlagen in Immobilien auf (eine detaillierte Beschreibung findet sich im Anhang 4):

- Mental Accounting
- Availability Bias
- Confirmation Bias
- Anchoring and Adjusting
- Representativeness Bias
- Overconfidence and illusion of control
- Herding / Herd Behaviour.

Insbesondere der Overconfidence-Effekt und das Herding können zu einer Schleife von positivem Feedback führen, d.h. dass Anleger diejenigen Güter kaufen, deren Preise gestiegen sind und die Preise somit weiter anheizen. So entsteht ein sich selbst verstärkender Trend, welcher zu einer Preisblase führen kann.⁶⁷

⁵⁹ Vgl. Hens, Th./Bachmann, K. 2008, S. 65; Shleifer 2000, S. 1

⁶⁰ Vgl. Shiller 2001, S. 3-4

⁶¹ Vgl. Ferguson 2008, S. 345-347

⁶² Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 265

⁶³ Vgl. Hens, Th./Bachmann, K. 2008, S. 67

⁶⁴ Vgl. Hens 2012, S. 1-4

⁶⁵ Lüscher-Marty 2012b, S. 265

⁶⁶ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 265

⁶⁷ Vgl. Rombach 2011, S. 117-120

Im empirischen Teil der Abschlussarbeit geht es um das erkennbare Anlageverhalten in Immobilien, welches von individuellen Wahrnehmungen, menschlichen Wunschvorstellungen, Illusionen, Täuschungen und Emotionen geprägt sein kann.

2.1.5 *Anlageklassen*

Wie in Kapitel 2.1.1 und 2.1.2 vorweggenommen, gibt es verschiedene Formen von Anlagen bzw. kann ein Vermögen in verschiedene Anlagekategorien oder Anlageklassen unterteilt werden. Dabei sieht man sowohl in der Wissenschaft als auch in der Praxis unterschiedliche Abgrenzungen und Anzahl von Anlageklassen. Im Grundlagenpapier der klassischen Finance lässt Markowitz die Gültigkeit der Portfoliooptimierung bezüglich Einzeltiteln oder Aggregaten, d.h. Anlageklassen, offen: „In our analyses the X_i might represent individual securities or they might represent aggregates such as, say, bonds, stocks and real estate.“⁶⁸ Andere Autoren nennen drei⁶⁹ oder vier Hauptanlageklassen:

- Liquidität (Bargeld, Sichtgeld, kurzfristige Staatsanleihen)
- Aktien
- Obligationen
- *Immobilien*.⁷⁰

Immobilien werden in der Praxis der Vermögensverwaltung für Private je nach Ansatz des Vermögensverwalters als eigene Anlageklasse aufgeführt,⁷¹ oder unter den alternativen Anlagen subsummiert,⁷² oder nicht berücksichtigt.⁷³ Meist finden sich Immobilienanlagen für private Investoren unter der Anlageklasse Alternative Investments subsummiert und für institutionelle Investoren als eine eigene Anlageklasse ausgewiesen.⁷⁴ Seit den 1980er Jahren ist die Popularität der Anlageklasse Immobilien, v.a. von Gewerbeimmobilien (engl. Commercial Real Estate) bei institutionellen Investoren global stark zunehmend. „Before 1980, commercial real estate was invisible in institutional investment portfolios. More recently considered an “alternative investment,” today’s institutional investors typically allocate an average of almost 10 percent of their portfo-

⁶⁸ Markowitz 1952, S. 91

⁶⁹ Vgl. Gantenbein et al. 2001, S. 33

⁷⁰ Vgl. Geltner et al., S. 136

⁷¹ Vgl. Mächtel et al. 2016, o.S.

⁷² Vgl. Toren et al. 2016, S. 10

⁷³ Vgl. Pedersen, M./de Montrichard, Ch. 2015, S. 20-21

⁷⁴ Vgl. Pictet 2015, S. 6-7

lios to real estate.”⁷⁵ Dabei ist zu präzisieren, dass innerhalb gewisser Statistiken Family Offices oft zu den institutionellen Anlegern gezählt werden. In der Schweiz sind die Pensionskassen eine der grössten institutionellen Immobilienbesitzer mit Immobilien im Wert von CHF 133 Mrd., wobei davon der Grossteil, rund CHF 121 Mrd., auf schweizerische Immobilien, fallen.⁷⁶ Der Anteil der Immobilien innerhalb der Portfolios von Schweizer Pensionskassen wird per Ende 2015 auf 18.2% geschätzt.⁷⁷ Die häufigste Anlageform innerhalb der Anlageklasse Immobilien bei Schweizer Pensionskassen ist mit 59% die Direktanlage, vor den Anlagestiftungen mit 28%, Immobilienfonds mit 11% und Immobilienaktien mit 3%.⁷⁸ Somit lässt sich feststellen, dass die Anlageklasse Immobilien für institutionelle Investoren einen festen Bestandteil ihres Portfolios darstellt. Für private Anleger gibt es keine umfassenden Studien. Für Anleger ab Core Affluent Segment zeigen Erhebungen, dass Immobilien als Finanzanlage gebräuchlich sind. Eine Befragung aus dem Jahre 2015 hat ergeben,⁷⁹ dass diese Core Affluent- und HNWI-Anleger im Schnitt rund 10% in Immobilienanlagen investieren.⁸⁰ In der folgenden Abbildung 5 ist die durchschnittliche Asset Allokation aus dieser Studie ersichtlich:

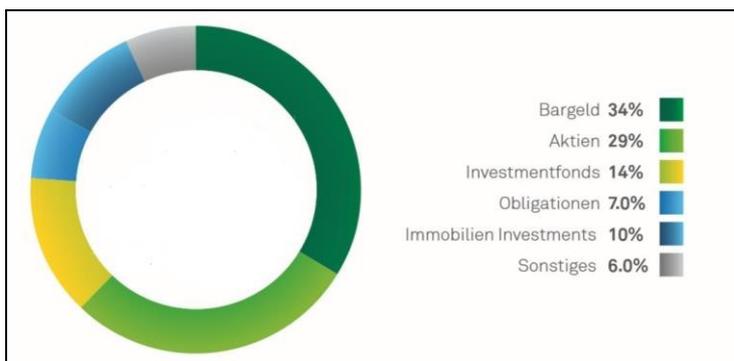


Abbildung 5: Anlageverteilung vermögiger Schweizer Privatpersonen, vgl. BlackRock (2015), S. 5⁸¹

Für die Asset Allokation von UHNWI in Immobilien, gibt es seit 2007 eine internationale Studie, wobei rund 400 Private Banker jährlich weltweit befragt werden, um die Trends sowie die durchschnittlichen Portfolioallokationen aufzuzeigen.⁸² Diese Umfrage hat ergeben, dass UHNWI einerseits einen wesentlichen Teil ihres Vermögens in

⁷⁵ Funk 2015, o.S.

⁷⁶ Vgl. BFS 2014b, o.S.

⁷⁷ Vgl. Complementa 2016, o.S.

⁷⁸ Vgl. Wigger, F./Rothmund, J. 2014, S. 35-37

⁷⁹ Bei rund 500 vermögenden Privatpersonen in der Schweiz mit einem durchschnittlich investierten Vermögen von CHF 1.6 Mio.

⁸⁰ Vgl. BlackRock 2015, S. 5

⁸¹ In Abbildung 5 ist unklar, ob innerhalb der Kategorien Aktien auch Immobilienaktien bzw. unter Investmentfonds auch Immobilienfonds inkludiert sind; selbstbewohnte Immobilien sind nicht erwähnt.

⁸² Vgl. Shirley 2016, S. 13

selbstbenutztes Wohneigentum investieren (wobei hier oft eine Vielzahl von Residenzen dazuzählen) nämlich 24% des Vermögens. Andererseits investieren UHNWI 11% auch direkt in Renditeimmobilien, so dass dieses Segment auf eine Gesamtallokation in Immobilien von 35% kommt. Einen Überblick über die durchschnittliche Vermögensaufteilung in Finanz- und Sachanlagen von UHNW-Anlegern gibt Abbildung 6:

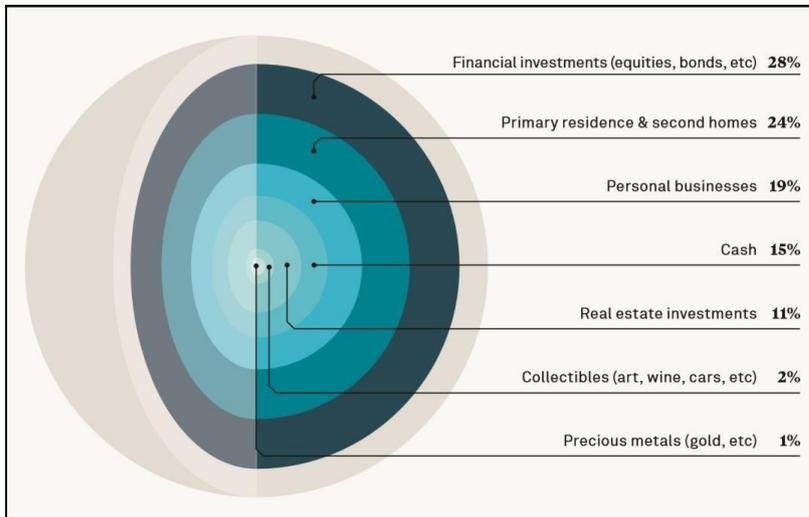


Abbildung 6: Anlageverteilung von UHNWI weltweit, Shirley (2016), S. 13

Diese Studie hat auch hervorgebracht, dass sehr vermögende Anleger das selbstbenutzte Wohneigentum sowohl „as a place to live and as something to invest in“⁸³ betrachten. Obwohl diese zwei Umfragen nicht eins zu eins vergleichbar sind, resultiert bei beiden ein Anteil an Immobilien zu reinen Anlagezwecken von 10% bzw. 11%.

Die Frage, wie viele Anlageklassen ein Investor besitzen sollte, ist müssig, da der Diversifikationseffekt mit zunehmender Anzahl an nicht vollständig korrelierten Anlageklassen zwar zunimmt, der Grenznutzen jedoch abnimmt und insbesondere die Komplexität bei der Verwaltung eines Portfolios mit sehr vielen verschiedenen Anlageklassen steigt. Eine Faustregel, die sich in der Praxis etabliert hat, ist: mehr als drei.⁸⁴

2.2 Marktüberblick über Immobilienanlagen

Der Marktwert des Schweizer Immobilienmarktes beträgt gesamthaft CHF 3'031 Mrd.⁸⁵ (Graphik siehe Anhang 5). Der Markt für Wohnimmobilien macht mit CHF 2'592 Mrd. rund 86% des Immobilienmarktes aus. Vergleicht man den Schweizer Immobilienbestand mit dem Swiss Performance Index (SPI), der als Gesamtmarktindex für den

⁸³ Shirley 2016, S. 13

⁸⁴ Vgl. Bernstein 2001, S. 76

⁸⁵ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 166

Schweizer Aktienmarkt gilt,⁸⁶ und per Ende 2015 eine Marktkapitalisierung von CHF 1'287 Mrd. erreichte,⁸⁷ so wird erkenntlich, dass der Marktwert des Schweizer Immobilienbestandes annähernd dreimal die Marktkapitalisierung aller im SPI enthaltenen Unternehmen umfasst.

Die Schwierigkeit in den Daten zum Schweizer Immobilienbestand besteht darin, die Eigentümerstruktur zu verstehen, um zwischen Selbstnutzung und Kapitalanlage differenzieren zu können. Für den grössten Immobilienmarkt, nämlich den Markt für Wohnimmobilien, existiert aufgrund der Volkszählung im Jahre 2000 eine detaillierte Statistik nach Anzahl Gebäuden (nicht nach Marktwert). Diese zeigt, dass Privatpersonen mit 88,6% bei weitem die grösste Besitzergruppe der Gebäude mit Wohnnutzung sind (dazu gehören auch Einzelfirmen und Personengesellschaften).⁸⁸ Die übrigen 11,4% der Gebäude mit Wohnnutzung teilen sich verschiedene Eigentümergruppen auf, wobei die Bau- und Immobiliengesellschaften mit 1,4%, Personalvorsorgeeinrichtungen mit 1,3%, Versicherungen mit 0,8% und Immobilienfonds mit 0,3% einen relativ kleinen Anteil des Wohnimmobilienmarktes in der Schweiz halten. Eine Aufteilung unter den unterschiedlichen Gebäudetypen gibt ein detailliertes Bild, siehe Tabelle 3:

Gebäudekategorie	Anzahl	Prozent im Eigentum von Privatpersonen
Einfamilienhäuser	821'719	97%
Mehrfamilienhäuser (inkl. Stockwerkeigentum)	357'559	80%
Wohngebäude mit Nebennutzung	198'274	84%
Gebäude mit teilweiser Wohnnutzung	84'608	57%
Total Gebäude mit Wohnnutzung	1'462'160	

Tabelle 3: Gebäude mit Wohnnutzung und privater Eigentümeranteil, vgl. BFS (2000)

Der Überhang an privaten Eigentümern bei Gebäuden mit Wohnnutzung erstreckt sich über alle vier Gebäudekategorien. Nicht berücksichtigt sind darin die unterschiedlichen Gebäude- bzw. Objektgrössen, deren Marktwert sowie die Frage nach der Selbstnutzung versus Kapitalanlage. Dazu gibt die Statistik teilweise Aufschluss, dass bei den Mietwohnungen der Anteil der Privatpersonen als Eigentümer im Jahre 2000 bei 58% gelegen hat, institutionelle Anleger kommen auf 22% und 8% gehören Wohnbaugenossenschaften, der Rest verteilt sich auf andere Eigentümergruppen. Eine Schätzung des Gesamtmarktes für Anlageimmobilien, d.h. Immobilien als Kapitalanlage, in der

⁸⁶ Vgl. SIX Swiss Exchange, o.S.

⁸⁷ Vgl. SIX Swiss Exchange, o.S.

⁸⁸ Vgl. BFS 2000, o.S.

Schweiz gibt Werte zwischen CHF 800 Mrd. und CHF 960 Mrd. an, wobei Privatpersonen rund 83% der Anlageimmobilien besitzen, institutionelle Anleger halten 17%.⁸⁹

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass private Anleger bei weitem die grösste Gruppe von Akteuren bei den direkten Immobilienanlagen in der Schweiz darstellen, sei es zu Selbstnutzungs- und/oder Anlagezwecken. Diese Gruppe zeichnet sich durch eine ausgeprägte Fragmentierung und eine geringe Professionalisierung aus. Insbesondere kommen sowohl bei der Selbstnutzung als auch bei der Kapitalanlage einer direkt gehaltenen Immobilie durch private Anleger nicht nur ökonomische Faktoren bzw. Motive zum Tragen, sondern es stehen oft *emotionale Faktoren* im Vordergrund.⁹⁰

2.2.1 Direkte Anlagen

Die Motive und mögliche Nutzen einer direkten Anlage in Immobilien für private Anleger können mannigfaltig sein. Eine Übersicht liefert ein Handbuch für Immobilien-Investitionen,⁹¹ worin zwanzig mögliche Nutzen (engl. benefits) aufgeführt sind, Diese möglichen Benefits werden in Abbildung 7 in vier Dimensionen positioniert:

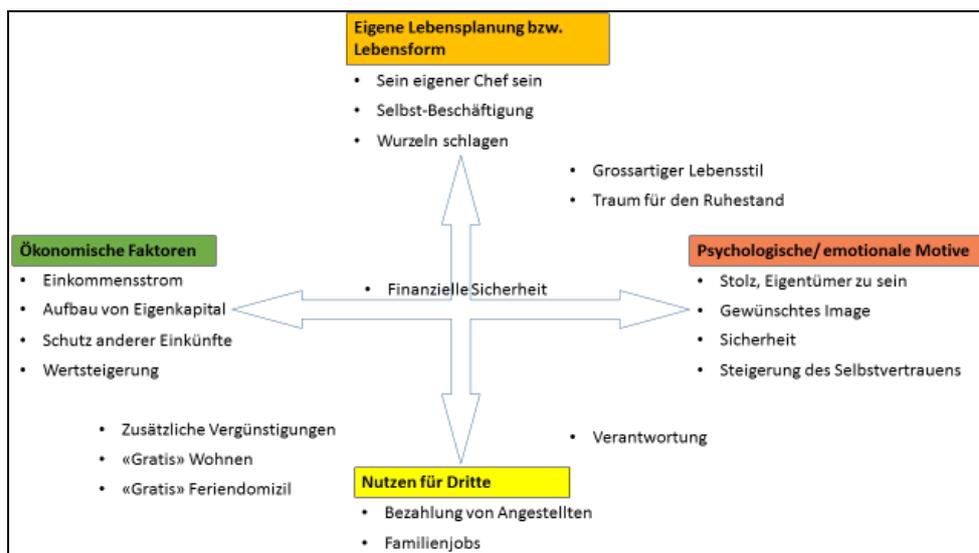


Abbildung 7: Mögliche Benefits direkter Immobilienanlagen für Private, vgl. Cummings (2010), S. 57-58
Die charakteristischen Eigenschaften der direkten Immobilienanlage gegenüber anderen Anlageklassen sowie gegenüber indirekten Immobilienanlagen sind die folgenden:

- *Kontrolle bzw. Kontrollillusion*: durch eigene Entscheidungs- und Mitbestimmungsrechte sowie möglicherweise lokale Marktkenntnisse des Eigentümers⁹²

⁸⁹ Vgl. Staub, P./Rütter, H. 2014, S. 11-12

⁹⁰ Vgl. Gantenbein 1999, S. 60

⁹¹ Vgl. Cummings 2010, S. 57-58

⁹² Vgl. HZ/Schweizer Versicherung/Schweizer Bank, S. 49; Baker, H.K./Chinloy, P. 2014, o.S.

- *Managementaufgaben* und damit verbundene hohe Transaktionskosten: angefangen beim Kauf oder eventuell beim Bau der Immobilie; im Falle der Vermietung birgt die Vermarktung und Bewirtschaftung, bis wieder zum Verkauf der Immobilie einen sehr hohen Zeit- und/oder Kostenaufwand⁹³
- *Hebeleffekt* durch Fremdfinanzierung (engl. *Leverage*): für private Anleger ist die (meist selbstbewohnte) Immobilie die einfachste bzw. einzige Anlage, die es erlaubt, ein so grosses Anlagevolumen über Schulden zu finanzieren.⁹⁴ Die Gesamtinvestition übersteigt das Eigenkapital um ein Vielfaches, weil die Fremdfinanzierung dies ermöglicht. Diese Übergewichtung kann sowohl zu einem Klumpenrisiko als auch zu einer Klumpenchance werden.

Diese drei Hauptmerkmale bergen in einzigartiger Weise Gewinn- wie auch Verlustpotenziale für Anleger. In keiner anderen Anlageklasse kann ein Privater die Gegend auskundschaften, die Nachbarn vorher kennenlernen und nach der Zufriedenheit fragen. Ein Immobilieneigentümer hat (Mit-)Bestimmungsrechte, z.B. wann wieviel in Erneuerungen investiert wird. Ebenso ist die Vermarktung eine Aufgabe, welche es erlaubt, die potenziellen Kunden selbst anzusprechen und sogar auszuwählen. Solche Entscheidungen und Aufgaben setzen auch ein gewisses Fachwissen voraus. Gleichzeitig sind damit auch Probleme verbunden, die plötzlich auftauchen können,⁹⁵ wie z.B. wenn der Mieter kündigt oder die Wohnung mit Schäden zurücklässt. Summarisch ist festzuhalten, dass die direkte Immobilienanlage nicht nur eine finanzielle Investition darstellt, sondern eigentlich den *Schritt ins Unternehmertum* bedeutet, mit all den damit verbundenen Chancen und Risiken. Kommt hinzu, dass der Markt für direkte Immobilienanlagen aufgrund der grundlegenden Standortabhängigkeit, der Einzigartigkeit des Objektes und Merkmalen des Schweizer Marktes, wie z.B. der kleinen Anzahl Marktteilnehmer oder der geographischen Kleinräumigkeit,⁹⁶ sich durch *Illiquidität* auszeichnet.⁹⁷

2.2.1.1 Selbstgenutzte Wohnimmobilie

Die häufigste Form der Immobilienanlage, nämlich die selbstgenutzte Wohnimmobilie birgt als primären Nutzen die Wohnnutzung, wobei diese nicht, wie in Abbildung 7 stipuliert, gratis ist, sondern üblicherweise folgende Kostenfaktoren beinhaltet:

- Fremdfinanzierungskosten (Zins für den Hypothekarkredit)

⁹³ Vgl. Baker, H.K./Chinloy, P. 2014, o.S.; Just, T./Uttich, St. 2015, S. 19

⁹⁴ Vgl. Just, T./Uttich, St. 2015, S. 167 und S. 194

⁹⁵ Vgl. Just, T./Uttich, St. 2015, S. 19

⁹⁶ Vgl. Gantenbein 1999, S. 130

⁹⁷ Vgl. Kaufmann 2015, S. 45

- Unterhalts- und Renovationskosten (vorgeschriebene Amortisationen gelten in der Finanzierungspraxis als Reserven für Renovationen)
- Verwaltungs- und Versicherungskosten
- Steuerbelastung aufgrund des Eigenmietwerts
- Opportunitätskosten durch entgangene Rendite auf dem Eigenkapital.⁹⁸

Als Alternative zu diesen Kostenfaktoren werden die Mietkosten eines ähnlichen Objektes an einem vergleichbaren Standort gegenübergestellt. Weil dabei mit Durchschnittswerten bzw. Annahmen zu den Kosten, wie Verschuldungsgrad, Hypothekarzins, Opportunitätskosten, etc. operiert wird, kommen diese Studien zu sehr unterschiedlichen Schlussfolgerungen.⁹⁹ Bei den Vergleichen zwischen Kaufen oder Mieten werden regelmässig nur die wiederkehrenden Kosten berücksichtigt und die Chance bzw. das Risiko der Wertänderung vergessen. Die Immobilienkrise der 1990er Jahre in der Schweiz hat jedoch gezeigt, dass es in zehn Jahren zu durchschnittlichen Werteinbussen von 38 Prozent kommen kann.¹⁰⁰ Es ist also vorgekommen, dass ein Immobilienbesitzer Ende der 90er Jahre durch eine einzige Anlage in Immobilien, sei es sein Eigenheim oder seine eigene Betriebsstätte, sowohl die Immobilie verlor¹⁰¹ als auch das ganze Eigenkapital. Aufgrund der persönlichen Haftung bei privaten Kreditnehmern gingen Anleger Konkurs, wenn sie nicht die Zeit oder die finanziellen Reserven hatten, um den Kredit zu bedienen bzw. das geforderte Kapital nachzuschliessen. Das ausgeprägte Gewinn- und Verlustpotenzial bei der selbstbewohnten Immobilie wird zum einen durch die einfache Fremdfinanzierung, bis zu maximal 80% (unter Bezug der 2. Säule bis zu 90%) möglich,¹⁰² zum anderen können negative Ereignisse im privaten Bereich des Anlegers, wie z.B. Scheidung oder Arbeitslosigkeit, die Tragbarkeit der Verschuldung plötzlich in Frage stellen¹⁰³ und somit den Anlagehorizont bzw. die geplante Haltedauer dieser Anlage um Jahre oder gar Jahrzehnte verkürzen. Die selbstgenutzte Wohnimmobilie ist somit *Gebrauchsobjekt und Finanzanlage zugleich*.

Die optimale Immobilienquote auf Basis einer klassischen Portfoliooptimierung ergibt „meistens ... zwischen 10% und 30% in einem gemischten Portfolio.“¹⁰⁴ Diese Band-

⁹⁸ Vgl. Martel 2015, o.S.

⁹⁹ Vgl. Schäfer 2015b, o.S.

¹⁰⁰ Vgl. Saputelli, C./Vajda, V. 2014, S. 41

¹⁰¹ Vgl. Schäfer 2015c, o.S.

¹⁰² Vgl. SwissBanking 2014, S. 3

¹⁰³ Tragbarkeit: Die finanzielle Belastung durch den Kredit darf nicht mehr als ein Drittel des Haushaltseinkommens ausmachen.

¹⁰⁴ Gantenbein 2003, o.S.

breite deckt sich mit Empfehlungen für private Anleger mit einem diversifizierten Portfolio, wo der Immobilienanteil in der Regel zwischen 10% und 20% ausmacht.¹⁰⁵ Da es bei der selbstbewohnten Immobilie aber vielmehr um die Verwirklichung eines Lebensraumes geht,¹⁰⁶ werden Portfolioüberlegungen auch in der Kreditvergabepraxis meist ausgeblendet.¹⁰⁷ Eine andere Problematik besteht darin festzulegen, wie lange der Anlagehorizont bei einer selbstbewohnten Immobilie sein wird, da sich die Lebensumstände plötzlich verändern können. Somit zeichnet sich die selbstgenutzte Wohnimmobilie durch eine ausgeprägte *Emotionalisierung* und damit durch emotionale Transaktionskosten aus,¹⁰⁸ welche bei vermieteten Immobilien weniger zum Tragen kommen.¹⁰⁹

2.2.1.2 Buy-to-let

Der Begriff „Buy-to-let“ stammt aus Grossbritannien und bedeutet: Kaufen, um zu vermieten. Dieser Markt ist im Vereinigten Königreich weit entwickelt. Bereits zwischen 1996 und 2007 umfasste er über 1 Mio. Hypothekenfinanzierungen.¹¹⁰ Im 3. Quartal 2015 hat der Anteil der britischen Buy-to-let-Hypotheken an den neuen Hypotheken 14,5% betragen.¹¹¹ Letzte Schätzungen kommen auf rund 1,4 Mio. Briten, die sich als private Vermieter betätigen.¹¹² In der Schweiz existieren dazu keine umfassenden Daten. Die Quote der Buy-to-let-Hypotheken wird nur von einer Grossbank publiziert und gilt als ein Subindikator im UBS Swiss Real Estate Bubble Index.¹¹³ Seit der ersten Publikation dieses Index im Mai 2011 liegt die Quote der neuen Kreditanträge für zur Vermietung vorgesehene Liegenschaften zwischen 14% und 20%. Per 1. Quartal 2016 beträgt dieser Subindikator 17,7% und ist damit in jüngster Zeit leicht rückläufig, aber immer noch hoch.¹¹⁴ Insbesondere Stockwerkeigentum ist aufgrund der kleineren Losgrösse und einfacheren Vermietbarkeit (als Einfamilienhäuser) dafür sehr geeignet. Das aktuelle Tiefzinsumfeld hat dazu geführt, dass Buy-to-let-Immobilienanlagen als Alternative zu anderen Anlagen, insbesondere zu Obligationen, aber auch zu Aktien populär geworden sind.¹¹⁵ Die Differenz zwischen der Bruttoanfangsrendite (abhängig vom Kaufpreis, im Durchschnitt der fünfzig bevölkerungsstärksten Gemeinden im 2.

¹⁰⁵ Vgl. Swensen 2005, S. 34

¹⁰⁶ Vgl. Gantenbein 2003, o.S.

¹⁰⁷ Vgl. SwissBanking 2014, S. 3-4

¹⁰⁸ Vgl. Gantenbein 1999, S. 130

¹⁰⁹ Vgl. Zulliger 2016, S. 10

¹¹⁰ Vgl. Mellish, P./Rhoden, M. 2009, S. 178

¹¹¹ Vgl. Somerset Webb 2016, o.S.

¹¹² Vgl. Vontobel 2015, o.S.

¹¹³ Vgl. Eckert 2014, S. 4

¹¹⁴ Vgl. Holzhey, M./Saputelli, C. 2016, S. 3

¹¹⁵ Vgl. Zulliger 2016, S. 10-11

Quartal 2015 bei 3.5%)¹¹⁶ und der Rendite einer zehnjährigen Bundesobligation (per 15.07.2016 bei -0.56%)¹¹⁷, was als Buy-to-let-Spread bezeichnet werden kann, liegt somit bei über 4%.¹¹⁸ Buy-to-let unterscheidet sich von anderen Anlageformen in der Einfachheit, diese Anlage zu hebeln.¹¹⁹ In der Schweiz gibt es bezüglich der Buy-to-let-Hypothekenvergabe keine besonderen Standesregeln der Bankiervereinigung. Es wird oft eine Fremdfinanzierung zu 80% des (hedonisch geschätzten oder ertragswertbasierten) Marktwertes bzw. Kaufpreises (Niederstwertprinzip) von den Banken angeboten, sofern die Tragbarkeit durch das Einkommen (inklusive den Netto-Mieteinnahmen) des Privatanlegers gewährleistet ist. Dieser Leverage-Effekt führt zu einer Multiplikation der Rendite auf dem Eigenkapital mit dem Faktor 5. Das folgende Beispiel in Tabelle 4 veranschaulicht eine solche Rechnung (Status 2. Quartal 2015):

Buy-to-let	Parameter	
3,5-Zimmerwohnung, 110 m ² Nettowohnfläche, 20 m ² Balkon, 2 Garagen		
Hypothekarzins verhandelt bei einer Schweizer Bank, z.B. Festhypothek auf 5 Jahre	1,0%	
Monatsmiete inkl. 2 Garagen (ohne Nebenkosten zu Lasten des Mieters)		2600
Kaufpreis Wohnung		815 000
Kaufpreis 2 Garagen		70 000
Total Anschaffungskosten (Bruttorendite am Anfang: 3,5%)	3,5%	885 000
Eigenkapital	20%	177 000
Fremdkapital	80%	708 000
Mieteinnahmen brutto	3,5%	31 200
Nebenkosten, welche nicht an den Mieter übertragbar sind, z.B. Reparaturen und Erneuerungen, geschätzt 1% des Wohnungspreises	1,0%	8 150
Nettoeinnahmen	2,6%	23 050
Zinsaufwand		7 080
Gewinn (vor Steuern)		15 970
Gesamtkapitalrendite		1,8%
Eigenkapitalrendite	5	9,0%

Tabelle 4: Beispielrechnung einer Buy-to-let-Anlage

Der Leverage-Faktor kann sowohl Gewinne wie auch Verluste auf dem Eigenkapital gleichermassen multiplizieren. Ob sich eine solche Anlage wirklich lohnt, ist nicht alleine von der Mietrendite abhängig, sondern vor allem von der Wertänderung in der Zukunft. Eine Korrektur von 10% des Immobilienwertes im obigen Beispiel bedeutet einen Wertverlust von CHF 88'500 und kann den Gewinn (vor Steuern) von über 5 Jahren zunichtemachen. Die zehn grössten Risiken einer Buy-to-let Anlage sind:

1. Überzahlung beim Kauf (zu hohe Anschaffungskosten)
2. Wertverlustrisiko und keine Diversifikation (Klumpenrisiko)
3. Illiquidität und hohe Transaktionskosten
4. Leverage: Verschuldung und persönliche Haftung über das Eigenkapital hinaus
5. Unvorhergesehene Reparaturen

¹¹⁶ Vgl. Holzhey 2015, S. 24

¹¹⁷ Vgl. SNB 2016, o.S.

¹¹⁸ Vgl. Zulliger 2016, S. 10

¹¹⁹ Vgl. Somerset Webb 2016, o.S.

6. Leerstände bzw. insolvente Mieter
7. Interessenkonflikte innerhalb der Stockwerkeigentümergeinschaft (StWEG)
8. Steuern bzw. Steuerprogression
9. Komplexität des Mietrechts
10. Baumängel.¹²⁰

Eine Analyse über den Zeitraum von 2002 bis 2012 hat ergeben, dass mit Buy-to-let Investitionen in der Schweiz durchschnittlich eine jährliche (Gesamtkapital-)Rendite von 6,5% (Annahme: Kauf einer durchschnittlichen Wohnung im Jahre 2002, durchgehende Vermietung, Verkauf im Jahre 2012) erzielt werden konnte.¹²¹ Dies liegt vor allem an der Wertsteigerung von Stockwerkeigentum in den letzten elf Jahren. Auch die Steigerung der Abschlussmieten hat zu dieser Rendite beigetragen. Die Preisentwicklung ist jedoch überproportional zu den Abschlussmieten gewachsen.¹²²

Folgend eine Beispielrechnung: Ein Anleger, der eine Wohnung im 1. Quartal 2005 für CHF 500'000 gekauft hat, konnte diese im Jahr 2015 im Durchschnitt wieder für CHF 800'000 verkaufen und damit einen Profit über die 10 Jahre von rund 60% erzielen. Mit einer regulären hypothekarischen Belehnung von 80%, d.h. einem Leverage-Faktor von 5, belief sich die Rendite auf dem Eigenkapital auf 300%. Konkret konnte ein Buy-to-let-Anleger über die zehn Jahre allein durch die Wertsteigerung mit einem Eigenkapital von CHF 100'000 rund CHF 300'000 (vor Steuern) dazuverdienen. Addiert man dazu noch den Gewinn aus der Vermietung nach Zinskosten, wird verständlich, dass solche Renditen Nachahmer auf den Plan rufen. Der Leverage-Effekt funktioniert aber auch in die andere Richtung: Bei einer Marktkorrektur für Eigentumswohnungen von 30%, würde die Wertänderungsrendite auf dem Eigenkapital minus 150% betragen. Das heisst, dass der Anleger (Annahme: Kaufpreis wieder CHF 500'000) nicht nur die eingesetzten CHF 100'000 verliert, sondern der Bank noch CHF 50'000 nachzahlen muss, da er persönlich für den Kredit von CHF 400'000 haftet und die Wohnung auf dem Markt nur noch zu CHF 350'000 veräussern kann.

In Grossbritannien wird immer mehr Kritik laut, dass die zu einfache Kreditvergabe der Banken sowie die steuerlichen Anreize für Buy-to-let-Anleger zu einer Überhitzung des Immobilienmarktes führen und sowohl ökonomisch, politisch und sozial fragwürdig

¹²⁰ Vgl. Zulliger 2016, S. 10-11

¹²¹ Vgl. Vontobel 2015, o.S.

¹²² Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 29-31

seien.¹²³ Im Juni 2016 sind von der Bank of England erste Thesen publik geworden, die Vergabekriterien für Buy-to-let-Hypotheken aus Risiküberlegungen zu verschärfen, insbesondere auch die Tragbarkeitsberechnungen.¹²⁴ Hinzu kommt, dass ab April 2017 die Zinsen für Buy-to-let-Hypotheken in Grossbritannien nicht mehr von der Einkommenssteuer abziehbar sein werden.¹²⁵ Solche Forderungen nach regulatorischen und steuerlichen Eingriffen werden aktuell auch in der Schweiz laut,¹²⁶ da erwiesenermassen Buy-to-let von Stockwerkeigentum auch hierzulande sehr populär geworden ist.¹²⁷

2.2.1.3 Buy-to-Airbnb

Buy-to-Airbnb ist, im Grunde genommen, eine spezielle Art von Buy-to-let. Der Kauf, meist von Stockwerkeigentum, zu Vermietungszwecken ist gleich. In der Regel findet jedoch keine mittel- oder gar langfristige Vermietung statt, sondern es werden wie im Hotelgewerbe die Wohnungen oder Zimmer ab einer Übernachtung zur Verfügung gestellt. Aufgrund dieses Geschäftsmodells werden die angebotenen Räumlichkeiten als Unterkünfte bezeichnet und stehen zum Teil in direkter Konkurrenz zum Hotelgewerbe. In der Schweiz umfasste das Airbnb-Angebot per März 2016 rund 15'500 Wohnobjekte, davon konnten 9'900 als ganze Wohneinheiten gemietet werden, 5'400 Inserate beinhalteten einzelne Zimmer und in 200 Fällen wurden Gemeinschaftszimmer angeboten. Gesamthaft wird in der Schweiz über Airbnb eine Kapazität für 55'000 Gäste bereitgestellt. Am meisten Angebote sind in den Städten Zürich, Genf und Basel zu finden.¹²⁸

Diese Form von Anlage in Immobilien geht noch weiter in eine berufliche oder nebenberufliche Tätigkeit, da sich der Anleger nicht nur als Vermieter wie im Buy-to-let betätigt, sondern oft auch als Booking Agent, Hotelier, Rezeptionist, Concierge, Koch oder als Reinigungskraft. Der damit verbundene Aufwand ist mit den vielen Wohnungsübergaben, Reinigungen und der laufenden Ausschreibung sehr hoch.¹²⁹ Bei der Buy-to-Airbnb-Anlage kommt die soziale Interaktion mit internationalen Gästen als positiver Nutzen sowie die Beschäftigung an sich hinzu und überwiegt möglicherweise rein finanzielle Überlegungen. Die Vollkostenrechnung inklusive der persönlichen Arbeitsleistung wird vermutlich von den wenigsten Airbnb-Vermietern gemacht.

¹²³ Vgl. Bone, J./O'Reilly K. 2010, S. 251

¹²⁴ Vgl. Millischer 2016, S. 22; Rudgard 2016, o.S.

¹²⁵ Vgl. Rudgard 2016, o.S.

¹²⁶ Vgl. Millischer 2016, S. 22

¹²⁷ Vgl. Zulliger 2016, S. 10

¹²⁸ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 56-57

¹²⁹ Vgl. Zulliger 2016, S. 11

Geeignet für Airbnb-Vermietungen sind eher kleine Wohneinheiten, d.h. mit einem bis zwei Schlafzimmern (1- bis 3-Zimmerwohnungen oder Einzelzimmer). Nachfolgend ein Beispiel: Eine Suche in der Region Zürich über ein Wochenende (10.06.2016 – 12.06.2016) für zwei Gäste ergibt einen Durchschnittspreis von CHF 120 pro Nacht.¹³⁰ Bei einer geschätzten Auslastung von 20 Tagen pro Monat, lassen sich somit mit einer 1,5-Zimmerwohnung Mieteinnahmen von brutto CHF 2'400 generieren, was gegenüber dem Preis für ein Medianobjekt gleicher Grösse (1-Zimmer liegt bei CHF 960, 2-Zimmer bei CHF 1480 pro Monat)¹³¹ höhere Bruttomieteinnahmen bedeutet. Der Aufwand von solchen Vermietungen ist dementsprechend höher. Der Vorteil ist, dass sich vor allem kleine Wohnungen eignen, welche von der Losgrösse bei der Anschaffung einfacher zu erwerben sind, so dass man mit einem Eigenkapital von CHF 100'000 bereits zum Gastgeber werden kann. Die Risiken sind ähnlich wie bei Buy-to-let, mit dem Unterschied, dass der Vermieter über ein Jahr hinweg in der Regel nicht einen Mieterwechsel hat sondern Dutzende oder gar Hunderte. Die aktuelle rechtliche Diskussion bezüglich der Airbnb-Vermietung bejaht grundsätzlich die Anwendbarkeit des Mietrechts.¹³² Sofern das Stockwerkeigentümerreglement keine Einschränkungen bezüglich der Vermietung vorsieht, gilt, dass der Stockwerkeigentümer bei der Benutzung seiner eigenen Räume (im Gegensatz zum Mieter)¹³³ frei ist.¹³⁴ Neben Airbnb existieren ähnliche Plattformen für die Kurzzeit-Vermietung von Wohnräumen in der Schweiz, wie z.B. myswitzerland.com, FeWo-direkt, Wimdu, booking.com, 9flats, HouseTrip, etc.¹³⁵ Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass Buy-to-Airbnb als eine Unterkategorie von Buy-to-let verstanden werden kann, wobei die Elemente der Selbst-Beschäftigung und die soziale Interaktion in der sogenannten „Sharing Economy“ als wesentliche Faktoren bzw. potenzielle Nutzen mitspielen, doch der Profitgedanke fliesst auch ein.¹³⁶

2.2.1.4 Crowdfunding

Crowdfunding ist eine neue Methode der Finanzierung über spezialisierte Internet-Plattformen, welche für die Finanzierung sowohl von gewinnorientierten Projekten als auch von künstlerischen und kulturellen Projekten verwendet wird. Diese Form der Fi-

¹³⁰ Vgl. Airbnb 2016, o.S.

¹³¹ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 170

¹³² Vgl. MV 2015, o.S.

¹³³ Vgl. Jud, D./Steiger, I. 2014, S. 5-6

¹³⁴ Vgl. Art. 712 a und Art. 712 g des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (ZGB) vom 10. Dezember 1907, SR 210

¹³⁵ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 56; Fingas 2013, o.S.

¹³⁶ Vgl. Rinka 2016, S. 38

finanzierung zeichnet sich durch eine grosse Anzahl von Geldgebern und eine sehr kleine Stückelung aus, welche direkt, d.h. ohne Finanzintermediäre, Projekte finanzieren.¹³⁷

Die gesetzgeberische Grundlage wurde in den USA 2012 durch die Verabschiedung des sogenannten „Jumpstart Our Business Startup (JOBS) Act“ geschaffen.¹³⁸

Am weitesten fortgeschritten sind Immobilien-Plattformen für Crowdfunding in den USA, wo Ende 2015 152 solcher Plattformen existierten, gefolgt von Grossbritannien mit 16. In Deutschland gibt es zurzeit zwei aktive Plattformen und in der Schweiz erst eine:¹³⁹ crowdhouse.ch.¹⁴⁰ Grundsätzlich lässt sich zwischen Crowdinvesting (Eigenkapital) und Crowdlending (Fremdkapital) unterscheiden,¹⁴¹ wobei der Fokus an dieser Stelle ausschliesslich auf Crowdinvesting, d.h. die Investition in Eigenkapital, gelegt wird. Eine Übersicht über die Plattformen in diversen Ländern gibt Abbildung 8:

Land	Finanzierungsart	Besitzstruktur	Projekttyp	Anlegerprofil	Mindestinvestition	Laufzeit	Einkommen
USA	Fremd-, Mezzanine- und Eigenkapital	Darlehen oder Anteilscheine an Zweckgesellschaft	Neubau; Geschäftshäuser	Meistens auf akkreditierte Investoren beschränkt	CHF 100–100'000	1 Monat–10 Jahre	Vierteljährliche oder monatliche Zinszahlungen
Grossbritannien	Fremd- und Eigenkapital	Darlehen oder Anteilscheine an Zweckgesellschaft	Umbau; EFH und Wohnungen	Teilweise auf akkreditierte Investoren beschränkt	CHF 150–1500	1 Monat–5 Jahre	Monatliche Zinszahlungen (fix oder variabel)
Deutschland	Mezzanine-Kapital	Darlehen an Projektentwickler oder Gesellschaft	Neubau; MFH und Geschäftshäuser	Keine Einschränkung	CHF 270–540	1–5 Jahre	Jährliche oder endfällige Zinszahlungen
Schweiz	Eigenkapital	Miteigentum an Liegenschaft	Bestand; MFH	Keine Einschränkung	CHF 25'000	5 Jahre	Mietzinseinnahmen
Schweden	Eigenkapital	(Vorzugs-)Aktien an einer Gesellschaft	Neubau; MFH und Geschäftshäuser	Keine Einschränkung	CHF 1750–5850	7 Mte – 5 Jahre	Jährliche oder endfällige Dividendenzahlungen

Abbildung 8: Auf Immobilien spezialisierte Crowdfunding-Plattformen, vgl. Credit Suisse (2016), S. 19

Was sich als klarer Vorteil von Crowdinvesting gegenüber Buy-to-let und Buy-to-Airbnb erweist, sind die kleineren Losgrössen. Im Falle der Schweizer Plattform liegt die Mindestinvestition je nach Objekt bei CHF 25'000, CHF 50'000 oder CHF 100'000, so dass eine Portfoliobildung und Diversifikation über mehrere Objekte vereinfacht wird. Die Objektgrössen der Renditeobjekte mit ausschliesslicher Wohnnutzung liegen zwischen rund CHF 2 Mio. bis zu CHF 10 Mio. Weitere Vorteile sind:

- Eintrag als Miteigentümer ins Grundbuch mit Name und Wertquote
- Externe Bewertung durch einen anerkannten Schätzer

¹³⁷ Vgl. Mollick 2014, S. 1

¹³⁸ Vgl. Stemler 2013, S. 271

¹³⁹ Vgl. Credit Suisse 2016a, S. 18

¹⁴⁰ Vgl. Crowdhouse 2016b, o.S.

¹⁴¹ Vgl. Credit Suisse 2016a, S. 18

- Transparente Darstellung der Vermietungssituation und Kalkulation der erwarteten Cashflow-Rendite
- Verteilung des Leerstandsrisikos auf mehrere Wohnungen¹⁴²
- Emotionales Investitionsgefühl einer Direktanlage.¹⁴³

Was sich bei diesem Geschäftsmodell des Schweizer Anbieters jedoch als problematisch erweisen kann, sind folgende Punkte:¹⁴⁴

- Die publizierten (erwarteten) Ausschüttungsrenditen nach Zinsen und Amortisationen zwischen 4,9% und 6,9%¹⁴⁵ sind gehebelte Eigenkapitalrenditen. Die Belehnungen liegen in der Regel zwischen 60% und 75%, d.h. dass die Eigenkapitalquote zwischen 25% und 40% liegt. Die Gesamtkapitalrenditen liegen somit bei rund 2% bis 2,5%, ohne die mögliche Wertänderung zu berücksichtigen.
- Die Haftung der Miteigentümer ist nicht auf den entsprechenden Anteil begrenzt. Der Hypothekarvertrag wird von allen Miteigentümern unterzeichnet, so dass anteilmässig auch über das Eigenkapital hinaus gegenüber der Bank (oder gesetzlich gegenüber Dritten) eine Haftung besteht. Die solidarische Haftung unter den Miteigentümern kann vertraglich ausgeschlossen werden.
- Die Rendite hängt von sehr vielen Annahmen bezüglich Mieten, Unterhalt und Reparaturen sowie Betriebskosten ab, welche nicht genau abzuschätzen sind.
- Das Maklerhonorar (in der Regel 3% des Kaufpreises) und das Honorar für Immobilienverwaltung (4% der Ist-Nettomieteinnahmen) und Miteigentumsverwaltung (1% der Ist-Nettomieteinnahmen) gehen an den Anbieter.
- Die Entscheidungsfindung unter den Miteigentümern ist wie oft auch bei der StWEG entsprechend der Wertquote festgelegt. Da die Losgrößen aber entsprechend kleiner gestückelt sind, werden sehr viele Parteien am Tisch sitzen, so dass die Meinungsbildung und Mitbestimmung schwierig sein können.
- Die vorgesehene Investitionsdauer beträgt fünf Jahre, wobei eine Verlängerung der Haltedauer durch einen Entscheid der Zwei-Drittels-Mehrheit möglich ist.¹⁴⁶ Ein frühzeitiger Verkauf des jeweiligen Anteils kann der Anleger vornehmen,

¹⁴² Vgl. Crowdhouse 2016b, o.S.

¹⁴³ Vgl. Credit Suisse 2016a, S. 20

¹⁴⁴ Vgl. Strohm 2015, o.S.

¹⁴⁵ Vgl. Crowdhouse 2016a, o.S.

¹⁴⁶ Vgl. Crowdhouse 2016c, o.S.

die Miteigentümer haben jedoch ein Vorkaufsrecht.¹⁴⁷ Es könnte somit je nach Marktlage schwierig werden, einen Käufer zu finden.

Aufgrund der Tatsache, dass es in der Schweiz erst seit Oktober 2015 eine Plattform mit sieben Renditeobjekten (per 12.07.2016) gibt, lässt keinen Vergleich zu und auch keine Aussagen zu Erfahrungswerten. Regulatorisch betrachtet, gibt es in der Schweiz keine spezifischen Bestimmungen zum Crowdfunding. Solange eine Plattform nur als Finanzintermediär agiert und direkt keine Publikumseinlagen entgegennimmt, besteht grundsätzlich keine Notwendigkeit einer Bankbewilligung (Einzelfallprüfung).¹⁴⁸

Aus Anlegersicht ist es im Crowdfunding wie bei jeder Anlage, dass die finale Rendite mit der allfälligen Wertsteigerung bzw. mit dem Wertverlust erst am Ende der Halte-dauer bzw. der Laufzeit feststeht. Ob sich das Crowdfunding für Immobilien in der Schweiz durchsetzen wird, bleibt abzuwarten und hängt insbesondere von den Erfahrungen der nächsten fünf Jahre ab.¹⁴⁹

2.2.1.5 Renditeliegenschaften

Unter Renditeliegenschaften lassen sich direkte Anlagen in Immobilien subsumieren, welche zu Anlagezwecken und somit nicht zur Selbst-/Eigennutzung verwendet werden (siehe Abbildung 2). Die mit Abstand häufigste Form zu Investitionszwecken für vermögende private Anleger sind dabei Mehrfamilienhäuser. Rund 65% des schweizerischen Wohnungsangebotes ist in Mehrfamilienhäusern. Daneben sind aber auch Bürohäuser, Einzelhandelsliegenschaften (Verkauf), Industrieliegenschaften, Spezialimmobilien und Land als Renditeliegenschaften möglich.¹⁵⁰

Die Definition eines Mehrfamilienhauses lautet: Wohnbauten mit drei und mehr Mietwohnungen, wobei der Durchschnitt bei acht Mietwohnungen liegt. Acht Wohnungen bzw. ein Investitionsvolumen von CHF 10–20 Mio. sind in der Regel auch die Untergrenze für institutionelle Investoren.¹⁵¹ Private Anleger sind aufgrund dieser Tatsache und der Problematik der Losgrösse eher geneigt, in Wohnbauten von drei bis sieben Mietwohnungen zu investieren. Nachfolgend eine Beispielrechnung: Bei einem Nettomietpreis von CHF 200/m² pro Jahr (Median, 4. Quartal 2015),¹⁵² einer angenommenen Wohnfläche von 100m² pro Wohnung, fünf Wohnungen pro Gebäude (ergibt CHF

¹⁴⁷ Vgl. Art. 682 Abs. 1 ZGB

¹⁴⁸ Vgl. FINMA 2014, o.S.

¹⁴⁹ Vgl. Credit Suisse 2016a, S. 23

¹⁵⁰ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 343-344

¹⁵¹ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 344

¹⁵² Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 28

100'000 Mieteinnahmen pro Jahr) und einem Kapitalisierungssatz von 4%, liegt die Losgrösse bei rund CHF 2,5 Mio. Da Banken in der Regel maximal 70%–80% des Ertragswertes finanzieren und den Belehnungswert oft konservativ mit einem Kapitalisierungssatz von 5% der Mieteinnahmen rechnen, würde eine Schweizer Bank in diesem Beispiel maximal CHF 1,6 Mio. Hypothekarkredit vergeben, so dass der Anleger CHF 900'000 Eigenkapital selbst aufbringen müsste. Für Anleger, die eine 10%-Allokation (Eigenkapital) ihres Vermögens in Immobilien anstreben, bedeutet dieses Beispiel, dass ein Nettovermögen von CHF 9 Mio. vorhanden sein sollte. Somit sind Mehrfamilienhäuser nur für sehr grosse HNWI und UHNWI als Anlage geeignet. Darum wird auch verständlich, dass sich bei diesen Vermögen die Bedürfnisse von privaten Anlegern und institutionellen Anlegern immer mehr angleichen. Gewisse Dienstleistungen der Vermögensverwaltung und Immobilienbewirtschaftung werden ausgelagert.

Die Gesamtrenditen von Schweizer Wohnliegenschaften (Cashflow-Renditen plus Wertänderungsrenditen) sind auch Schwankungen unterworfen. Im Zeitraum der Jahre 2005-2015 lag diese zwischen 5,2% (2005) und 8.4% (2015), so dass über diesen Zeitraum von elf Jahren eine Gesamtrendite von 96,5% erreicht werden konnte.¹⁵³ Somit konnte ein Investor mit einer Investition von CHF 2,5 Mio. im Jahre 2005 auf CHF 4,9 Mio. im Jahre 2015 kommen. Wenn diese durch eine Fremdkapitalaufnahme von CHF 1,6 Mio. über einen Hypothekarkredit finanziert wurde, so wurden aus CHF 0,9 Mio. Eigenkapital rund CHF 3,3 Mio. vor Zinsen und Steuern, wobei die Finanzierungskosten über die elf Jahre ausgehend vom Zinsniveau im Jahre 2005 CHF 704'000 betragen hätten (4% für eine 10-jährige Festhypothek).¹⁵⁴ Somit wären aus CHF 0,9 Mio. in elf Jahren CHF 2,6 Mio. geworden, was einer Eigenkapitalrendite von ziemlich genau 10% pro Jahr entspricht (vor Steuern).

Die Risiken sind ähnlich wie bei der Buy-to-let-Anlage, ausser bezüglich der Interessenkonflikte, da die persönliche Kontrolle über die Immobilie und alle Anlageentscheidungen am höchsten ist,¹⁵⁵ sofern sich die Liegenschaft im Alleineigentum befindet. Als Hauptnachteile solcher Renditeliegenschaften sind folgende Punkte zu nennen:

- Hoher Kapitalbedarf (Losgrösse)
- Wertverlustrisiko und limitierte Diversifikation (Klumpenrisiko, da ein Standort)

¹⁵³ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 84

¹⁵⁴ Vgl. Credit Suisse 2016b, S. 1

¹⁵⁵ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 343

- Illiquidität, was einerseits mit der geringen Anzahl privater Anleger mit einem solchen Vermögen, andererseits auch mit dem langfristigen Anlagehorizont insbesondere von institutionellen Investoren zusammenhängt
- Hoher administrativer Aufwand, welcher Fachwissen verlangt. Die Aufgaben werden meist an einen professionellen Immobilienverwalter ausgelagert.¹⁵⁶

In Anbetracht der Rentabilität der vergangenen Dekade ist es gut nachvollziehbar, dass UHNWI-Anleger rund 11% ihres Vermögens in Renditeliegenschaften investieren.¹⁵⁷

2.2.2 Indirekte Anlagen

Indirekte Immobilienanlagen, vor allem kotierte Anlagen, weisen in der Regel diejenigen positiven Eigenschaften auf, welche die Renditeliegenschaften nicht haben:

- Geringer Kapitalbedarf, da kleine Losgrößen/Stückelung
- Einfache Diversifikation
- Liquidität (ausser Real Estate Private Equity bzw. nicht kotierte Fonds/REITs)
- Kein administrativer Aufwand

Schweizer Immobilienfonds und Immobilienaktien sind innerhalb der indirekten Anlagemöglichkeiten die wichtigsten und meistgenutzten für private Anleger.¹⁵⁸ Weitere Anlageformen sind: Exchange Traded Funds (auf Immobilienfonds oder Immobilienaktien bzw. REITs), REITs, strukturierte Produkte (auf Immobilienfonds oder Immobilienaktien bzw. REITs) oder Real Estate Private Equity Funds, wobei die letzteren nicht kotiert sind und darum wieder Charakteristiken von direkten Anlagen aufweisen.

2.2.2.1 Immobilienfonds und ETFs

Immobilienfonds gibt es in der Schweiz seit 1938, als der erste offene Immobilienfond gegründet wurde.¹⁵⁹ Dabei werden zwei Kategorien unterschieden: kotierte Immobilienfonds und nicht kotierte Immobilienfonds.¹⁶⁰ Gesamthaft existieren gemäss Swiss Fund Data 111 kotierte Immobilienfonds per 17.06.2016, wobei diese Fonds auch ausserhalb der Schweiz domiziliert sein können, wie z.B. in Luxemburg, Liechtenstein oder Deutschland. 52 dieser Fonds sind für qualifizierte Anleger beschränkt.¹⁶¹ Von den in der Schweiz domizilierten Fonds werden 31 an der Schweizer Börse gehandelt und sind

¹⁵⁶ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 343

¹⁵⁷ Vgl. Shirley 2016, S. 13

¹⁵⁸ Vgl. Ferber 2015, S. 243

¹⁵⁹ Vgl. Den Otter 2013, S. 14

¹⁶⁰ Vgl. SFAMA 2013, S. 5

¹⁶¹ Vgl. Swiss Fund Data 2016b, o.S.

aktiv verwaltet (im Gegensatz zu ETFs). Von diesen sind 29 Fonds mit mindestens drei Vierteln der Immobilienwerte in der Schweiz investiert und erfüllen somit die Aufnahmekriterien für den SXI Real Estate® Funds Index. Per 31. Dezember 2015 betrug die Marktkapitalisierung dieser Fonds CHF 35,8 Mrd.¹⁶² Die Losgrößen der einzelnen Fondsanteile sind unterschiedlich und reichen von CHF 12.70 bis CHF 1'264.¹⁶³ Im Anhang 6 findet sich eine Tabelle der Schweizer Fonds im SXI Real Estate® Index.

Schweizer Immobilienfonds investieren basierend auf dem KAG bzw. der KKV und sind der FINMA unterstellt, somit streng reguliert. Art. 86 KKV definiert die zulässigen Grundstücke: Wohnbauten, kommerziell genutzte Liegenschaften, Bauten mit gemischter Nutzung, Stockwerkeigentum, Bauland und angefangene Bauten sowie Baurechtsgrundstücke. Es sind aber auch weitere Anlagen zulässig, wie z.B. Schuldbriefe, Beteiligungen und Anteile an Immobilienfonds. Schweizer Immobilienfonds sind überwiegend in Wohnbauten investiert, mit rund 60% des Immobilienportfolios in reinen Wohnbauinvestitionen.¹⁶⁴ Die Verschuldung, d.h. der Leverage, darf im Durchschnitt aller Grundstücke einen Drittel des Verkehrswertes der Liegenschaften nicht übersteigen.¹⁶⁵ Bei Liquiditätsengpässen kann die Fremdfinanzierung vorübergehend und ausnahmsweise auf 50% angehoben werden.¹⁶⁶ Der mögliche Leverage wird aber in der Regel nicht ausgeschöpft und liegt im Schnitt bei rund 20%. Die an der Schweizer Börse kotierten Fonds werden üblicherweise über die Börse gehandelt, können aber auch nach einer Kündigungsfrist von einem Jahr auf Geschäftsabschluss des Fonds zum Nettoinventarwert (engl. Net Asset Value, NAV) der Fondsgesellschaft zurückgegeben werden.¹⁶⁷ Diese Funktionalität der börsenkotierten Immobilienfonds nach Schweizer Recht führt dazu, dass die Fonds über dem NAV mit einem Aufschlag, sogenannten Agio, oder unter dem NAV mit einem Abschlag, sogenannten Disagio, gehandelt werden. Per Ende April 2016 lag das durchschnittliche Agio der im SXI Real Estate® Index vertretenen Fonds bei rund 30%,¹⁶⁸ was als aussergewöhnlich hoch gilt. Dies hängt aber auch mit den rekordtiefen Zinsen zusammen.¹⁶⁹ Die durchschnittliche Ausschüttungs-

¹⁶² Vgl. SIX Swiss Exchange 2016c, S. 4

¹⁶³ SIX Swiss Exchange 2016d, o.S. (16.06.2016, 09.26 Uhr)

¹⁶⁴ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 349

¹⁶⁵ Vgl. Art. 96 Abs. 1 KKV

¹⁶⁶ Vgl. Art. 96 Abs. 1bis KKV

¹⁶⁷ Vgl. SFAMA 2013, S. 5-13

¹⁶⁸ Vgl. o.V. 2016b, S. 50

¹⁶⁹ Vgl. Haimann 2016, S. 10-11

rendite lag per 29.04.2016 bei 2,8%.¹⁷⁰ Die Gesamtrendite von Immobilienfonds betrug von 2005-2014, gemessen am WUPIX[®]-F, 81,6%; im Jahre 2015 belief sich diese auf 4,2%.¹⁷¹ Das heisst, dass ein privater Anleger, der Anfang 2005 CHF 100'000 in Schweizer Immobilienfonds investiert hätte, per Ende 2015 CHF 189'227 als Wert im Depot aufweisen würde, ohne Transaktionskosten und vor Steuern. Die Funktionsweise eines Schweizer Fonds wird im Anhang 6 schematisch dargestellt.

Das Management des Immobilienfonds hat sich dabei sowohl an die Richtlinien des KAG als auch an die Vorgaben des Fondsvertrages zu halten.¹⁷² Die Liegenschaften können entweder im Direktbesitz des Fonds sein oder indirekt über Tochtergesellschaften gehalten werden, was zu einer unterschiedlichen Besteuerung führt.¹⁷³

Schweizer ETFs auf Schweizer Immobilien (passiv verwalteter Fond, der einen Index repliziert und börsengehandelt ist) gibt es zwei, und zwar den UBS ETF (CH) – SXI Real Estate[®] Funds (CHF) A-dis, welcher als ein Fund of Fund den oben beschriebenen Total Return Index repliziert.¹⁷⁴ Der andere Schweizer ETF ist der UBS ETF (CH) - SXI Real Estate (CHF) A-dis und bildet einen Index von Immobilienfonds und Immobilienaktien nach, die im SXI Real Estate[®] Index vertreten sind. Weiter werden an der Schweizer Börse zehn ETFs gehandelt, welche ausländische Indizes abbilden. Im Anhang 6 findet sich eine Tabelle der Schweizer an der SIX gehandelten ETFs von Immobilienaktienindizes, sortiert nach Losgrösse (von CHF 8.23 bis EUR 41.21).¹⁷⁵

Nebst den in der Schweiz gehandelten Produkten kann ein Schweizer Anleger auch im Ausland gehandelte Produkte erwerben. Das Anlageuniversum ist insbesondere in den USA und UK sehr breit und wird an dieser Stelle nicht weiter vertieft. Die spezifischen Vorteile von solchen ETFs liegen in der internationalen Diversifikation und aufgrund des passiven Managements den günstigen Kosten bzw. Gebühren. Je nach Konstruktion bzw. Replikation des Index kann ein ETF aber ein wesentliches Emittentenrisiko beinhalten. Dieses Risiko entsteht, wenn ein ETF einen Index synthetisch (Swap-basiert) nachbildet. Bei der vollen bzw. cashbasierten Replikation entfällt das Emittentenrisiko, dafür sind die Gebühren höher.¹⁷⁶

¹⁷⁰ Vgl. o.V. 2016b, S. 50

¹⁷¹ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 84

¹⁷² Vgl. SFAMA 2013, S. 6

¹⁷³ Vgl. SFAMA 2013, S. 9

¹⁷⁴ Vgl. Swiss Fund Data 2016a, o.S.

¹⁷⁵ Vgl. SIX Swiss Exchange 2016b, o.S. (17.06.2016, 15.49 Uhr)

¹⁷⁶ Vgl. o.V. 2009, o.S.

2.2.2.2 Immobilienaktien

An der SIX Swiss Exchange kotierte Immobilienaktien gibt es erst seit dem Jahre 2000.¹⁷⁷ Heute sind an der Schweizer Hauptbörse 13 Schweizer Immobilienaktiengesellschaften kotiert und gehören zum SXI Real Estate[®] Shares Index.¹⁷⁸ Diese 13 Gesellschaften erreichten per 31.12.2015 eine Marktkapitalisierung von CHF 16,4 Mrd.¹⁷⁹ Die Losgrössen, d.h. die Preise einer einzelnen Aktie, reichen von CHF 18 bis CHF 1843.¹⁸⁰ Eine Liste der 13 Aktien, sortiert nach Losgrösse, findet sich im Anhang 6.

Immobilienaktiengesellschaften sind im Vergleich zu Immobilienfondsgesellschaften weniger reguliert. Sie unterstehen nicht dem KAG und auch nicht der Aufsicht der FINMA. Ein Rückgaberecht zu NAV wie bei den Immobilienfonds existiert nicht. Das grössere Risiko äussert sich auch im höheren Verschuldungsgrad, der über 50% betragen kann.¹⁸¹ Der Anteil Fremdkapital liegt bei den Schweizer Immobilienaktien zwischen rund 40% und 60%, der Durchschnitt bei rund 50%.¹⁸² Hinzu kommt, dass Immobiliengesellschaften überwiegend in volatilere Gewerbeliegenschaften investiert sind.¹⁸³ Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite von Immobilienaktien lag per 30.04.2016 bei 4,0% und ist somit höher als bei Immobilienfonds.¹⁸⁴ Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Immobilienaktien aufgrund der schwächeren Regulierung, des Einflusses des Managements, des höheren Leverages, der Investition in Gewerbeliegenschaften und der Korrelation mit dem Aktienmarkt grössere Risiken beinhalten,¹⁸⁵ aber auch höhere Renditechancen. Die Gesamrendite von Immobilienaktien betrug von 2005-2014, gemessen am WUPIX[®]-A, 139,4%; im Jahre 2015 belief sich diese auf 9,2%.¹⁸⁶ Das heisst, dass ein privater Anleger, der Anfang 2005 CHF 100'000 in Schweizer Immobilienaktien investiert hätte, per Ende 2015 CHF 261'425 als Wert im Depot aufweisen würde (vor Transaktionskosten und Steuern). Ein Schweizer Anleger kann aber auch in ausländische Immobiliengesellschaften investieren, welche in gewissen Ländern in Form von Real Estate Investment Trusts (REITs) aufgesetzt werden.

¹⁷⁷ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 364

¹⁷⁸ Vgl. SIX Swiss Exchange 2016a, o.S.

¹⁷⁹ Vgl. SIX Swiss Exchange 2016c, o.S.

¹⁸⁰ Vgl. SIX Swiss Exchange 2016b, o.S. (17.06.2016, 17.22 Uhr)

¹⁸¹ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 365

¹⁸² Vgl. MVInvest 2016, o.S.

¹⁸³ Vgl. Haimann 2016, S. 11

¹⁸⁴ Vgl. o.V. 2016a, S. 52

¹⁸⁵ Vgl. Ferber 2015, S. 250

¹⁸⁶ Vgl. Wüest & Partner 2016, S. 84

2.2.2.3 REITs

Im Jahre 1960 wurden REITs in den USA eingeführt.¹⁸⁷ Das politische Ziel bei der Einführung dieser Gesetzgebung für Immobilien-Kapitalgesellschaften war, es dem breiten Anlegerpublikum in den USA zu ermöglichen, in Einkommen-generierende Immobilien zu investieren. Somit konnte das Problem der Losgrösse direkter Immobilienanlagen überwunden und gleichzeitig eine breite Diversifikationsmöglichkeit angeboten werden.¹⁸⁸ Die REITs geniessen dabei eine Steuerbefreiung auf der Ebene der Unternehmung. Die Anleger versteuern jedoch die ausgeschütteten Dividenden als Einkommen und/oder Vermögen.¹⁸⁹ Amerikanische REITs müssen mindestens 90% des steuerbaren Einkommens jedes Jahr an die Aktionäre auszahlen. Auch bezüglich Geschäftsmodell sind sie eingeschränkt: Mindestens 75% der Aktiven müssen in Immobilien investiert sein und mindestens 75% der Bruttoerträge aus Mieterträgen stammen. Grundsätzlich gibt es zwei Typen von REITs: Equity REITs und Mortgage REITs.¹⁹⁰ Die Unterscheidung ist hier wiederum, ob es sich bei der Investition um Eigenkapital oder um Fremdkapital (Hypotheken bzw. deren Verbriefungen) handelt. Die meisten REITs sind an einer Börse kotiert, es gibt aber auch nicht kotierte, sogenannte Public Non-Listed REITs und Private REITs. Für einen privaten Schweizer Anleger ist es aber unwahrscheinlich, dass dieser in den Kreis von Investoren eines Public Non-Listed REITs oder exklusiven Kreis von Private REIT Investoren gelangt.

REITs gibt es aber nicht nur in den USA. Es sind inzwischen 38 Länder, die diese steuerprivilegierten REIT-Strukturen etabliert haben und in zusätzlich acht Ländern gibt es Bestrebungen, REITs einzuführen.¹⁹¹ Im Anhang 6 findet sich dazu eine Übersicht. Gesamthaft sind (per 30. September 2015) 487 Aktien im FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index, mit einer Marktkapitalisierung von USD 1'200 Mrd. in den entwickelten Märkten, davon sind 79% REITs.¹⁹²

Zusätzlich zu den Vorteilen, die allen kotierten indirekten Immobilienanlagen inhärent sind, sind bei REITs die Transparenz und somit die Vergleichbarkeit innerhalb eines Landes und die internationale Diversifikationsmöglichkeit (über einzelne REITs oder über ETFs auf REIT Indizes) speziell hervorzuheben. In der Schweiz gibt es aufgrund

¹⁸⁷ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 367

¹⁸⁸ Vgl. NAREIT 2016b, o.S.

¹⁸⁹ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 366-367

¹⁹⁰ Vgl. NAREIT 2016b, o.S.

¹⁹¹ Vgl. NAREIT 2016a, o.S.

¹⁹² Vgl. NAREIT 2016a, o.S.

des kantonal geregelten Steuersystems keine Bestrebungen, ein solches REIT-Statut einzuführen. Insbesondere sind die schweizerischen Immobilienfonds durch ihre strenge Regulierung und die Schweizer Immobiliengesellschaften aufgrund der Aktiengesellschaftsstruktur den REITs in gewisser Weise ähnlich, jedoch ohne Steuerprivilegien.¹⁹³

2.2.2.4 Strukturierte Produkte auf Immobilien

Schweizweit gibt es wenige strukturierte Produkte auf Immobilien. Unter Experten gelten solche Produkte, auch Immobilienderivate oder -zertifikate (verbriefte Derivate) genannt, als eine Randerscheinung. Die ersten strukturierten Produkte auf Immobilienindizes oder Immobilienkörbe (engl. baskets) sind in den Jahren 2004-2006 emittiert worden.¹⁹⁴ Die strukturierten Produkte haben den Vorteil, dass diese bereits ab einem geringen Volumen, z.B. ab CHF 20 Mio., massgeschneidert aufgesetzt und einem breiten Anlegerpublikum angeboten werden können. Die Basiswerte (engl. Underlying), z.B. eine Auswahl von Immobilienaktien, werden aufgrund der Analystenmeinungen selektiert, in einen Basket zusammengefasst und darauf ein Derivat konstruiert bzw. ein Zertifikat emittiert. Die Möglichkeiten der Strukturierung variieren, z.B. gibt es Kapitalschutzprodukte, Discountzertifikate oder Hebelprodukte. Die Vorteile strukturierter Produkte ist ihre Flexibilität und Geschwindigkeit, auf Markttrends bzw. Anlegerbedürfnisse zu reagieren. Nachteil ist, dass solche strukturierten Produkte nicht den Anlegerschutz eines Fonds besitzen, zum Teil nicht sehr liquide sind (der Sekundärmarkt wird in der Regel von der emittierenden Bank betrieben) und insbesondere das Emittentenrisiko besteht. In der Folge kann das Zertifikat einen Totalverlust erleiden, wenn die emittierende Bank Konkurs geht. Dies ist im Falle der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 auch tatsächlich eingetreten.¹⁹⁵

2.2.2.5 Real Estate Private Equity

Historisch betrachtet, liegen die ersten Investitionsmöglichkeiten in Real Estate Private Equity in den 1970er Jahren, als grosse Pensionsfonds anfangen, in Immobilien zu investieren. Die Finanz- und Immobilienkrise hat dazu geführt, dass im Jahre 2008/2009 viele Fonds nicht überlebt haben oder konsolidiert wurden.¹⁹⁶ Die meisten Real Estate

¹⁹³ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 367

¹⁹⁴ Vgl. Raiffeisen 2004, o.S.; Zwick 2005, o.S.; Syz 2006, o.S.

¹⁹⁵ Vgl. Drescher 2009, o.S.

¹⁹⁶ Vgl. Davidson, J. C./Amrein, S. 2014, S. 31

Private Equity Funds operieren als geschlossene Fonds (engl. closed-end).¹⁹⁷ Seit 2010 ist dieses Closed-End-Funds-Angebot global wieder zunehmend (siehe Anhang 6).¹⁹⁸

Private Equity charakterisiert die Bereitstellung von Eigenkapital, Mezzanine-Kapital und allenfalls von Managementressourcen an Unternehmungen, im Falle von Real Estate Private Equity an Immobilienunternehmungen, welche zum Zeitpunkt dieser Eigenkapitalfinanzierung nicht an der Börse kotiert sind.¹⁹⁹ Eine andere Definition beschreibt Real Estate Private Equity wie folgt: „Private equity is non-listed capital that can be pooled in funds and subsequently invested in real estate or real estate companies. Indirect investments via private equity can be undertaken via a wide range of different Open-Ended and Closed-Ended funds.“²⁰⁰

Typisch für Private Equity Closed-Ended Funds ist der begrenzte und im Voraus definierte Investitionshorizont, in der Regel zwischen sieben und zehn Jahren. Dies bedeutet, dass der Anleger kaum eine Möglichkeit hat, vor dem Ablauf dieser Frist diese Anlage zu verkaufen, da es keinen etablierten Sekundärmarkt dafür gibt.²⁰¹ Diese Fonds zeichnen sich somit durch ihre sehr eingeschränkte Liquidität aus. Eine klassische Differenzierung der Real Estate Private Equity Funds ist diejenige nach dem Investmentstil (siehe Anhang 6).²⁰² Die Hemmnisse für private Anleger, neben der geringen Liquidität, sind die folgenden:

- Hohe Minimum-Investition, z.B. USD 5 Mio.
- Hohe Gebühren, ähnlich wie bei Private Equity oder Hedge Funds, z.B. Management Fee von 2% plus eine Performance Fee von 20% mit einer Hürde (engl. hurdle rate) von 10%–12%
- Geringe Transparenz: Die Informationen zu Real Estate Private Equity sind sehr limitiert und wenn überhaupt erhältlich, nur den Investoren vorbehalten. Die Schwierigkeit ist darum, die guten Anlagemöglichkeiten zu identifizieren.²⁰³

Was sich bei praktisch allen Real Estate Private Equity Anlagemöglichkeiten zeigt, ist der Leverage, der je nach Anlagestil von unter 40% (Core) bis über 60% (Opportunistic) reichen kann,²⁰⁴ so dass im Falle von Marktkorrekturen mit grossen Abschreibungen zu

¹⁹⁷ Vgl. Davidson, J. C./Amrein, S. 2014, S. 40

¹⁹⁸ Vgl. Prequin 2016, S. 20

¹⁹⁹ Vgl. Lüscher-Marty 2012a, S. 369

²⁰⁰ Trübstein 2014, S. 24

²⁰¹ Vgl. Davidson, J. C./Amrein, S. 2014, S. 40

²⁰² Vgl. Prequin 2016, S. 20

²⁰³ Vgl. Davidson, J. C./Amrein, S. 2014, S. 40-41; Partners Group 2016a, o.S.

²⁰⁴ Vgl. Davidson, J. C./Amrein, S. 2014, S. 36

rechnen ist.²⁰⁵ Die Renditeerwartungen an solche PERE-Anlagevehikel sollten risikoadjustiert bei über 10% p.a. liegen.²⁰⁶ Aus den oben genannten Restriktionen ist diese Anlagemöglichkeit eigentlich nur UHNWI-Anlegern vorbehalten, die ein quasi-institutionelles Anlagevolumen, -verhalten und -know-how mitbringen. In der Schweiz gibt es einen grösseren Anbieter von solchen Fonds, Partners Group mit Sitz in Zug, mit einem verwalteten Vermögen in Private Real Estate von USD 9 Mrd.²⁰⁷

2.3 Fazit

Die niedrigen Zinsen halten die Nachfrage nach Wohneigentum auf einem stabil hohen Niveau. Die verschärften Standesregeln der Banken bezüglich der Hypothekarkreditvergabe haben zwar dazu geführt, dass es für durchschnittliche Haushalte schwieriger geworden ist, das nötige Eigenkapital aufzubringen. Die vereinfachte Rechnung Miete versus Eigentum ist jedoch schnell gemacht. Es hängt davon ab, welche Annahmen bezüglich Finanzierungskosten und Erneuerungen ein Haushalt macht; Eigentum kann günstiger sein als Mieten. Die Renditekomponente der Wertänderung und das Klumpenrisiko werden dabei meist nicht berücksichtigt. Die *Emotionalität* des Eigenheims spielt dabei eine wesentliche Rolle. Das aktuelle Zinsumfeld für private Anleger hat auch dazu geführt, dass private Anleger sich in Aktivitäten vorwagen, die bisher nur sehr vermögenden Anlegern sowie den Institutionellen vorbehalten waren. Der Buy-to-let-Boom, neue Erscheinungen wie Buy-to-Airbnb und Crowdfunding sind einerseits durch diesen Anlagenotstand aufgekommen, funktionieren aber auch nur aufgrund der sehr günstigen Finanzierungskosten. Die einfache Art, Immobilien fremd zu finanzieren, verleitet private Anleger zu gehebelten Investments. Dass dieser *Leverage* massive Risiken mit sich bringt, wissen die Regulatoren. Erste Stimmen werden in der Schweiz laut, dieser mit billigem Geld angefachten Renditejagd seitens der Anleger Einhalt zu gebieten. Die Banken arbeiten heute noch mit sehr unterschiedlichen Vergabekriterien und Belehnungswerten für Buy-to-let, was sich im Falle einer Marktkorrektur rächen könnte. Die privaten Anleger bewegen sich aufgrund des Anlagenotstands bewusst oder unbewusst vermehrt ins *Unternehmertum*. Das Fachwissen bezüglich Immobilien ist jedoch nicht immer vorhanden, so dass bei diesen neuen Anlagemöglichkeiten der Aufwand und eventuell das anfängliche Lehrgeld miteingerechnet werden sollten.

²⁰⁵ Vgl. Weinstock 2009, o.S.

²⁰⁶ Vgl. Baumann 2011, S. 43

²⁰⁷ Vgl. Partners Group 2016b, o.S.

3 Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz – Empirische Untersuchung

3.1 Methode

3.1.1 *Quantitative Studie*

Für die empirische Untersuchung wurde als primäre Methode eine Befragung mit mehrheitlich geschlossenen Fragen über das Internet durchgeführt.²⁰⁸ Das benutzte Online Panel, das sich auf Marktforschungen spezialisiert hat, heisst: „meinungsplatz.ch“, wo heute mehr als 250'000 Verbraucher registriert sind.²⁰⁹ Obwohl es gewisse Bedenken über diese Art von Befragungen gibt, insbesondere bezüglich Rekrutierung und Motivation der Probanden, existiert in der Methodenforschung vermehrt die Erkenntnis, dass Internet-Erhebungen auch von sehr hoher Qualität sein können. Die Datenqualität hält dem Vergleich mit Papier- und Bleistift-Methoden meist stand.²¹⁰ Insbesondere bergen die Online-Befragungen auch wesentliche Vorteile „unter anderem bedingt durch ehrlicheres Antwortverhalten, geringere Effekte sozialer Erwünschtheit, hohe empfundene Anonymität, höhere ökologische Validität und höhere Stichprobenvarianz.“²¹¹ Besonders die empfundene Anonymität wird bei der gewählten Fragestellung als ein Hauptvorteil des Online-Panels erachtet, da es um die privaten finanziellen Verhältnisse von Individuen bzw. deren Haushalt geht. Diese Informationen gelten in der Regel als vertraulich und sensitiv, da Geld eine psychosoziale Bedeutung hat.²¹² Auf öffentliche statistische Daten zugreifen zu wollen, ist für die gewählte Fragestellung nicht zielführend, da in den Daten des BFS die Anlageklassen bei Wertschriftendepots nicht unterschieden werden.²¹³

Bei der zu untersuchenden Forschungsfrage geht es um eine spezifische Zielgruppe der Schweizer Bevölkerung, nämlich um *Anleger* mit einem gewissen Vermögen, so dass ein mehrstufiger Prozess, d.h. eine geschichtete Stichprobe, notwendig war. Das dafür verwendete Hauptkriterium ist ein Haushalts-Nettovermögen von mehr als CHF 50'000 mit Eigenheimbesitz oder Vermögen ab CHF 100'000, wobei auch Alterslimiten für die Zulassung zum Hauptfragebogen vorausgesetzt wurde. Als Zielgrösse wurde ein Rücklauf von 600 vollständig ausgefüllten Fragebögen festgelegt. Um eine möglichst reprä-

²⁰⁸ Vgl. Häder 2015, S. 193

²⁰⁹ Vgl. Meinungsplatz.ch 2016, o.S.

²¹⁰ Vgl. Gosling et al. 2004, S. 102

²¹¹ Thielsch, M. T./Weltzin, S. 2009, S. 71

²¹² Vgl. Haubl 2004, S. 291

²¹³ Vgl. Müller, A./Schoch, T. 2014, S. 65

sentative Grundgesamtheit (aus anfänglich 3645 Teilnehmern am Start auf 1996 Probanden gesteuert) aus der Deutsch- und Westschweiz, aus den gewünschten Altersklassen und beiden Geschlechts in der Stichprobe zu erhalten, wurde Quotenmanagement (softwaregesteuert) nach Geschlecht (52% Frauen, 48% Männer), Alter (siehe Anhang 7) und Sprache (65% Deutsch, 35% Französisch) betrieben (Details siehe Anhang 7). Der Rücklauf der vollständig ausgefüllten Fragebogen umfasste schliesslich:

- N=600; aus der Deutsch- und Westschweiz mit Online-Panel-Teilnehmern, die ein Haushalts-Nettovermögen von mehr CHF 50'000 mit Eigenheim oder mehr als CHF 100'000 Vermögen besitzen
- Alter der Online-Panel-Teilnehmer: 18-75 Jahre
- Dauer der Umfrage: ca. 15 Minuten

Es haben 3'645 Online-Panel-Teilnehmer den Fragebogen gestartet, um die gewünschten 600 gültigen Antwortfragebogen zu erreichen. Die Hauptgründe dafür waren: 1. Software-basiertes Quotenmanagement zur Steuerung der Repräsentativität der Grundgesamtheit nach Geschlecht, Alter und Sprache hat 1636 Teilnehmer herausgefiltert. 2. Die Zielgruppenselektion, d.h. die Frage nach dem geschätzten Haushalts-Nettovermögen haben 1'294 Mieter mit unter CHF 100'000 beantwortet, so dass die Umfrage für diese Teilnehmer bereits nach dem Screening beendet war. 3. Abbrüche des Fragebogens im Falle von 102 Panel-Teilnehmern, 11 altersbedingte Exklusionen und 2 fehlende Sprachcodes.

3.1.2 *Qualitative Studie*

Ergänzend zur quantitativen Studie wurde dieselbe Fragestellung aus einer anderen Perspektive und mit einer anderen Methodik untersucht, und zwar mit qualitativen Interviews mit offenen Fragen an erfahrene Experten aus der Finanz- bzw. Immobilienwirtschaft: Fünf Privatkundenberater, zwei Vertriebsspezialisten, ein Portfoliomanager/Research Spezialist, und ein CFO einer Immobilien-Aktiengesellschaft wurden befragt. Zusätzlich wurde eine Objektbesichtigung des ersten Crowdfunding-Objekts der Schweiz durchgeführt. Die Zielgruppe der Experteninterviews umfasste somit:

- N=9, neun ausgewiesene Experten aus der Deutschschweiz plus eine Objektbesichtigung des ersten Crowdfunding-Objekts der Schweiz
- Interviews: Dauer circa 45 Minuten, über die Monate Mai bis Juni 2016

- Strukturierter Fragebogen mit offenen Fragen entlang der zu testenden Hypothesen und Fragestellungen; mit Fallbeispielen zu spezifischen Anlegerprofilen.²¹⁴

3.1.3 *Triangulation*

Die Triangulation bezieht sich auf eine Methode in der empirischen Sozialforschung, bei der „ein Forschungsgegenstand von (mindestens) zwei Punkten aus betrachtet – oder konstruktivistisch formuliert: konstituiert – wird.“²¹⁵ Somit wird durch die Kombination der Ansätze eine Triangulation hinsichtlich drei Kategorien erreicht:²¹⁶

1. Daten-Triangulation: Es werden Daten von unterschiedlichen Datenquellen bezogen, d.h. Daten von Anlegern wie auch von Anbietern von Anlageprodukten.
2. Theorien-Triangulation: Daten werden aus unterschiedlichen Perspektiven gesammelt: aus Anleger-/Nachfrageperspektive und aus der Berater-/Angebotsperspektive. Dies ist besonders in Situationen sinnvoll, „in denen verschiedenste Theorien zur Erklärung eines Phänomens vorliegen.“²¹⁷
3. Methoden-Triangulation: Durch die Anwendung sowohl einer quantitativen Methode als auch einer qualitativen Methode erreicht man, dass die Daten plausibilisiert und validiert werden können.²¹⁸

3.2 Quantitative Untersuchung

Der Inhalt des Fragebogens (siehe Anhang 1 und 2) wurde vom Autor selbst konzipiert. Die graphische Darstellung sowie die Programmierung hat die Firma ValueQuest in Wädenswil durchgeführt und danach auf das Panel-Portal „meinungsplatz.ch“ gestellt. Die Feldzeit dauerte vom 8. bis am 13. Juni 2016. Die Analyse und Datenverarbeitung in SPSS 23 und Excel sowie die Graphiken hat der Autor erstellt.

3.2.1 *Grundgesamtheit der Probanden und Zielgruppenselektion*

241 Probandinnen und 359 Probanden haben die Quoten und Screening-Kriterien erfüllt. Somit liegt der Anteil der Frauen bei den vollständig ausgefüllten Fragebogen bei 40,2%, der Männer bei 59,8%, wie sich aus Tabelle 5 errechnen lässt:

²¹⁴ Der Fragebogen wurde im Interview mit dem CFO der Immobilien-Aktiengesellschaft sowie bei der Objektbesichtigung nicht eingesetzt.

²¹⁵ Flick 2011, S. 7

²¹⁶ Vgl. Denzin 1970, S. 297-310

²¹⁷ Flick 2011, S. 14

²¹⁸ Vgl. Denzin 1970, S. 310

		8888888	Frau	Mann	
		Anzahl	Anzahl	Anzahl	Gesamt
Vollständiges Interview	No	2	2044	999	3045
	Yes	0	241	359	600
Gesamt		2	2285	1358	3645

Tabelle 5: Geschlecht: unvollständige vs. vollständige Fragebogen

Die Population der Online-Panel Teilnehmer und der ausgefüllten Fragebogen lässt sich in folgende Altersgruppen gemäss Tabelle 6 unterteilen:

Altersstruktur aller Probanden am Start			Altersstruktur der vollständig ausgefüllten Fragebogen (N=600)		
Alter	Anzahl	Prozent	Alter	Anzahl	Prozent
Unter 30	1 119	31%	18-29	144	24%
30-39	928	25%	30-39	129	22%
40-49	683	19%	40-49	112	19%
50-59	514	14%	50-59	109	18%
60-69	309	8%	60-69	84	14%
Über 70	92	3%	70-75	22	4%
Total	3 645	100%	Total	600	100%

Tabelle 6: Altersstruktur: unvollständige vs. vollständige Fragebogen

Es zeigt sich hierbei, dass ein überproportional hoher Anteil an jungen Teilnehmern an solchen Online-Umfragen teilnimmt. Das Quotenmanagement sowie die Screening-Kriterien bezüglich Vermögen und Wohneigentum führten zu einer geschichteten Stichprobe mit rund 55% Probanden über 40 Jahren.

Regional ist die Verteilung der Probanden bzw. der gültigen Fragebogen (anhand der Postleitzahl), wie in Tabelle 7 folgt, verteilt, was eine Annäherung an die ständige Wohnbevölkerung nach Sprachregionen darstellt.²¹⁹

Regionale Verteilung aller Probanden am Start			Regionale Verteilung der vollständig ausgefüllten Fragebogen		
Region	Anzahl	Prozent	Region	Anzahl	Prozent
Deutschschweiz	2 181	60%	Deutschschweiz	406	68%
Westschweiz	1 441	39%	Westschweiz	193	32%
Tessin	23	1%	Tessin	1	0%
Total	3 645	100%	Total	600	100%

Tabelle 7: Regionale Verteilung: unvollständige vs. vollständige Fragebogen

Die Häufigkeit der Mieter versus Eigentümer unter den Probanden, die bis zu dieser Frage gekommen sind, zeigt eine überwiegende Mehrheit von 69% Mietern auf, wie aus Tabelle 8 ersichtlich wird:

²¹⁹ Vgl. BFS 2014a, o.S.; Tessiner Probanden konnten Deutsch oder Französisch anwählen.

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Pro- zente	Kumulierte Prozente
Gültig	Mieter(in)	1377	37,8	69,0	69,0
	Eigentümer(in)	619	17,0	31,0	100,0
	Gesamt	1996	54,8	100,0	
Fehlend	8888888	1649	45,2		
Gesamt		3645	100,0		

Tabelle 8: Häufigkeit von Mietern vs. Eigentümern vor der Zielgruppenselektion

Bei den vollständig ausgefüllten Fragebogen dreht sich das Bild aufgrund der Screening-Kriterien zugunsten der Eigentümer, welche mit 389 rund 65% der vollständigen Fragebogen ausmachen versus 211 Mieter (35%), siehe Tabelle 9:

		Vollständiges Interview		Gesamt
		No	Yes	
		Anzahl	Anzahl	
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	Mieter(in)	1166	211	1377
	Eigentümer(in)	230	389	619
Gesamt		1396	600	1996

Tabelle 9: Mieter vs. Eigentümer unvollständige vs. vollständige Fragebogen

Es gibt im Sample 54 Probanden, die angeben, ein Eigenheim zu besitzen und zwischen CHF 50'000 und CHF 99'999 Haushalts-Nettovermögen haben. Die folgende Tabelle 10 zeigt, dass die meisten Teilnehmer (77%) mit vollständigem Fragebogen in den Gruppen mit einem Vermögen zwischen CHF 100'000 und CHF 999'999 liegen:

		Vollständiges Interview		Gesamt
		No	Yes	
Wie hoch schätzen Sie Ihr Haushalts-Nettovermögen? Das Haushalts-Nettovermögen (Netto = abzüglich Schulden)	Kein Vermögen	409	0	409
	CHF 1 - 49'999	561	0	561
	CHF 50'000 - 99'999	324	54	378
	CHF 100'000 - 249'999	38	211	249
	CHF 250'000 - 499'999	29	139	168
	CHF 500'000 - 999'999	22	113	135
	CHF 1 Mio. - 2 Mio.	8	68	76
	CHF 2 Mio. - 5 Mio.	1	12	13
	Mehr als CHF 5 Mio.	4	3	7
Gesamt		1396	600	1996

Tabelle 10: Anzahl unvollständige vs. vollständige Fragebogen nach Vermögen

Die nachfolgenden Analysen beziehen sich auf die definierte Zielgruppe und basieren auf den vollständig ausgefüllten Fragebogen. Es handelt sich somit um eine geschichtete Stichprobe von N=600 aus einer nach Quoten gesteuerten Gesamtheit von 1996 Probanden vor der Zielgruppenselektion.

3.2.2 Analyse der vollständig ausgefüllten Fragebogen

Die geplante Anzahl von vollständig ausgefüllten Fragebogen mit N=600 wurde innerhalb einer knapp einwöchigen Feldzeit planmässig erreicht und stellt die Zielgruppe von Anlegern dar, welche bereits in Immobilien investieren oder aufgrund des Vermögens potenziell in Immobilien investieren können. Da die Anzahl von Probanden mit einem Vermögen grösser als CHF 2 Mio. sehr gering ist, werden in den folgenden Analysen die Kategorien über CHF 1 Mio. in eine Gruppe zusammengefasst. Die Mieter versus Eigentümer werden in folgender Abbildung 9 nach Vermögen gruppiert:

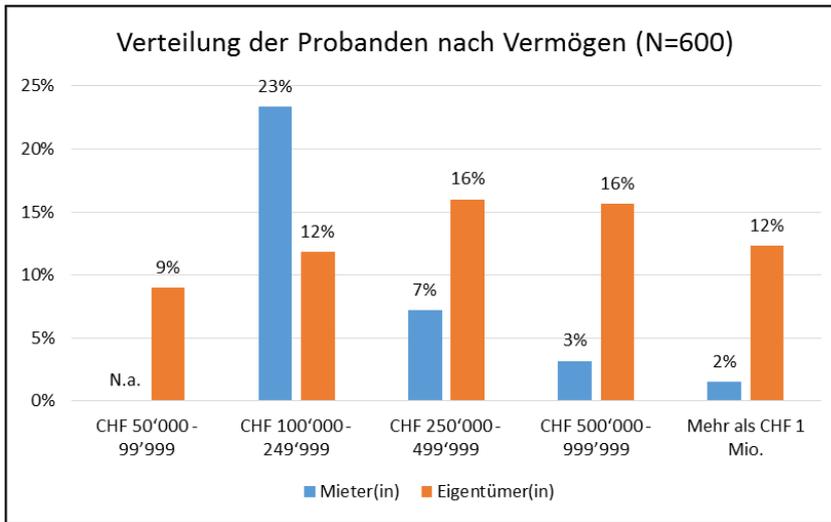


Abbildung 9: Häufigkeitsverteilung nach Vermögen und Mieter vs. Eigentümer

Die meisten Mieter in der Zielgruppe liegen in der Vermögensbandbreite zwischen CHF 100'000 und CHF 249'999 und betragen 23% der Anleger. Die Verteilung bei den Eigentümern ist gleichmässiger und beträgt je 16% der Probanden sowohl im Vermögensband zwischen 250'000 und CHF 499'999 als auch in der Spanne zwischen CHF 500'000 und CHF 999'999.

Für die Berechnung der Wohneigentumsquote sowie für die Vergleiche der Asset Allokation zwischen Mietern und Eigentümern in den jeweiligen Vermögensbandbreiten wird die unterste Vermögensgruppe der Eigenheimbesitzer mit einem Netto-Haushaltsvermögen zwischen CHF 50'000 und CHF 99'999 ausgeklammert (da nur Eigentümer). Die Wohneigentumsquote, d.h. der Anteil der Anleger, die eine selbstbewohnte Immobilie besitzen, steigt mit dem Gesamtvermögen eines Haushaltes, wie aus Abbildung 10 (siehe Trendlinie) sichtbar wird.

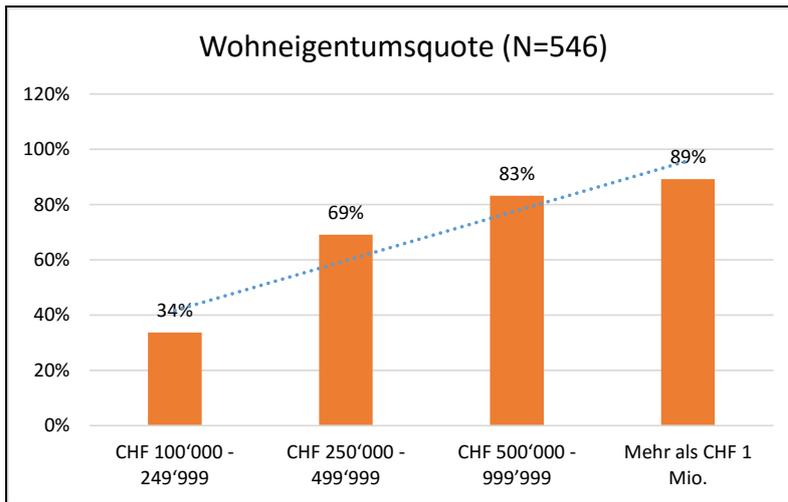


Abbildung 10: Wohneigentumsquote nach Vermögensgruppe (mit Trendlinie)

Anhand des Verlaufs der Verteilung zwischen Mietern und Eigentümern und der Eigentumsquote nach Vermögensgruppen lässt sich ein Sprung ab einem Vermögen von CHF 250'000 zugunsten des Wohneigentums erkennen, was auf einen Ansparprozess hindeutet. Ab CHF 250'000 Vermögen wird Wohneigentum bei der Mehrheit der Anleger zu einer eigentlichen Basisanlage. Die tendenzielle „Wohneigentumsgrenze“ von CHF 250'000 deutet aber auch darauf hin, dass der Entscheid der Haushalte, selbstbewohntes Wohneigentum zu erwerben, sogleich zu einem Klumpen im Anlageportfolio führen kann.

Die erste zu testende Hypothese lautet:

Je höher das Haushaltsvermögen, desto höher ist der Anteil an Immobilien-Anlagen.

In einem ersten Schritt muss eine neue Variable gebildet werden: $I_A = I_S + I_V + I_I$

I_A : Total Immobilienanlagen I_S : Selbstbewohnte Immobilien

I_V : Vermietete Immobilien I_I : Indirekte Immobilien

(Angaben in Prozent des Netto-Haushaltsvermögens)

Der Verlauf der Immobilienanlagen als Anteil der Asset Allokation nach Vermögen (ab CHF 100'000) wird in der Abbildung 11 graphisch aufgezeigt. Dabei wird erkennbar, wie der durchschnittliche Anteil (Mittelwerte) des Totals der Immobilienanlagen am gesamten Netto-Haushaltsvermögen ansteigt bis CHF 1 Million Vermögen und dann leicht abknickt. Der grösste Anteil daran hat die selbstbewohnte Immobilie.

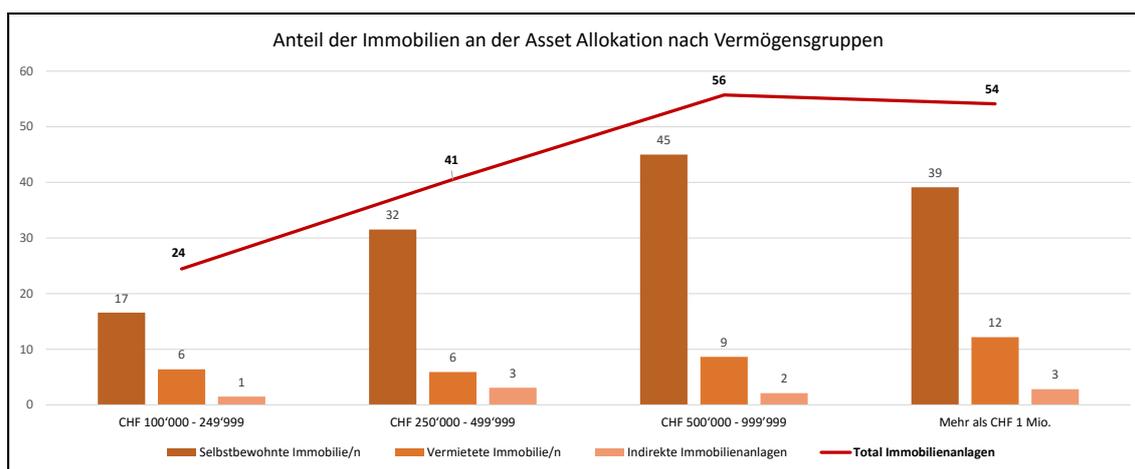


Abbildung 11: Anteil Immobilienanlagen an der Asset Allokation nach Vermögen (in Prozent)

Die Klumpenposition (Klumpenchance oder Klumpenrisiko) nimmt somit kontinuierlich bis zu den Millionärs-Haushalten zu und erst dann wieder etwas ab. Dies deutet darauf hin, dass in den Haushalten mit höherem Vermögen entweder die Ansprüche an das Wohneigentum steigen und somit teurere Objekte gekauft werden und/oder mehr Eigenkapital investiert wird bzw. werden muss. Das höhere investierte Eigenkapital kann auch mit den Belehnungsrichtlinien der Banken zusammenhängen, da oft für Luxusimmobilien (ab CHF 2–3 Mio. Belehnungswert) die maximale Belehnung 60%–70% beträgt, und nicht die üblichen 80% Loan-to-Value.

Als erstes wird die Verteilungsform der Immobilienanlagen geprüft (siehe Anhang 7). Dabei stellt sich heraus, dass die Verteilung nicht normalverteilt ist.

Eine erste Möglichkeit, den Zusammenhang zwischen dem Haushaltsvermögen und der Anlage in Immobilien aufzuzeigen, ist anhand der Rangkorrelationen nach Spearman.²²⁰ Die detaillierte Analyse findet sich im Anhang 7.

Der Zusammenhang zwischen der Variable Total Immobilienanlagen und dem Nettovermögen korreliert signifikant ($p=0,000$) nach Rängen und ist mit 0,402 positiv.

Zusätzlich fällt eine wesentlich höhere Korrelation auf, nämlich diejenige zwischen den Gesamtimmobilienanlagen und der selbstbewohnten Immobilie mit einem signifikanten und positiven Wert von 0,836, was wiederum bestätigt, dass die Anlage in die selbstbewohnte Immobilie das Hauptgewicht für die Gesamtallokation in Immobilien hat. Andererseits besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Vermögen und den indirekten Immobilienanlagen. Bei den vermieteten Immobilien spielt dieser Zusam-

²²⁰ Vgl. Bühl 2006, S. 344-345

menhang wieder. Negative Rangkorrelationen gibt es zwischen der selbstbewohnten Immobilien und der vermieteten Immobilie/indirekten Immobilienanlage.

Um zu untersuchen, ob sich der Anteil der Immobilienanlagen in den vier Vermögensgruppen signifikant voneinander unterscheidet, wird aufgrund der nichtnormalverteilten Werte ein H-Test nach Kruskal und Wallis durchgeführt (siehe Anhang 7).²²¹

Es zeigt sich ein höchst signifikantes Ergebnis ($p < 0,001$). Somit ist die Nullhypothese, die vier Vermögensgruppen seien bezüglich der Asset Allokation in Immobilien gleich, zu verwerfen.

Eine Übersicht über die Mittelwerte und Mediane der vier Vermögensgruppen ist in der Tabelle 11 zusammengefasst.

Total Immobilien Anlagen (in %)		
Netto-Vermögen	Mittelwert	Median
CHF 100'000 - 249'999	24,44	5,00
CHF 250'000 - 499'999	40,53	40,00
CHF 500'000 - 999'999	55,72	60,00
Mehr als CHF 1 Mio.	54,12	55,00
Insgesamt	39,52	40,00

Tabelle 11: Mittelwert und Median der Variable I_A nach Vermögensgruppe

Um herauszufinden, welche Gruppen sich voneinander unterscheiden, müssen paarweise U-Tests durchgeführt werden.²²² Im U-Test nach Mann und Whitney wird überprüft, ob die zwei Stichproben aufgrund der Rangreihe sich signifikant voneinander unterscheiden.²²³ Es können jeweils nur zwei Gruppen miteinander verglichen werden.

In der Tabelle 12 folgt die Zusammenfassung der Gruppenvergleiche mit den p-Werten:

Vergleich zwischen der Gruppe	CHF 100'000 - 249'999	CHF 250'000 - 499'999	CHF 500'000 - 999'999	Mehr als CHF 1 Mio.
CHF 100'000 - 249'999		,000	,000	,000
CHF 250'000 - 499'999	,000		,000	,001
CHF 500'000 - 999'999	,000	,000		,680
Mehr als CHF 1 Mio.	,000	,001	,680	

Tabelle 12: Zusammenfassung der U-Tests für die Variable I_A

Die Details dazu finden sich im Anhang 7. Es zeigt sich, dass die Gruppe der Vermögen zwischen CHF 500'000 und CHF 999'999 und die Gruppe über CHF 1 Mio. sich nicht signifikant unterscheiden hinsichtlich ihrer Gesamtallokation in Immobilienanlagen ($p=0,680$). Wie in der Abbildung 11 graphisch gezeigt wird, gibt es somit von der Ausprägung her nur drei unterschiedliche Gruppen. Ab einem Vermögen von CHF 500'000

²²¹ Vgl. Bühl 2006, S. 325-333

²²² Vgl. Bühl 2006, S. 326-327

²²³ Vgl. Bühl 2006, S. 314-315

unterscheiden sich die zwei Gruppen hinsichtlich ihres Investitionsverhaltens in Immobilien nicht signifikant.

Die zweite zu testende Hypothese lautet:

Immobilien sind als Anlageklasse bei privaten Anlegern in der Schweiz bei Eigenheimbesitzern übergewichtet und bei Mietern eher untergewichtet im Vergleich zu existierenden Benchmarks bzw. Musterportfolios.

Als erstes werden die Mittelwerte und Mediane der zwei Gruppen: Eigentümer vs. Mieter in der Tabelle 13 gezeigt:

Total Immobilien Anlagen (in %)		
Mieter vs. Eigentümer	Mittelwert	Median
Mieter(in)	10,32	0,00
Eigentümer(in)	57,91	60,00
Insgesamt	39,52	40,00

Tabelle 13: Mittelwert und Median der Variable I_A nach Mieter vs. Eigentümer

Da die selbstbewohnte Immobilie die grösste Position der durchschnittlichen gesamten Immobilienanlagen ausmacht (siehe Abbildung 11), ist die Differenz der Mittelwerte bzw. Mediane auch dementsprechend. Vergleicht man diese Werte mit der empfohlenen Bandbreite bei gemischten Portfolios von 10%–30%,²²⁴ wird erkennbar, dass die meisten Mieter gar keine Allokation in Immobilien haben (Median ist null). Der Mittelwert befindet sich mit 10,32% am unteren Ende der Bandbreite. Bei Eigenheimbesitzern zeigt sich im Durchschnitt eine klare Übergewichtung. Der Mittelwert liegt bei 57,91% ihres Netto-Haushaltsvermögens, der Median beträgt 60%.

Auch zwischen Mietern und Eigentümern kann der U-Test gemacht werden, um zu prüfen, ob es einen signifikanten Unterschied zwischen den beiden Gruppen hinsichtlich der Allokation des Vermögens in Immobilien gibt. Die nachfolgende Tabelle 14 zeigt die Ränge und die Tabelle 15 die Statistik für den U-Test:

Ränge				
		N	Mittlerer Rang	Rangsumme
Total Immobilien Anlagen (in %)	Mieter(in)	211	132,78	28017,50
	Eigentümer(in)	335	362,13	121313,50
	Gesamt	546		

Tabelle 14: Ränge der Variable I_A nach Mieter vs. Eigentümer

Statistik für Test^a	
Total Immobilien Anlagen (in %)	
Mann-Whitney-U	5651,500
Wilcoxon-W	28017,500
Z	-16,726
Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	

Tabelle 15: Statistik für U-Test nach Mieter vs. Eigentümer

²²⁴ Vgl. Gantenbein 2003, o.S.

Da der p-Wert 0,000 beträgt, kann ein signifikanter Unterschied hinsichtlich der Allokation in Immobilien zwischen Mietern und Eigentümern bejaht werden.

Die dritte zu testende Hypothese lautet:

Das Verhältnis von reinen Anlageimmobilien zu selbstbewohnten Immobilien nimmt erst bei sehr hohen Nettovermögen zu.

Zu diesem Zweck wird eine neue Variable konstruiert, welche die Quote der reinen Anlageimmobilien zu selbstbewohnten Immobilien (QIA) misst: $QIA = (I_v + I_l) / I_s$

Da hierbei eine Division durch I_s : Selbstbewohnte Immobilien gerechnet wird, geht dies nur, falls I_s grösser null ist (Fälle mit $I_s = 0$ werden herausgefiltert). Die Übersicht über die Mittelwerte und Mediane von QIA wird in der Tabelle 16 zusammengefasst:

Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie (QIA)		
Netto-Vermögen	Mittelwert	Median
CHF 100'000 - 249'999	,3037	0,0000
CHF 250'000 - 499'999	,4297	0,0000
CHF 500'000 - 999'999	,2764	0,0000
Mehr als CHF 1 Mio.	,6941	,0053
Insgesamt	,4190	0,0000

Tabelle 16: Mittelwert und Median der Variable QIA nach Vermögensgruppe

Darin wird sichtbar, dass der Median bei den ersten drei Vermögensgruppen null ist und erst bei einem Vermögen ab CHF 1 Mio. dieser auf 0,0053 steigt. Auch ist der Sprung des Mittelwerts bei der höchsten Vermögensgruppe auf 0,6941 (69%) gut erkennbar.

Die U-Tests zwischen den ersten drei Vermögensgruppen zeigen keine signifikanten Unterschiede bezüglich dem Verhältnis der reinen Immobilienanlagen zu selbstbewohnten Immobilien (siehe Details im Anhang 7). Der Vergleich zwischen den ersten drei Vermögensgruppen mit der höchsten Vermögensgruppe zeigt zum Teil signifikante Unterschiede ($p < 0,05$) wie aus der zusammenfassenden Tabelle 17 ersichtlich wird:

Vergleich zwischen der Gruppe	CHF 100'000 - 249'999	CHF 250'000 - 499'999	CHF 500'000 - 999'999	Mehr als CHF 1 Mio.
CHF 100'000 - 249'999		,298	,820	,006
CHF 250'000 - 499'999	,298		,147	,065
CHF 500'000 - 999'999	,820	,147		,002
Mehr als CHF 1 Mio.	,006	,065	,002	

Tabelle 17: Zusammenfassung der U-Tests für die Variable QIA nach Vermögensgruppe

Somit lässt sich zeigen, dass die Vermögensgruppe von Haushalten ab CHF 1 Mio. bezüglich des Verhältnisses von reinen Anlageimmobilien zu selbstbewohnten Immobilien sich von der ersten und von der dritten Vermögensgruppe signifikant unterscheidet. Dabei ist die Information zu beachten, dass es Erbfälle in allen Vermögensgruppen gibt. Ab einem Vermögen von CHF 250'000 ist die Mehrheit der vermieteten Immobilien jedoch gekauft und nicht geerbt. Die Details dazu finden sich im Anhang 7.

Zusätzlich ist die Frage zu prüfen, ob:

Schweizer Anleger bzw. Immobilienbesitzer die selbstbewohnte Immobilie zu den Finanzanlagen zählen oder, ob der Konsum- bzw. Gebrauchszweck im Vordergrund steht.

Diese Frage, welche gezielt an die 389 Wohneigentümer (N=389) gestellt wurde, zeigt in den Antworten klare Tendenzen auf, wie in Tabelle 18 erkennbar wird:

	Stellt diese Immobilie für Sie eher eine Finanzanlage dar oder steht eher der persönliche Gebrauch im Vordergrund?		
	Ist eine Finanzanlage	Ist ein Gebrauchsobjekt	Ist beides
CHF 50'000 - 99'999	3	24	27
CHF 100'000 - 249'999	8	40	23
CHF 250'000 - 499'999	13	45	38
CHF 500'000 - 999'999	4	58	32
Mehr als CHF 1 Mio.	9	49	16
Total Wohneigentümer	37	216	136
In Prozent	10%	56%	35%

Tabelle 18: Betrachtung der selbstbewohnten Immobilie als Finanzanlage vs. Gebrauchsobjekt

Lediglich 10% der Wohneigentümer bezeichnen ihre selbstbewohnte Immobilie als eine reine Finanzanlage, 56% sehen das *Gebrauchsmotiv* im Vordergrund, und 35% sehen in ihrem Wohneigentum beides. Innerhalb der Vermögensgruppen gibt es Sprünge. Die unterste Gruppe der Eigentümer mit Vermögen zwischen CHF 50'000 und CHF 99'999, welche durchschnittlich einen 54%igen Anteil ihres Vermögens in der Immobilie investiert haben, sehen darin mehrheitlich (27) beide Motive. Dahingegen steht bei den Vermögen ab CHF 100'000 das Gebrauchsmotiv im Vordergrund, wobei auch bei diesen Gruppen die durchschnittliche Asset Allokation zwischen 17% und 45% einen erheblichen Teil des Gesamtvermögens ausmacht, siehe Abbildung 11.

Als nächstes ist die Frage zu prüfen, ob:

der Anlagehorizont bei Schweizer Anlegern abhängig davon ist, ob sie Mieter oder Immobilieneigentümer (selbstbewohnt) sind.

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass Anleger nicht einen einzigen Anlagehorizont haben, sondern, je nach Anlageklasse, sich der Horizont unterscheiden kann. So wurde der Anlagehorizont in der Umfrage auch pro Anlagekategorie gesondert abgefragt.

Die 389 Wohneigentümer haben für Ihre selbstbewohnte Immobilie mehrheitlich einen langfristigen Horizont. 266 davon planen, ihre Anlage länger als 10 Jahre zu behalten. Rund 28% der Immobilienbesitzer, die grösste Untergruppe, haben angegeben, ihre Immobilie über 30 Jahre behalten zu wollen, siehe Abbildung 12:

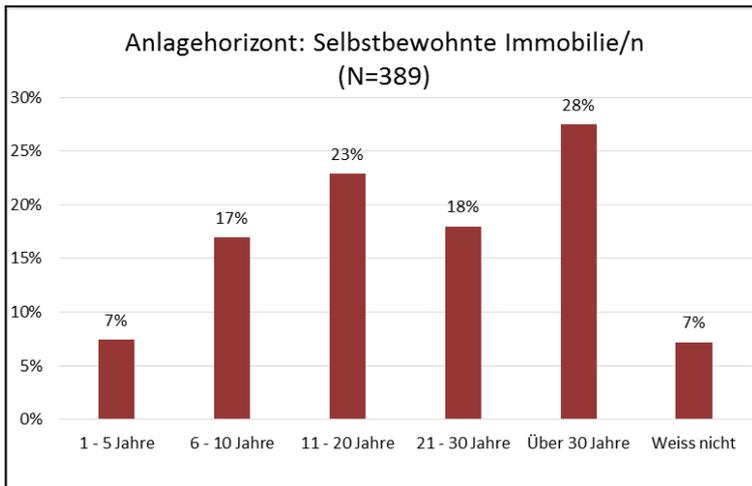


Abbildung 12: Anlagehorizont der Anlage in selbstbewohnte Immobilie/n

Um den Vergleich zwischen der Gruppe von Mietern versus Immobilieneigentümern (selbstbewohnt) zu machen, wird der Anlagehorizont bezüglich den anderen Hauptanlageklassen, d.h. Liquidität, Obligationen, Aktien sowie speziell den indirekten Immobilienanlagen und den vermieteten Immobilien (unter Einbezug aller Vermögensgruppen) anhand von U-Tests analysiert.

Die U-Tests zwischen den Mietern und Eigentümern zeigen nur bei den Obligationen einen signifikanten Unterschied mit $p=0.021$ bezüglich des Anlagehorizonts in die untersuchten Anlageklassen (siehe Details im Anhang 7). Die nachfolgende Tabelle 19 zeigt zusammengefasst die p-Werte:

Anlagehorizont der Anlage in	Asymptotische Signifikanz (2-seitig)
Liquidität (N=522)	,123
Obligationen (N=179)	,021
Aktien (N=305)	,982
Indirekte Immobilienanlagen (N=94)	,423
Vermietete Immobilie/n (N=159)	,303

Tabelle 19: Zusammenfassung der U-Tests für die Anlagehorizonte bestimmter Anlageklassen

Die Analyse zeigt aber auch, dass wenige Investoren heute überhaupt in Obligationen investiert sind. Lediglich 179 Testpersonen (63 Mieter und 116 Eigentümer) haben angegeben, Anlagen in Obligationen zu besitzen. Der Anlagehorizont bei Obligationen liegt mehrheitlich unter 10 Jahren, wobei bei den Mietern mit einem Anlagehorizont zwischen 1-5 Jahren ein leichter Überhang besteht, wie der Abbildung 13 zu entnehmen ist.

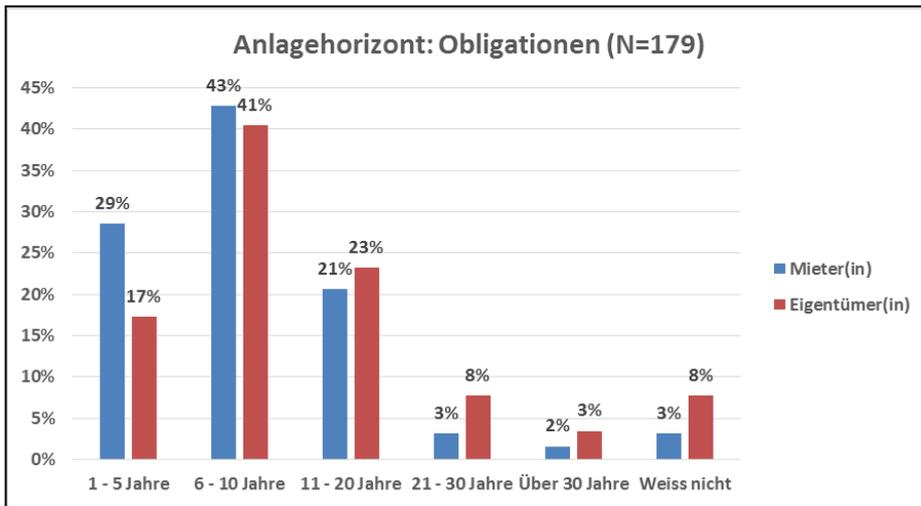


Abbildung 13: Anlagehorizont der Obligationenanlagen (Häufigkeiten in Prozent der jeweiligen Gruppe)
 Die Details zu den Anlagehorizonten der anderen geprüften Anlageklassen finden sich im Anhang 7. Mit Ausnahme des signifikanten Resultats bei den Obligationen, lässt sich aber feststellen, dass keine signifikanten Unterschiede bezüglich des Anlagehorizontes zwischen der Gruppe von Mietern versus Eigentümern nachweisbar sind. Unterschiedlichkeiten diesbezüglich wurden auch von den Experten verneint.

Als nächstes ist die Frage zu prüfen, ob:

die Selbsteinschätzung der Risikoaversion bei Schweizer Anlegern abhängig davon ist, ob sie Mieter oder Immobilienbesitzer sind und sich diese Selbsteinschätzung in der Asset Allokation widerspiegelt.

Die Selbsteinschätzung der Mieter versus Eigentümer ist in Abbildung 14 ersichtlich:

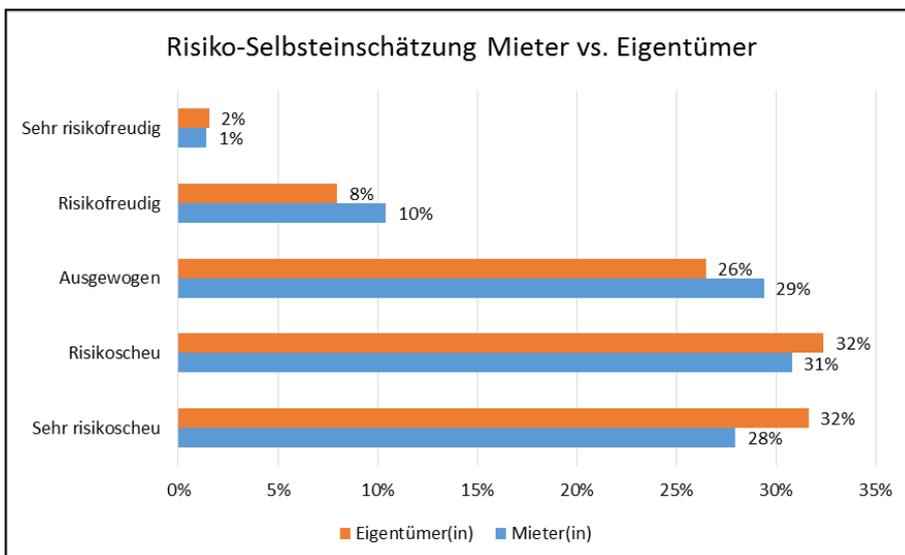


Abbildung 14: Risiko-Selbsteinschätzung Mieter vs. Eigentümer (in Prozent der Gruppe)

Rund 60% der Teilnehmer bezeichnen sich als risikoscheu (wenn überhaupt, nur kleine Verluste bis 5% des Vermögens pro Jahr) oder sehr risikoscheu (auf keinen Fall Verluste bis 5% des Vermögens pro Jahr).

te). 27,5% sehen sich als ausgewogen (5%–10% Verlust pro Jahr, dafür eine gute Rendite in anderen Jahren). Risikofreudig (10%–20% Verlusttoleranz) bzw. sehr risikofreudig (mehr als 20% Verlusttoleranz) ist mit rund 10% der Teilnehmer nur eine sehr kleine Gruppe (siehe Graphik der Risiko-Selbsteinschätzung aller Probanden im Anhang 7). Bei der Analyse der Mieter versus Wohneigentümer zeigt sich ein sehr ähnliches Bild. Der Vergleich der zwei Gruppen auf ihre Unterschiedlichkeit mittels U-Test zeigt keine signifikanten Unterschiede (siehe Details im Anhang 7). Es liegt kein signifikanter Unterschied bezüglich der Risiko-Selbsteinschätzung zwischen den beiden Gruppen Mieter versus Eigentümer vor (p-Wert: 0,189), was auch von den Experten bestätigt wurde. Bezüglich der Asset Allokation wird zuerst diejenige aller Probanden in der Abbildung 15 aufgezeigt. Aus der Stichprobe der 600 Anleger zeigt sich, dass im Durchschnitt rund 32% des Nettovermögens in der selbstbewohnten Immobilie und 7% des Vermögens in der vermieteten Immobilie investiert sind. Auch eine grosse Position ist die Liquidität mit 27% und Aktien mit 10% des Vermögens. Dahingegen sind indirekte Immobilienanlagen mit 2% relativ gering gewichtet.

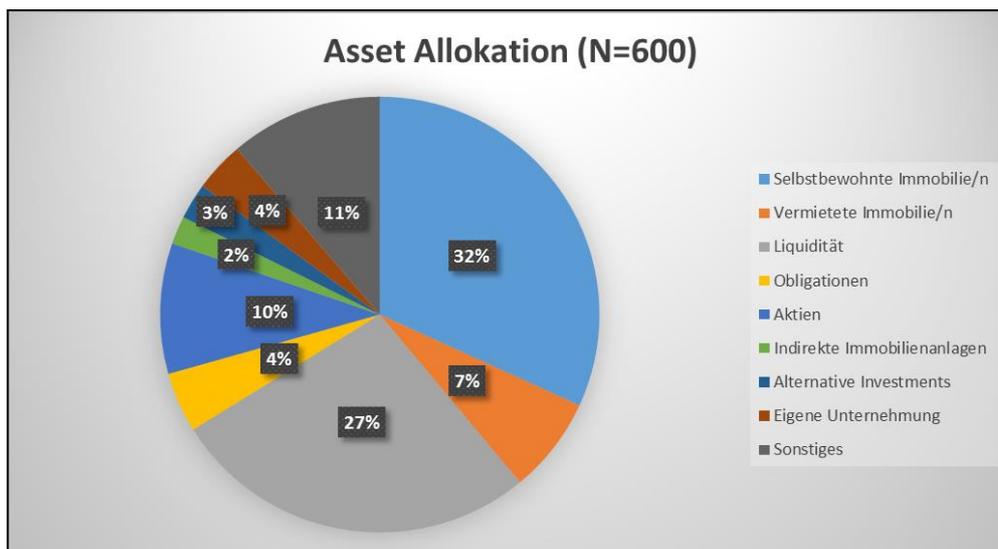


Abbildung 15: Durchschnittliche Asset Allokation (Mittelwerte)

Um die Asset Allokation der Mieter mit derjenigen der Eigentümer gegenüberzustellen, werden in den folgenden Analysen die Vermögen ab CHF 100'000 berücksichtigt.

Bei den Mietern allein sieht die Aufteilung der Anlagen anders aus als bei den Eigentümern. Die durchschnittliche Asset Allokation der Mieter hat per Definition null in der selbstbewohnten Immobilie, so dass sich das Gewicht zugunsten der Liquidität mit 43%, Aktien auf 13% und Sonstiges (z.B. Autos, Uhren, Kunst, Schmuck) auf 18% erhöht (siehe Tabelle 20).

	Selbstbewohnte Immobilie/n	Vermietete Immobilie/n	Liquidität	Obligationen	Aktien	Indirekte Immobilienanlagen	Alternative Investments	Eigene Unternehmung	Sonstiges	N
Gesamte Zielgruppe	32	7	27	4	10	2	3	4	11	600
Ab CHF 100'000	30	8	27	5	10	2	3	4	12	546
Mieter ab CHF 100'000	0	9	43	5	13	1	5	5	18	211
Eigentümer ab CHF 100'000	48	7	17	4	8	3	2	3	8	335

Tabelle 20: Gegenüberstellung der durchschnittlichen Asset Allokation (in Prozent)

Die Wohneigentümer (ab CHF 100'000) sind hingegen sehr einseitig in ihrer Asset Allokation aufgrund der selbstbewohnten Immobilie (48% des Vermögens). Der Anteil in Liquidität mit 17%, in Aktien mit 8%, in Alternative Investments mit 2% sowie Sonstiges mit 8% ist dafür geringer als bei den Mietern (siehe auch Graphiken im Anhang 7). Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die Risiko-Selbsteinschätzung zwischen Mietern und Wohneigentümern nicht signifikant unterscheidet, die Asset Allokationen aufgrund der *Klumpenposition der selbstbewohnten Immobilie/n* sich aber wesentlich voneinander unterscheiden, was signifikante U-Tests in Bezug auf die zwei Gruppen Mieter versus Eigentümer unterstreichen. Die folgende Tabelle 21 zeigt die Zusammenfassung der U-Tests nach Anlageklasse.

Zusammenfassung der Statistiken für Tests ^a									
	Selbstbewohnte Immobilie/n	Vermietete Immobilie/n	Liquidität	Obligationen	Aktien	Indirekte Immobilienanlagen	Alternative Investments	Eigene Unternehmung	Sonstiges
Mann-Whitney-U	1160,500	34281,500	18014,500	35169,000	32890,000	33893,000	31408,000	34389,000	24003,500
Wilcoxon-W	23526,500	56647,500	74294,500	57535,000	89170,000	56259,000	87688,000	90669,000	80283,500
Z	-19,732	-,750	-9,706	-,118	-1,451	-1,262	-3,066	-,775	-6,467
Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000	,453	,000	,906	,147	,207	,002	,438	,000

a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?

Tabelle 21: Zusammenfassung der U-Tests nach Mieter vs. Eigentümer pro Anlageklasse

Dabei wird deutlich, dass sich Mieter versus Eigentümer signifikant hinsichtlich folgender Anlageklassen unterscheiden (neben der selbstbewohnten Immobilie/n): Liquidität, Alternative Investments und Sonstiges (p-Wert kleiner 0,05). Der p-Wert für Aktien ist mit 0,147 nicht signifikant.

Als nächstes ist die Frage zu prüfen, ob:

der Anteil an direkten/indirekten Immobilien Anlagen abhängig davon ist, ob der Anleger einen persönlichen Kundenberater bei seiner Bank hat.

Die Mehrheit der Anleger in der Umfrage hat einen persönlichen Kundenberater und ist sich dessen bewusst, wie aus der folgenden Abbildung 16 sichtbar wird:



Abbildung 16: Anleger mit und ohne persönlichen Kundenberater bei der Bank

Als nächstes werden der Anteil an der Asset Allokation der selbstbewohnten Immobilie, der vermieteten Immobilie und der indirekten Immobilienanlagen nach den Gruppen mit und ohne persönlichen Kundenberater bzw. persönliche Kundenberaterin miteinander verglichen. Dazu als Überblick in Tabelle 22 die Mittelwerte und Mediane der Gruppen.

		Selbstbewohnte Immobilie/n		Vermietete Immobilie/n		Indirekte Immobilienanlagen	
		Mittelwert	Median	Mittelwert	Median	Mittelwert	Median
Persönlicher Kundenberater	Ja	35	30	7	0	2	0
	Nein	23	0	7	0	2	0
	Weiss nicht	35	20	10	0	2	0

Tabelle 22: Anteil direkter und indirekter Immobilienanlagen von Anlegern mit und ohne Kundenberater

Der durchschnittliche Anteil der Asset Allokation in selbstbewohnten Immobilien liegt bei den Probanden mit einem Kundenberater bei 35% im Vergleich zu denen ohne Kundenberater bei 23%. Grösser ist der Unterschied beim Median, was darauf hindeutet, dass Anleger, welche keine selbstbewohnte Immobilie und somit auch keine Hypothek haben, meistens auch nicht persönlich bei der Bank betreut werden.

Mit einem U-Test werden die zwei Gruppen (mit/ohne Kundenberater) nach ihrer Unterschiedlichkeit bezüglich der Asset Allokation der direkten oder indirekten Immobilienanlagen untersucht (siehe Details im Anhang 7). Die Statistik zeigt, dass ein signifikanter Unterschied hinsichtlich des Anteils der selbstbewohnten Immobilie/n an der Asset Allokation zwischen Anlegern mit und ohne persönlicher Kundenberater besteht ($p=0,000$). Dieser Unterschied ist vermutlich auf die Kundensegmentierung vieler Banken zurückzuführen, d.h. dass die Kunden in das sogenannte Privatkunden Individual-Segment aufsteigen, sobald sie eine Hypothek abschliessen und mehr als CHF 50'000 Vermögen haben. Der Wunsch nach einem Eigenheim wird gemäss Experten nicht durch die persönliche Betreuung angestossen oder gar gefördert.

Die U-Tests für vermietete Immobilie/n ($p=0,217$) und indirekte Immobilienanlagen ($p=0,915$) haben keine signifikanten Unterschiede hervorgebracht (siehe Details im Anhang 7).

Als letzte Frage ist zu prüfen, ob:

der Anteil an direkten/indirekten Immobilienanlagen abhängig ist von anderen Faktoren.

Für diese Analyse werden die Rangkorrelationskoeffizienten nach Spearman mit den Variablen der direkten/indirekten Immobilienanlagen und dem Alter, der Haushaltsgrösse, der Stimmberechtigung, sowie dem Einkommen berechnet und die Variable Haushalts-Nettovermögen zur Ergänzung miteinbezogen. Als Population werden die Haushalte ab CHF 100'000 Vermögen berücksichtigt. Die Analyse zeigt, dass es einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Anlage in Immobilien und dem Alter und der Haushaltsgrösse gibt. Insbesondere bei der selbstbewohnten Immobilie korreliert das Alter neben dem Haushaltsvermögen signifikant positiv. Das Brutto-Haushaltseinkommen korreliert nicht signifikant mit der Asset Allokation in die selbstbewohnte Immobilie. Das Brutto-Haushaltseinkommen korreliert positiv mit dem Haushalts-Nettovermögen (Korrelationstabellen siehe Anhang 7).

3.3 Fazit

In der gewählten Zielgruppe (ab dem Segment Mass Affluent bzw. Privatkunden Individual) ist die selbstbewohnte Immobilie nach der Liquidität die zweithäufigste, jedoch die grösste Allokation der Anleger. Wohneigentum scheint ab einem Vermögen von CHF 250'000 zum Standard zu gehören, so dass 79% der Haushalte in diesen Vermögensgruppen Eigenheimbesitzer sind. Die Allokation in Immobilien nimmt mit steigendem Vermögen aufgrund des Eigenheims zu, bis zur Gruppe mit Vermögen bis CHF 999'999. Das eigene Haus oder die eigene Wohnung macht auch in Haushalten über CHF 1 Mio. Vermögen einen wesentlichen Anteil aus, wobei dann auch Investitionen in vermietete Immobilien vermehrt ein Thema werden.

Die Klumpenposition Immobilien gibt es praktisch nur bei Wohneigentümern, dafür macht diese dann mit den vermieteten Immobilien und den indirekten Immobilienanlagen im Durchschnitt über 50% des Vermögens aus. Immobilienanlagen zu reinen Anlagezwecken werden erst bei Vermögen über CHF 1 Mio. zu einer verbreiteten Anlage und das Verhältnis zur selbstbewohnten Immobilie steigt im Schnitt sprunghaft an.

Die selbstbewohnte Immobilie bedeutet für die Mehrheit der Eigenheimbesitzer ein Gebrauchsobjekt. Der Anlagehorizont des Wohneigentums liegt für 68% der Wohneigentümer bei über zehn Jahren. Diese langfristige Gebrauchsnutzung mag dazu führen, dass die selbstbewohnte Immobilie auch bei risikoscheuen Wohneigentümern eine Klumpenposition einnimmt. *Das Eigenheim wird nicht als Finanzanlage wahrgenommen.*

Es fällt auf, dass die Selbsteinschätzung der Risikoaversion von Mietern und Eigentümern sich nicht signifikant unterscheidet. Die Population der risikofreudigen Anleger liegt bei beiden Gruppen nur bei rund 10%. Als unterschiedlich erweist sich jedoch die Asset Allokation, da die Mieter im Schnitt wesentlich höhere Liquidität halten, aber auch mehr Aktien, Alternative Investments und sonstige Sachanlagen.

Der persönliche Kundenberater ist bei Wohneigentümern häufiger vorhanden, sollte jedoch gemäss Experten bei der Anlage in selbstbewohntes Wohneigentum nicht ausschlaggebend sein. Vielmehr erhält der Kunde aufgrund der Hypothek einen persönlichen Berater. Der Kauf von Wohneigentum ist unter anderem auch eine Frage des Alters, der Haushaltsgrösse und somit der Familiensituation, aber auch die günstigen Kosten (aufgrund der niedrigen Zinsen) sind ein häufiges Argument.

Die Studie hat mehrere Hinweise für Mental Accounting hervorgebracht:

- Keine signifikant unterschiedliche Risiko-Selbsteinschätzung zwischen Mietern und Eigentümern
- Signifikant unterschiedliche Asset Allokationen zwischen Mietern und Eigentümern
- Für Wohneigentümer steht das Gebrauchsmotiv der Immobilie im Vordergrund.

Es liegt die Vermutung nahe, dass der sehr lange Anlagehorizont, teilweise von über 30 Jahren, bei der selbstbewohnten Immobilie gewisse Anleger dazu verleitet, sich über die Verhältnisse zu exponieren, da eine Kontrollillusion entstehen kann. Dass das Leben aber über einen so langen Zeitraum planbar sei, ist in Frage zu stellen.

Die Asset Allokationen sowohl der Wohneigentümer als auch der Mieter sind tendenziell nicht breit diversifiziert. Wohneigentümer sind im Durchschnitt zu exponiert in Immobilien, Mieter jedoch zu wenig und halten dafür viel Liquidität. Mieter könnten vermehrt über indirekte Immobilienanlagen das Portfolio diversifizieren und somit das Risiko-Rendite-Verhältnis ihrer Vermögensanlagen verbessern. Die Vorteile der indirekten Immobilienanlagen scheinen von privaten Anlegern (noch) nicht wirklich ausgeschöpft zu werden.

4 Schlussbetrachtung

4.1 Fazit

Die Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz sind breit gefächert und neue Formen der Direktanlage haben sich entwickelt. Immobilien als Anlageklasse sind bei institutionellen Investoren besser etabliert als bei privaten. Unterschiedlich zu anderen Anlageklassen sind Immobilien in der Regel gehebelt (engl. leveraged), sowohl bei den direkten als auch bei den indirekten Anlagen.

Im Bereich der direkten Immobilienanlagen sind aufgrund des heutigen Zinsumfeldes für private Anleger Entwicklungen im Gange, wie z.B. Buy-to-let, Buy-to-Airbnb und Crowdfunding, wo private Investoren vermehrt zu Unternehmern werden. Diese Anlageformen zeichnen sich unter anderem durch die damit verbundenen Managementaufgaben aus. Hinzu kommen die Emotionalität des direkten Immobilienbesitzes, die Kontrolle bzw. Kontrollillusion über die Anlage und der Hebeleffekt durch Fremdfinanzierung. Bei Investitionen in Immobilien steht bei den meisten Anlegern nach wie vor die direkte Anlage im Fokus. Dass ähnliche Renditechancen viel einfacher über indirekte Immobilienanlagen möglich wären (die zusätzlich über Lombardkredite nach Wunsch noch mehr gehebelt werden können), scheint vielen Anlegern nicht geläufig bzw. nicht bekannt zu sein. Die Praxis deutet darauf hin, dass Schwankungen an der Börse für Anleger schwieriger zu ertragen sind als die Illusion, dass direkte Immobilien, oft auch „Betongold“ genannt, sich im Wert nicht verändern. Die Wertänderungsrisiken der Direktanlage werden von privaten Anlegern meist ausgeblendet.²²⁵

Das emotionale Investitionsgefühl einer Direktanlage trübt offenbar die Wahrnehmung im Vergleich zu indirekten Anlagen. Die quantitative Studie hat unter anderem ergeben, dass die individuelle Perzeption der selbstbewohnten Immobilie dazu tendiert, dass diese Anlage gar nicht als eine Finanzanlage betrachtet wird. Der Gebrauchszweck steht bei den meisten Anlegern im Vordergrund. In der Folge erstaunt es nicht, dass Wohneigentümer im Durchschnitt eine Klumpenposition in Immobilien haben. Mieter halten hingegen eine tiefe Asset Allokation in Immobilien, dafür mehr in anderen Anlagekategorien, vor allem in Liquidität, in Aktien und Alternative Investments, sowie in sonstigen Sachgütern. Die selbstbewohnte Immobilie wird auch seitens der Kundenberater in der Vermögensverwaltung meist separat behandelt. Die Asset Allokation für Privatkun-

²²⁵ Vgl. Gamma, W./Frey, H. 2016, S.8

den wird überwiegend allein auf dem sogenannt frei investierbaren Vermögen angewendet. Somit liegen mehrere Hinweise für Mental Accounting vor, sowohl auf der Anlegerseite als auch in der Beratung. Das Portfolio Management bei Wohneigentümern findet in der Praxis ohne Berücksichtigung der grössten Vermögensposition – der selbstgenutzten Wohnimmobilie – statt.

Die Wohneigentumsquote steigt bei höheren Vermögen an. Damit verbunden erhöht sich auch der Anteil Immobilien an der Asset Allokation zunehmend bis zur Schwelle von CHF 1 Mio. Vermögen. Vermietete Immobilien gewinnen ab dieser Vermögensgruppe vermehrt an Gewicht. Die selbst eingeschätzte Risikoaversion scheint sich zwischen Mietern und Wohneigentümern nicht signifikant zu unterscheiden, die Asset Allokation jedoch signifikant. Indirekte Immobilienanlagen sind bei den meisten Anlegern nicht im Portfolio vorhanden und keine geläufige Anlagekategorie. Der Kundenberater ist häufiger bei den Wohneigentümern vorhanden, was vermutlich mit der Segmentierung der meisten Schweizer Banken zusammenhängt.

4.2 Diskussion

Die zweigeteilte Fragestellung dieser Abschlussarbeit hat zu zwei Aufgaben geführt, die auch getrennt Sinn gemacht hätten. Dadurch, dass beide Aufgaben in einer Arbeit Platz finden mussten, konnte nicht überall die gleiche Tiefe erreicht werden. Auch waren die Hypothesen und zusätzlichen Fragen im empirischen Teil anzahlmässig am oberen Ende der Realisierbarkeit. Die Experteninterviews konnten nur ergänzend in den empirischen Teil einfließen. Das daraus gewonnene Verständnis half aber wesentlich bei der Plausibilisierung der quantitativen Studie.

Die gewählte Methode im quantitativen Teil, eine eigene Umfrage über ein Online Panel durchzuführen, ist eine sehr zeitaufwändige und kostenintensive Art, um an massgeschneiderte Daten zu gelangen. Für das Online Panel spricht die empfundene Anonymität und die schnelle Erreichbarkeit von antwortwilligen Probanden, sobald die Umfrage konzipiert und programmiert ist. Der Wahrheitsgehalt, die Motivation und die Genauigkeit der einzelnen Antworten sind schwierig nachprüfbar, was aber auch in einer Papier- und Bleistift-Umfrage nicht verbessert werden könnte.

Die Fragestellung im empirischen Teil fokussierte auf die Asset Allokation des Haushalts-Nettovermögens. Sowohl in den Testläufen des Fragebogens als auch in den Experteninterviews wurde deutlich, dass die selbstbewohnte Immobilie in der Regel nicht als Anlage im Portfolio gezählt wird. Der Gedanke, das Eigenheim in das Portfolio mit-

einzurechnen ist heute in der Praxis nicht üblich. Die positiven Preisentwicklungen im Schweizer Immobilienmarkt in den letzten zehn Jahren scheinen solche Überlegungen verdrängt zu haben.

4.3 Ausblick

Das Anlageverhalten in Immobilien von privaten Anlegern hat einerseits eine mentale Komponente, andererseits sind die Marktumstände auch mit zu berücksichtigen. Es wäre von Interesse, weitere Analysen zu ergänzen, wie z.B. in Verbindung mit den vorhandenen Finanzkenntnissen (engl. Financial Literacy) der Anleger, in Abhängigkeit von Marktzyklen, in Bezug auf Persönlichkeitsstrukturen der Investoren, etc.²²⁶ Auch sind Lebenszykluskonzepte kombiniert mit dem Anlageverhalten²²⁷ in dieser Arbeit nicht untersucht worden.

Aktuell scheinen die Bedenken von zu hohen Immobilienrisiken in der Vermögensallokation von privaten Anlegern insofern ein Thema zu werden, dass gewisse Stimmen im Markt die Standesregeln der Kreditvergabe an Private für Renditeobjekte vereinheitlichen bzw. verschärfen wollen. Der Regulator wird aber, wie sich in den letzten Immobilienkrisen sowohl in der Schweiz als auch in den USA herausgestellt hat, oft erst aktiv, wenn es schon zu spät ist. Die Suche nach Renditen über Leverage kann für Anleger ohne liquide Reserven zu einem riskanten Investitionsverhalten führen.

Indirekte Immobilienanlagen sind für viele private Investoren eine nicht geläufige Anlage. Die fehlende Emotionalität und Kontrolle im Vergleich zu Direktanlagen mögen da Gründe sein. Eine andere Ursache könnte aber sein, dass die Anlageberater diese Anlagekategorie zu wenig kennen bzw. nicht genügend berücksichtigen. Die Anbieterseite, z.B. Fonds, und die Beratung fokussieren nach wie vor auf den drei Hauptanlegerklassen Liquidität, Obligationen und Aktien. Immobilienaktiengesellschaften könnten aktiver Investor Relations betreiben und vermehrt auch das breite Publikum versuchen anzusprechen. Die teilweise existierende Trennung der beiden Industrien: Immobilienwirtschaft versus Finanzwirtschaft, mag auch ein Grund für den erschwerten Zugang für Privatanleger zu dieser Anlagekategorie sein. Es liegt wahrscheinlich neben dem fehlenden Verständnis auch am bescheidenen Marketing, dass indirekte Immobilienanlagen für private Anleger nicht zu einer Basisanlage gehören. Das Potential von indirekten Immobilienanlagen wird (noch) zu selten ausgeschöpft.

²²⁶ Vgl. Baker, H. K./Ricciardi, V. 2014, S. 12-13

²²⁷ Vgl. Oehler 1995, S. 80-85

Literaturverzeichnis

- Baker, H. K./Ricciardi, V. (Hrsg.) (2014): Investor behavior. The psychology of financial planning and investing. Hoboken 2014
- Barber, B. M./Odean, T. (2001): Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. In: *The Quarterly Journal of Economics* 116 (1), S. 261–292
- Barber, B. M./Odean, T. (2008): All That Glitters. The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. In: *Rev. Financ. Stud.* 21 (2), S. 785–818
- Baumann, B. (2011): Unterschiede zwischen Private Equity (PE) und PERE. In: Davidson, J. C. (Hrsg.): *Private Equity Real Estate*. Zug 2011, S. 38–63
- Bernstein, W. J. (2001): *The intelligent asset allocator. How to build your portfolio to maximize returns and minimize risk*. New York 2001
- BFS (Hrsg.) (2015): *Bau- und Wohnungswesen 2013. Bau- und Wohnbaustatistik 2013; Gebäude- und Wohnungsstatistik 2013; Leerwohnungstatistik vom 1. Juni 2014*. Neuchâtel 2015
- Bikhchandani, S./Hirshleifer, D./Weich, I. (1992): A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. In: *Journal of Political Economy*, 100 (5), S. 992–1026
- Bodie, Z./Kane, A./Marcus, A. J. (2005): *Investments*. 6. ed., internat. ed., Boston 2005
- Bone, J./O'Reilly, K. (2010): No place called home. The causes and social consequences of the UK housing 'bubble'. In: *The British Journal of Sociology* 61 (2), S. 231–255
- Bühl, A. (2006): *SPSS 14. Einführung in die moderne Datenanalyse*. 10. überarb. und erw. Aufl., München 2006
- Cummings, J. (2010): *The McGraw-Hill 36-hour course. Real estate investing*. 2nd ed. New York 2010

- Davidson, J. C./Amrein, S. (2014): Private Equity Real Estate. In: Davidson J. C. (Hrsg.): Indirect real estate investments. Zug 2014, S. 30–45
- Deacon, D./Bryman, A./Fenton, N. (1998): Collision or collusion? A discussion and case study of the unplanned triangulation of quantitative and qualitative research methods. In: International Journal of Social Research Methodology 1 (1), S. 47–63
- Denzin, N. K. (1970): The research act in sociology. A theoretical introduction to sociological methods. Chicago 1970
- Ferber, M. (2015): Was Sie über Geldanlage wissen sollten. Ein Wegweiser der Neuen Zürcher Zeitung für Privatanleger. 3. überarb. Aufl. Zürich 2015
- Ferguson, N. (2008): The ascent of money. A financial history of the world. London 2008
- Flick, U. (2011): Triangulation. Eine Einführung. 3. aktualisierte Auflage. Wiesbaden 2011
- Francke, H.-H./Rehkugler, H. (Hrsg.) (2012): Immobilienmärkte und Immobilienbewertung. 2nd ed. München 2012
- Gallimore, P. (1994): Aspects of information processing in valuation judgement and choice. In: Journal of Property Research 11 (2), S. 97–110
- Gallimore, P. (1996): Confirmation bias in the valuation process. A test for corroborating evidence. In: Journal of Property Research 13 (4), S. 261–273
- Gantenbein, P. (1999): Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes. Eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz. Bern 1999 (zugl. Diss. Nr. 2278, Univ. St. Gallen 1999)
- Gantenbein, P.; Laternser St.; Spremann, K.; Eckmann, C. (2001): Anlageberatung und Portfoliomanagement. Was Banker und Privatinvestoren wissen müssen. 2. Aufl. Zürich 2001

- Geltner, D. M./Miller, N. G./Clayton, J./Eichholtz, P. (2013): Commercial real estate. Analysis & investments. 3. ed. Mason 2013
- Gosling, S. D.; Vazire, S.; Srivastava, S.; John, O. P. (2004): Should We Trust Web-Based Studies? A Comparative Analysis of Six Preconceptions About Internet Questionnaires. In: *American Psychologist* 59 (2), S. 93–104
- Häder, M. (2015): Empirische Sozialforschung. Eine Einführung. 3. Aufl. Wiesbaden 2015
- Haimann, R. (2016): Milliardenregen für die Fonds. In: *Immobilien Business* 22, Mai 2016 (238), S. 10–12
- Haubl, R. (2004): Das Tabu brechen: Gemeinsam über Geld sprechen. Ein Werkstatt-Bericht. In: *Gruppendynamik und Organisationsberatung* 35 (291-306)
- Hens, Th. (2012): Behavioural Biases - Vorsicht, Falle! Serie (Teil 1) - Warum sich Investoren oft ver- und überschätzen - Das süsse Gift der Gewinne trübt die Urteilskraft. In: *Finanz und Wirtschaft*, 23.05.2012, S. 16
- Hens, Th./ Rieger, M. O. (2010): Financial economics. A concise introduction to classical and behavioral finance. Berlin 2010
- Hens, Th./Bachmann, K. (2008): Behavioural finance for private banking. Chichester 2008
- HZ/Schweizer Versicherung/Schweizer Bank (Hrsg.): Vorsorge Guide 2015/16. Mehr Rendie auf Immobilien. Zürich 2016
- Just, T./Uttich, St. (2015): Es sind nicht nur Gebäude. Was Anleger über Immobilienmärkte wissen müssen. neue Ausg. Frankfurt am Main 2015
- Kahneman, D./Tversky, A. (1972): Subjective Probability: A Judgment of Representativeness. In: *Cognitive Psychology* 3, S. 430–454
- Kahneman, D./Tversky, A. (1984): Choices, values, and frames. In: *American Psychologist* 39 (4), S. 341–350

- Kahnemann, D./Tversky, A. (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. In: *Econometrica* 47 (2), S. 263–292
- Kos Kalia, O. (2008): Private banking performance and customer relationship management. An exploratory study comparing Switzerland and India 2008. Bamberg 2008 (zugl. Diss. Nr. 3514, Univ. St. Gallen 2008)
- Lüscher-Marty, M. (2012a): Theorie und Praxis der Geldanlage. Derivatprodukt und Alternative Investments. Zürich 2012
- Lüscher-Marty, M. (2012b): Theorie und Praxis der Geldanlage. Portfoliomanagement, Technische Analyse und Behavioral Finance. Zürich 2012
- Mächtel, Th./Beck, M./Maurer, F./von Loesch, L./Wohlwend, C. (2016): Geld & Börse. Juni 2016. Hrsg. v. Liechtensteinische Landesbank. Vaduz 2016
- Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection. In: *The Journal of Finance* 7 (1), S. 77–91
- Mellish, P./Rhoden, M. (2009): “Buy to let”. A popular investment? In: *Property Management* 27 (3), S. 178–190
- Millischer, S. (2016): Jordan muss jetzt Luft ablassen. In: *Handelszeitung* 22, 02.06.2016, S. 22
- Mollick, E. (2014): The dynamics of crowdfunding. An exploratory study. In: *Journal of Business Venturing* 29 (1), S. 1–16
- o.V. (2016a): Aktien Schweiz. In: *Immobilien Business* 22, Juni 2016 (239), S. 52
- o.V. (2016b): Immobilienfonds. In: *Immobilien Business* 22, Juni 2016 (239), S. 50
- Oehler, A. (1995): Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart 1995 (zugl. Habil.schrift, Fernuniv. Hagen 1994)
- Rinka, M. (2016): Airbnb - Fluch oder Segen. In: *Immobilien Business* 22, Mai 2016 (238), S. 36–39

- Rombach, T. (2011): Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten. Eine theoretische und empirische Analyse der internationalen Märkte. Lohmar 2011 (zugl. Diss. Univ. Freiburg i.Br. 2011)
- Saputelli, C./Vajda, V. (2014): UBS Real Estate Focus. Immobilienmarkt Schweiz 2014. Hrsg. v. UBS. Zürich 2014
- Schulte, K.-W./St. Bone-Winkel/Thomas, M./Holzmann, Ch. (Hrsg.) (2005): Handbuch Immobilien-Investition. 2. vollst. überarb. Aufl. Köln 2005
- Sharpe, W. F./Alexander, G. J./Bailey, J. V. (1999): Investments. 6. ed. Upper Saddle River 1999
- Shefrin, H. (2002): Beyond Greed and Fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing. Oxford, New York 2002
- Shiller, R. J. (2001): Irrational exuberance. New York 2001
- Shleifer, A. (2000): Inefficient markets. An introduction to behavioral finance. Oxford 2000
- Staub, P./Rütter, H. (2014): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft der Schweiz. Kurzbericht. Hrsg. v. HEV Schweiz. Zürich 2014
- Stemler, A. R. (2013): The JOBS Act and crowdfunding. Harnessing the power- and money-of the masses. In: Business Horizons 56 (3), S. 271–275
- Swensen, D. F. (2005): Unconventional success. A fundamental approach to personal investment. New York 2005
- Thaler, R. H. (1999): Mental Accounting Matters. In: Journal of Behavioral Decision Making 12 (3), S. 183–206
- Thielsch, M. T./Weltzin, S. (2009): Online-Befragungen in der Praxis. In: Brandenburg, Thielsch, M. T. (Hrsg.): Praxis der Wirtschaftspsychologie. Themen und Fallbeispiele für Studium und Anwendung. Münster 2009, S. 69–85

- Trübstein, M. (Hrsg.) (2012): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich. 1. Aufl. Wiesbaden 2012
- Trübstein, M. (2014): Indirect Real Estate Investments - An Overview. In: J. C. Davidson (Hrsg.): Indirect real estate investments. Zug 2014, S. 16–29
- Trübstein, M. (Hrsg.) (2015): Real estate asset management: Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich, Wiesbaden 2015
- Tversky, A./Kahnemann, D. (1974): Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. In: Science 185 (4157), S. 1124–1131
- Wierichs, G./Smets, St. (2010): Gabler Kompakt-Lexikon Bank und Börse. Wiesbaden 2010
- Wigger, F./Rothmund, J. (2014): Ungebrochene Beliebtheit. Immobilien in den Portfolios der Schweizer Pensionskassen. In: Schweizer Personalvorsorge 11, S. 35–37
- Wüest & Partner (Hrsg.) (2016): Immo-Monitoring. 2016 / 2 Frühlingsausgabe. Zürich 2016
- Zenker, Ch. A. (2006): Relationship Equity im Private Banking. Schaan 2006 (zugl. Diss. Nr. 3589, Univ. St. Gallen 2006)
- Zulliger, J. (2016): Vermieten als Volkssport. In: Handelszeitung 22, 02.06.2016, S. 10–11

Internetquellen

- Airbnb (2016): Zürich. Reisedaten 10.06.2016-12.06.2016. Online verfügbar unter https://www.airbnb.ch/s/Zürich?checkin=10.06.2016&checkout=12.06.2016&guests=2&s_tag=2cWImd6F [abgerufen am 10.06.2016]
- Baker, H.K./Chinloy, P. (2014): The Role of Real Estate in Portfolios: A Global Perspective. Online verfügbar unter <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=3603> [abgerufen am 19.04.2016]
- Bennett, J. A./Sias, R. W. (2010): Portfolio Diversification. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=728585 [abgerufen am 20.05.2016]
- BFS (Hrsg.) (2000): Gebäude und Wohnungen – Daten, Indikatoren. Gebäude nach Eigentübertyp. Volkszählung 2000. Online verfügbar unter <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/09/02/blank/key/gebaeude/eigentuemer.html> [abgerufen am 27.05.2016]
- BFS (Hrsg.) (2014a): Ständige Wohnbevölkerung ab 15 Jahren nach Hauptsprachen und Sprachregion. Online verfügbar unter <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/01/05/blank/key/sprachen.Document.199059.xls> [abgerufen am 21.06.2016]
- BFS (Hrsg.) (2014b): Ergebnisse der Pensionskassenstatistik. Aktiven: Direkte und kollektive Anlagen. Periode 2004-2014. Online verfügbar unter <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/13/02/03/data/01.Document.79244.xls>, zuletzt aktualisiert am 31.12.2014 [abgerufen am 26.05.2016]
- BlackRock (Hrsg.) (2015): Was Anleger denken. Investor Pulse. Vermögende Privatpersonen in der Schweiz. Online verfügbar unter <https://www.blackrock.com/ch/privatanleger/de/literature/brochure/blackrock-investor-pulse-ch-de-swiss-high-net-worth.pdf> [abgerufen am 17.04.2016]
- Cap Gemini (2015): World Wealth Report 2015. Online verfügbar unter <https://www.worldwealthreport.com/download> [abgerufen am 18.05.2016]

Complementa (2016): Pensionskassen stellen sich der Herausforderung. 18. Mai 2016. Zürich. Online verfügbar unter http://complementa.ch/assets/Document/213/160518_Medienmitteilung_RCU2016_DE.pdf [abgerufen am 26.05.2016]

Credit Suisse (Hrsg.) (2016a): Schweizer Immobilienmarkt 2016. Vertreibung aus dem Paradies. Unter Mitarbeit von Centola, L./Hasenmaile, F. Online verfügbar unter <http://publications.credit-suisse.com/index.cfm/publikationen-shop/schweizer-wirtschaft/swiss-real-estate-market-2016-de/> [abgerufen am 19.04.2016]

Credit Suisse (2016b): Credit Suisse Hypothekenzinsprognosen. Die Zinssätze von Fix-Hypotheken sind wieder auf Tiefstständen. Online verfügbar unter <https://www.credit-suisse.com/media/production/pb/docs/privatkunden/hypotheken/hypo-prognosen-de.pdf> [abgerufen am 15.06.2016]

Crowdhouse (2016a): Alle Immobilien. Hrsg. v. Bricks & Bytes. Online verfügbar unter <https://crowdhouse.ch/de/property/> [abgerufen am 15.06.2016]

Crowdhouse (2016b): Crowdhouse. Die Plattform um Miteigentum an Schweizer Rendite-Immobilien zu erwerben. Hrsg. v. Bricks & Bytes. Online verfügbar unter <https://crowdhouse.ch/de> [abgerufen am 15.06.2016]

Crowdhouse (2016c): Rechtliches Rahmenwerk. Hrsg. v. Bricks & Bytes. Online verfügbar unter <https://crowdhouse.ch/de/how-it-works> [abgerufen am 15.06.2016]

Den Otter, M. (2013): Schweizer immobilienfonds –Älteste Fondskategorie und noch immer im Schuss. In: Das Geld-Magazin, 3/2013, S. 14. Online verfügbar unter http://www.private.ch/media/2013/03/de/014_Schweizer%20Immobilienfonds.pdf [abgerufen am 17.06.2016]

Drescher, R. (2009): Emittentenrisiko. Wie sicher ist die Bank?, 18.03.2009. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/zertifikate/ratgeber-hintergrund/emittentenrisiko-wie-sicher-ist-die-bank/3137340.html> [abgerufen am 18.06.2016]

- Eckert, J. (2014): Do's and Don'ts im Schweizer Immobilienmarkt, 27.03.2014. Online verfügbar unter www.istfunds.ch/media/275075/4_immobilienmarkt-schweiz_eckert_final.pdf [abgerufen am 04.06.2016]
- Fingas, A. (2013): Private Unterkünfte: Was bieten AirBnB, 9flats und Wimdu? Hrsg. v. Abacho. Online verfügbar unter <http://www.abacho.de/ratgeber/private-unterkunfte-was-bieten-airbnb-und-co/> [abgerufen am 10.06.2016]
- FINMA (2014): Crowdfunding. Online verfügbar unter <https://www.finma.ch/de/~//media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/faktenblaetter/faktenblatt-crowdfunding.pdf?la=de> [abgerufen am 15.06.2016]
- FINMA (2016): Institute und Produkte nach Kollektivanlagengesetz. Online verfügbar unter <https://www.finma.ch/de/bewilligung/institute-und-produkte-nach-kollektivanlagengesetz/> [abgerufen am 02.05.2016]
- Funk, D. L. (2015): Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class. In: Development magazine, Spring 2015. Online verfügbar unter <http://www.naiop.org/en/Magazine/2015/Spring-2015/Development-Ownership/Real-Estate-Takes-Its-Place-as-the-Fourth-Asset-Class.aspx> [abgerufen am 26.06.2016]
- Gamma, W./Frey, H. (2016): «Der Immobilienmarkt ist wie ein Pendel». In: Immobilien - Sonderbund der Finanz und Wirtschaft, Juni 2016. Online verfügbar unter http://www.fuw.ch/wp-content/uploads/2016/06/fuw_immobilien_2016-2.pdf [abgerufen am 07.07.2016]
- Gantenbein, P. (2003): Das Eigenheim als Anlage? Überlegungen aus der Sicht der Portfolio-Theorie. In: NZZ.ch, 25.11.2003. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/article963M3-1.335001> [abgerufen am 17.04.2016]
- Holzhey, M. (2015): Buy-to-let – wo investieren? Hrsg. v. UBS. Online verfügbar unter https://www.ubs.com/global/de/wealth_management/chief-investment-office/investment-views/outlook-ch/_jcr_content/par/accordionbox/linklist_634458309/link_1216280491.2119861687.file/bGluay9wYXRoPS9jb250ZW50L2RhS91YnMvZ2xvYmFsL3dlYWx0aF9t

YW5hZ2VtZW50L3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50X3Jlc2VhcmNoL3Vic19vdXRsb29rX2NoLzIwMTUvcTIvb3VjaC0wMjE1LWRILnBkZg==/ouch-0215-de.pdf.

[abgerufen am 06.06.2016]

Holzhey, M./Saputelli, C. (2016): Schweizer Immobilien. UBS Swiss Real Estate Bubble Index 1Q-2016. Hrsg. v. UBS. Online verfügbar unter https://www.ubs.com/global/de/wealth_management/chief-investment-office/investment-views/bubble-index/_jcr_content/par/columncontrol/col1/linklist/link_0.1350570173.file/bGluay9wYXRoPS9jb250ZW50L2RhbS91YnMvZ2xvYmFsL3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50L3dlYWx0aF9tYW5hZ2VtZW50X3Jlc2VhcmNoL2JlYmJsZV9pbmRleC8yMDE2L3ExL3Vicy1idWJibGUtaW5kZXgtMXEtMjAxNi1kZS5wZGY=/ubs-bubble-index-1q-2016-de.pdf [abgerufen am 04.06.2016]

Jud, D./Steiger, I. (2014): Airbnb in der Schweiz: Was sagt das Mietrecht? In: Jusletter. Online verfügbar unter www.b-legal.ch/images/4_Airbnb_in_der_Schweiz.pdf [abgerufen am 10.06.2016]

Kaufmann, Ph. (2015): Illiquide Anlagen. Global Investor 1. Hrsg. v. Credit Suisse. Online verfügbar unter <http://publications.credit-suisse.com/index.cfm/publikationen-shop/global-investor/global-investor-1-15-de/> [abgerufen am 19.04.2015]

König, Ch. (2014): ETF Courtagen in der Schweiz im Vergleich. Online verfügbar unter <http://www.finanzprodukt.ch/etf/etf-courtage-in-der-schweiz-im-vergleich/>, zuletzt aktualisiert am 14.04.2014 [abgerufen am 23.05.2016]

Martel, A. (2015): Kaufen ist nicht immer günstiger als Mieten. Teure Hotspots. In: NZZ.ch, 04.09.2015. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/kaufen-ist-nicht-immer-guenstiger-als-mieten-1.18607212> [abgerufen am 31.05.2016]

Meinungsplatz.ch (2016): Fragen. Was ist meinungsplatz.ch? Online verfügbar unter <http://chd.meinungsplatz.net/static/index/faq> [abgerufen am 27.04.2016]

- Moore, D. A./Healy, P. J. (2007): The Trouble with Overconfidence. Working Paper. Carnegie Mellon University, Pittsburgh. Tepper School of Business. Online verfügbar unter <http://repository.cmu.edu/tepper/341/> [abgerufen am 24.05.2016]
- Müller, A./Schoch, T. (2014): Vermögenslage der privaten Haushalte. Vermögensdefinitionen, Datenlage und Datenqualität : Forschungsmandat - Schlussbericht. Korr. Version vom 07.04.2014. Unter Mitarbeit von Müller, A./Schoch, T. Hrsg. v. BFS. Neuchâtel 2014. Online verfügbar unter <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/infothek/publ.html?publicationID=5505> [abgerufen am 19.04.2016]
- MV (2015): Airbnb: Streitpunkt Untermiete. Online verfügbar unter <https://www.mieterverband.ch/mv/politik-positionen/news/2015/airbnb-untermiete.html#> [abgerufen am 10.06.2016]
- MVInvest (2016): Schweizerische Immobilienaktien. Online verfügbar unter <http://www.mvinvest.ch/LinkClick.aspx?fileticket=3c7dhzvWISY%3D&tabid=106&language=de-CH> [abgerufen am 17.06.2016]
- NAREIT (2016a): Global Real Estate Investment. How is the Global Listed Property Market Configured? Online verfügbar unter <https://www.reit.com/investing/reit-basics/global-real-estate-investment> [abgerufen am 18.06.2016]
- NAREIT (2016b): <https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>. Online verfügbar unter <https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit> [abgerufen am 18.06.2016]
- o.V. (2009): ETF ist nicht gleich ETF. In: NZZ.ch, 28.01.2009. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/etf-ist-nicht-gleich-etf-1.1805114> [abgerufen am 18.06.2016]
- Partners Group (2016a): Private Investoren. Online verfügbar unter <https://www.partnersgroup.com/de/investoren/private-investoren/> [abgerufen am 20.06.2016]

- Partners Group (2016b): Private Real Estate. Übersicht. Online verfügbar unter <https://www.partnersgroup.com/de/businesses/private-real-estate/uebersicht/> [abgerufen am 20.06.2016]
- Pedersen, M./de Montrichard, Ch. (2015): House View. Years Ahead. Hrsg. v. UBS. Online verfügbar unter https://www.ubs.com/global/de/wealth_management/chief-investment-office/investment-views/2016-and-beyond.html [abgerufen am 25.05.2016]
- Pictet (Hrsg.) (2015): Pictet BVG-Indizes 2015. Eine neue Indexfamilie für Schweizer Pensionskassen. Online verfügbar unter http://complementa.ch/assets/Document/107/Pictet_LPP_Indices_2015_de.pdf [abgerufen am 25.05.2016]
- Prequin (2016): 2016 Preqin Global Real Estate Report. Sample Pages. Online verfügbar unter <https://www.preqin.com/item/2016-preqin-global-real-estate-report/3/13360> [abgerufen am 20.06.2016]
- Raiffeisen (2004): Raiffeisen-Zertifikat Swiss Immo Ac. «Schweizer Immobilienaktien» Basket. Online verfügbar unter [https://www.raiffeisen.ch/raiffeisen/INTERNET/home.nsf/0/E0FD0A601048E372C125721000497307/\\$FILE/Produkteblatt%20Swiss%20Immo%20Ac%20nach%20AnpassungD.pdf](https://www.raiffeisen.ch/raiffeisen/INTERNET/home.nsf/0/E0FD0A601048E372C125721000497307/$FILE/Produkteblatt%20Swiss%20Immo%20Ac%20nach%20AnpassungD.pdf) [abgerufen am 18.06.2016]
- Rudgard, O. (2016): Why you'll soon need a six-figure salary if you want to buy-to-let. In: The Telegraph, 09.06.2016. Online verfügbar unter <http://www.telegraph.co.uk/investing/buy-to-let/why-youll-soon-need-a-six-figure-salary-if-you-want-to-buy-to-le/> [abgerufen am 09.06.2016]
- Schäfer, M. (2015a): Rendite per Rasterfahndung. Immobilien als Anlageobjekte NZZ.ch, 02.02.2015. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/finanzen/rendite-per-rasterfahndung-1.18473622> [abgerufen am 16.04.2016]
- Schäfer, M. (2015b): Wohnen mit Kalkül. Mieten oder Kaufen? In: NZZ.ch, 10.11.2015. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/finanzen/wohnen-mit-kalkuel-1.18643360> [abgerufen am 31.05.2016]

Schäfer, M. (2015c): Das Haus im Portfolio ändert alles. Investieren im Tiefzinsumfeld 9/12. In: NZZ.ch, 14.11.2015. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/finanzen/das-haus-im-portfolio-aendert-alles-1.18646168> [abgerufen am 16.04.2016]

Schwyzer Kantonalbank (Hrsg.) (2015): Konditionen im Anlagegeschäft. Gültig ab 1. Januar 2015. Online verfügbar unter http://www.szkb.ch/docs/default-source/produkte/produktinfo/konditionen_anlagegeschaeft.pdf?sfvrsn=24 [abgerufen am 20.05.2016]

SFAMA (Hrsg.) (2013): Schweizer Immobilienfonds. Eine bewährte Anlageklasse. Online verfügbar unter https://www.sfama.ch/de/publikationen/publikationen/sfama_immobilienfonds-broschuere.pdf/@@download/file [abgerufen am 17.06.2016]

Shirley, A. (2016): The Wealth Report 2016. Hrsg. v. Knight Frank. Online verfügbar unter <http://www.knightfrank.com/wealthreport/> [abgerufen am 26.05.2016]

SIX Swiss Exchange: SPI[®] – Der Index der Schweizer Aktien. Online verfügbar unter https://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/spi_de.html [abgerufen am 27.05.2016]

SIX Swiss Exchange (Hrsg.): Swiss Exchange. Kennzahlen - Geschäftsjahr 2015. Online verfügbar unter <http://www.six-group.com/about/de/home/business-areas/swiss-exchange.html> [abgerufen am 27.05.2016]

SIX Swiss Exchange (2016a): Aktien - Kurse. Online verfügbar unter <https://www.six-swiss-exchange.com/shares/> [abgerufen am 17.06.2016]

SIX Swiss Exchange (2016b): Passive ETFs. Anlageklasse Aktien Themen. Branche Immobilien. Online verfügbar unter https://www.six-swiss-exchange.com/funds/etf_de.html [abgerufen am 03.07.2016]

SIX Swiss Exchange (2016c): Special Industry Index (SXI[®])-Familie. Online verfügbar unter <https://www.six-swiss-exchan->

ge.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/sxi/factsheet_realestate_de.pdf
[abgerufen am 16.06.2016]

SIX Swiss Exchange (2016d): SXI REAL ESTATE® FUNDS TR. Online verfügbar unter https://www.six-swiss-exchange.com/indices/security_info_de.html?id=CH0009947406CHF9 [abgerufen am 16.06.2016]

SNB (2015): Vermögen der privaten Haushalte 2014. Weiterer deutlicher Vermögensanstieg wegen Aktienkurs- und Immobilienpreisentwicklung. Medienmitteilung, 20. November 2015. Zürich. Online verfügbar unter https://www.snb.ch/ext/stats/wph/pdf/de/Verm_priv_Haush.pdf [abgerufen am 02.05.2016]

SNB (Hrsg.) (2016): Aktuelle Zinssätze und Devisenkurse. Zinssätze. Online verfügbar unter http://www.snb.ch/de/iabout/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates [abgerufen am 15.07.2016]

Somerset Webb, M. (2016): Buy-to-let investing just became a very, very bad idea. The maths has changed. And the Chancellor and the Bank of England could well change it further. In: The Spectator, 13.02.2016. Online verfügbar unter <http://www.spectator.co.uk/2016/02/buy-to-let-investing-just-became-a-very-very-bad-idea/> [abgerufen am 08.06.2016]

Strohm, D. (2015): Werte zum Anfassen. Beteiligungen an Immobilien. In: NZZ.ch, 12.10.2015. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/nzzas/anlageprodukte/werte-zum-anfassen-1.18627925> [abgerufen am 17.04.2016]

Swiss Fund Data (2016a): Einfache Suche. ETF. Online verfügbar unter <http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/de/funds/overview?performanceMin=&performanceMax=&text=&level1=RealEstate&promoter=&srri=&performanceType=YTD&ETF=on&qualified=&search=search> [abgerufen am 17.06.2016]

Swiss Fund Data (2016b): Fonds/ETF. Online verfügbar unter http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/de/funds/overview?performanceMin=&performanceMax=&text=&level1=RealEstate&promoter=&srri=&performanceType=YTD&ETF=&_qualified=&search=search&max=10&offset=0&sort=publicationName&order=asc [abgerufen am 17.06.2016]

SwissBanking (2014): Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfiananzierungen. Hrsg. v. Schweizerische Bankiervereinigung. Online verfügbar unter http://www.swissbanking.org/shop_popup.htm?ID=1000009 [abgerufen am 18.05.2016]

Swissquote (2016): Kosten und Konditionen. Online verfügbar unter https://www.swissquote.ch/sqw-static/trading/fees/fees_private_clients.jsp [abgerufen am 20.05.2016]

Syz, J. (2006): Strukturierte Produkte für Portfoliodiversifikation einsetzen. Neue Zertifikate erleichtern Investments in Immobilien. In: FuW.ch, 04.02.2006. Online verfügbar unter <http://www.fuw.ch/article/strukturierte-produkte-fr-portfoliodiversifikation-einsetzen/> [abgerufen am 18.06.2016]

Toren, S.; Marmet, D.; Spillmann, J.; Schumacher, B.; Petri, A. (2016): Anlagebarometer. Für Privatanleger / Mai 2016. Hrsg. v. Zürcher Kantonallbank. Online verfügbar unter <https://www.zkb.ch/media/pub/coporate/anlagebarometer/anlagebarometer.pdf> [abgerufen am 25.05.2016]

Vontobel, N. (2015): Ein Volk von Vermietern, 16.05.2015. Online verfügbar unter http://www.schweizamsonntag.ch/ressort/wirtschaft/ein_volk_von_vermietern/ [abgerufen am 02.05.2016]

Weinstock, S. (2009): Morgan Stanley expects 60% Q4 write-downs. Online verfügbar unter https://www.perenews.com/News_And_Analysis/2009/March/News/Morgan_Stanley_expects_60_Q4_write-downs/ [abgerufen am 20.06.2016]

Zwick, D. (2005): Anleger setzen auf Immobilien-Zertifikate. In: Handelsblatt.com, 28.08.2005. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/zertifikate/nachrichten/produkte-auf-einzelne-aktien-erobern-den-markt-anleger-setzen-auf-immobilien-zertifikate/2544052.html> [abgerufen am 18.06.2016]

Verzeichnis der Experteninterviews

Name, Vorname	Funktion/Firma	Datum	Ort
Höhn, Michael	Kundenberater Private Banking Lombard Odier	10.05.2016	Zürich
Itten, Manuel (ohne Fragebogen)	CFO, Mobimo	20.06.2016	Küsnacht
Keller, Lorenz	Leiter Private Banking Pfäffikon Schwyzer Kantonalbank	16.06.2016	Pfäffikon SZ
König, Christoph	Kundenberater Private Banking UBS	02.06.2016	Zürich
Merz, Hans	Privatier (ehemals Kundenberater UHNW, UBS)	12.05.2016	Zollikerberg
Pfister, Dominik	Leiter Markt und Vertrieb Raiffeisen Höfe	06.06.2015	Pfäffikon SZ
Schwitz, Dominik	Teamleiter Single Family Offices, Premium Clients, Credit Suisse	20.06.2016	Zürich
Waeber, Markus	Portfolio Manager, ZKB (ehemals Equity Research Analyst)	04.05.2016	Zürich
Ziltener, Gabriela	Leiterin Anlageprodukte Raiffeisen Schweiz	31.05.2016	St. Gallen
Objektbesichtigung (ohne Fragebogen)	Crowdhouse, Lukasstrasse 36a	24.11.2015	St. Gallen

Anhang

Anhang 1: Fragebogen für die quantitative Studie – Online-Panel (Deutsch)

Screening

1) Ihr Alter in Jahren?

 Pflicht Reihenfolge: Fix

9 9

2) Geschlecht

 Pflicht Reihenfolge: Fix

Geschlecht

Frau

₁

Mann

₂

3) Postleitzahl Ihres Wohnortes?

 Pflicht Reihenfolge: Fix

9 9 9 9

4) Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?

 Pflicht Reihenfolge: Fix

Mieter(in)

₁

Eigentümer(in)

₂

5) Wie hoch schätzen Sie Ihr Haushalts-Nettovermögen?

Das Haushalts-Nettovermögen (netto = abzüglich Schulden) beinhaltet Bargeld, Sparguthaben, Wertpapiere, selbstbewohnte oder vermietete Immobilien (nur Eigenkapital, ohne Hypothek), Autos, Uhren, Kunst, Schmuck, etc.

Jedoch ohne das Vorsorgevermögen, d.h. ohne 2. oder 3. Säule.

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	
---	------------------	--

Haushalts-Nettovermögen (in CHF)

- | | | |
|-------------------|-------------------------|--------------------------------------|
| Kein Vermögen | <input type="radio"/> 1 | → Abbruch |
| 1 – 49'999 | <input type="radio"/> 2 | → Abbruch |
| 50'000 – 99'999 | <input type="radio"/> 3 | → Abbruch
ausser falls Frage 4)=2 |
| 100'000 – 249'999 | <input type="radio"/> 4 | |
| 250'000 – 499'999 | <input type="radio"/> 5 | |
| 500'000 – 999'999 | <input type="radio"/> 6 | |
| 1 Mio. – 2 Mio. | <input type="radio"/> 7 | |
| 2 Mio. – 5 Mio. | <input type="radio"/> 8 | |
| Mehr als 5 Mio. | <input type="radio"/> 9 | |

Aufteilung des Vermögens - Asset Allokation

6) In welche Anlagen ist Ihr Haushalts-Nettovermögen investiert?

(Ohne Vorsorgevermögen, d.h. ohne 2. oder 3. Säule)

Summe muss 100% ergeben, bitte nehmen Sie sich etwas Zeit für die Aufteilung, diese Frage ist sehr wichtig für die Studie.

	Pflicht	Reihenfolge: Fix	Summencheck = 100%
---	---------	------------------	--------------------

	Anlage	Erklärung	
A	Selbstbewohnte Immobilie/n	nur eingebrachtes Eigenkapital (d.h. Preis minus Hypothek bei Erwerb)	%
B	Vermietete Immobilie/n	nur eingebrachtes Eigenkapital (d.h. Preis minus Hypothek bei Erwerb)	%
C	Liquidität	Bargeld, Privat- und Sparkonti, Geldmarktanlagen, etc.	%
D	Obligationen	inkl. Kassenobligationen, inkl. Obligationenfonds	%
E	Aktien	inkl. Aktienfonds; ausgenommen Immobilienaktien, REITs* oder Aktien der eigenen Unternehmung	%
F	Indirekte Immobilienanlagen	Immobilienfonds, Immobilien-ETFs**, Immobilienaktien, REITs, Strukturierte Produkte auf Immobilien	%
G	Alternative Investments	z.B. Hedge Funds, Private Equity, Rohstoffe, Edelmetalle, Strukturierte Produkte (ausser auf Immobilien)	%
H	Eigene Unternehmung	z.B. Einzelfirma, Kollektivgesellschaft, GmbH oder AG (nur Eigenkapital)	%
I	Sonstiges	z.B. Autos, Uhren, Kunst, Schmuck	%
	Summe		100%

* REIT: Real Estate Investment Trust ist eine (nicht-schweizerische) Immobilien-Kapitalgesellschaft

** ETF: Exchange Traded Fund ist ein börsengehandelter Anlagefond

7) Wie würden Sie Ihr Verhältnis zu Risiken in Bezug auf Anlagen bzw. Finanzen einschätzen?

Bitte wählen Sie die Aussage, die am besten zutrifft.

 Pflicht Reihenfolge: Fix

Umgang mit Risiken

- Ich bin sehr risikoscheu und möchte auf keinen Fall Verluste mit meinen Anlagen erleiden. 1
- Ich bin etwas risikoscheu und möchte, wenn überhaupt, nur kleine Verluste (bis 5% des Vermögens pro Jahr) in gewissen Jahren erleiden. 2
- Ich kann in schlechten Jahren Verluste (5-10% des Vermögens pro Jahr) verkraften, wenn ich in anderen Jahren dafür eine gute Rendite erwirtschaftete. 3
- Ich nehme bewusst hohe Verlustrisiken in Kauf (10-20% des Vermögens pro Jahr) und weiss, dass ich dafür wahrscheinlich in guten Jahren eine höhere Rendite erwirtschaften kann. 4
- Ich nehme sehr hohe Verlustrisiken in Kauf (mehr als 20% pro Jahr), wenn das Renditepotenzial dafür stimmt. 5

8) Haben Sie bei der Bank, bei der Sie Ihre Hypothek haben / Ihre Anlagen tätigen, einen persönlichen Kundenberater bzw. eine persönliche Kundenberaterin?

 Pflicht Reihenfolge: Fix

Kundenberater(in)

- Ja 1
- Nein 2
- Weiss nicht 3

9) Sie haben angegeben, *indirekte Immobilienanlagen* zu besitzen. Was waren die Gründe / Motive für diese Anlageform?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Filter: Frage 6)F >0% Min. 20 Zeichen
---	------------------	--

10) Sie haben angegeben, *indirekte Immobilienanlagen* zu besitzen. In welche Produkte investieren Sie?

Bitte markieren Sie alle zutreffenden

 Pflicht	Reihenfolge: Randomisiert	Filter: Frage 6)F >0%
---	---------------------------	-----------------------

Indirekte Immobilienanlagen	Trifft zu
A Immobilienfonds	<input type="checkbox"/>
B Immobilien-ETFs	<input type="checkbox"/>
C Immobilienaktien	<input type="checkbox"/>
D REITs	<input type="checkbox"/>
E Strukturierte Produkte auf Immobilien	<input type="checkbox"/>
F Andere: _____	<input type="checkbox"/>
Z Keine / Weiss nicht	<input type="radio"/>

11) In welchem Ausmass stimmen Sie den folgenden Aussagen zu?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Filter: A-C nur wenn 10)A oder B Filter: D-F nur wenn 10)C oder D
---	------------------	--

Aussage	Lehne völlig ab	Stimme völlig zu	Weiss nicht
A Immobilienfonds/-ETFs sind eine sichere Anlage	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
B Immobilienfonds/-ETFs erreichen eine höhere Rendite als Obligationen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
C Immobilienfonds/-ETFs haben ein kleineres Risiko als Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Aussage	Lehne völlig ab	Stimme völlig zu	Weiss nicht
D Immobilienaktien/REITs sind eine sichere Anlage	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
E Immobilienaktien/REITs erreichen eine höhere Rendite als Aktien anderer Unternehmen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
F Immobilienaktien/REITs haben ein kleineres Risiko als Aktien anderer Unternehmen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

12) Sie haben angegeben, **keine indirekten Immobilienanlagen** zu besitzen. In welchem Ausmass stimmen Sie den folgenden Aussagen zu?

 Pflicht Reihenfolge: Randomisiert Filter: Frage 6)F = 0% oder leer

Aussage	Lehne völlig ab	Stimme völlig zu	Weiss nicht
A Ich investiere nicht in indirekte Immobilienanlagen, weil ich bereits eine selbstbewohnte Immobilie besitze und nicht noch mehr Immobilien-Risiko tragen möchte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
B Indirekte Immobilienanlagen sind mir als Anlageklasse nicht geläufig oder nicht bekannt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
C Indirekte Immobilienanlagen sind mir generell zu risikoreich	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
D Indirekte Immobilienanlagen erzielen eine tiefere Rendite als andere Anlagen, z.B. Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
E Indirekte Immobilienanlagen wurden mir nie empfohlen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

13) Wie lange ist Ihr Anlagehorizont auf den verschiedenen Anlagekategorien
- d.h. wie lange planen Sie, Ihre Anlagen zu behalten?

 Pflicht Reihenfolge: Fix Nur jene Kategorien einblenden, die gemäss 6) >0

Anlagekategorie		1 – 5 Jahre	6 – 10 Jahre	11 – 20 Jahre	21 – 30 Jahre	Über 30 Jahre	Weiss nicht
A	Selbstbewohnte Immobilie/n	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
B	Vermietete Immobilie/n	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
C	Liquidität	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
D	Obligationen	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
E	Aktien	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
F	Indirekte Immobilienanlagen	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
G	Alternative Investments	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
H	Eigene Unternehmung	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
I	Sonstiges	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉

Fragen zum Wohneigentum oder zur Miete

Sie haben angegeben, **Wohneigentümer(in)** zu sein. Nun noch einige Fragen dazu:

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

14) Haben Sie Ihr Eigenheim gekauft oder geerbt?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

Wohneigentum

- Gekauft ₁
- Geerbt ₂
- Teils gekauft, teils geerbt ₃

15) In welchem Jahr haben Sie die Wohnimmobilie gekauft bzw. geerbt?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

9	9	9	9
---	---	---	---

16) Stellt diese Immobilie für Sie eher eine Finanzanlage dar oder steht eher der persönliche Gebrauch im Vordergrund?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

Wohneigentum

- Ist eine Finanzanlage ₁
- Ist ein Gebrauchsobjekt ₂
- Ist beides ₃

17) Welches sind die wichtigsten Gründe, dass Sie Eigenheimbesitzer geworden sind?

Bitte ziehen Sie jene Gründe (max. 3) in das Feld auf der rechten Seite, die bei Ihnen ausschlaggebend waren, den wichtigsten zuerst, danach den zweitwichtigsten.

 Pflicht	Reihenfolge: Randomisiert	Drag & Drop (max. 3) Nur, wenn 4) = 2
---	---------------------------	--

Gründe für Wohneigentum

- | | | |
|---|--|----------------|
| A | Aufgrund meiner Familiensituation (z.B. Kinder, ...) | Auswahlbereich |
| B | Weil es mein (Lebens)-Traum war | Sortierbereich |
| C | Wohneigentum ist günstiger als Miete | |
| D | Weil ich es mir leisten kann / gönnen möchte | |
| E | Günstiges / attraktives Angebot gefunden | |
| F | Weil ich gerne handwerklich / im Garten tätig bin | |
| G | Weil ich die Immobilie geerbt habe | |
| H | Als Kapitalanlage / Vorsorge für das Alter | |
| I | Aus steuerlichen Überlegungen | |
| J | Weil meine Kollegen auch Wohneigentum haben | |
| K | Aus Portfolio-Überlegungen / Diversifikationsgründen | |
| Z | Andere _____ | |

18) Sie haben angegeben, dass Sie als Mieter wohnen. Welches sind die wichtigsten Gründe, dass Sie **kein Wohneigentum** erworben haben?

Bitte ziehen Sie mit der Maus jene Gründe (max. 3) in das Feld auf der rechten Seite, die bei Ihnen ausschlaggebend waren, den wichtigsten zuerst, danach den zweitwichtigsten.

 Pflicht	Reihenfolge: Randomisiert	Drag & Drop (max. 3) Nur, wenn 4) = 1
---	---------------------------	--

Gründe für Miete

- | | | |
|---|---|----------------|
| A | Immobilien sind zu teuer / ich kann es mir nicht leisten | Auswahlbereich |
| B | Der Immobilienmarkt ist übersteuert, ich warte auf einen günstigeren Zeitpunkt zum Kaufen | Sortierbereich |
| C | Mir fehlt das notwendige Eigenkapital | |
| D | Habe noch nicht das richtige Objekt gefunden, das meinen Wünschen entspricht | |
| E | Aus steuerlichen Überlegungen | |
| F | Aufgrund meiner Familiensituation (z.B. Kinder, ...) | |
| G | Mieten ist billiger als Kaufen | |

- H Miete ist flexibler als Kauf
- I Ich möchte mich nicht um die Verwaltung / Reparaturen etc. kümmern
- J Warte darauf, dass ich Wohneigentum erbe
- K Aus Portfolio-Überlegungen / Diversifikationsgründen
- Z Andere _____

19) Sie haben angegeben, Eigentümer einer (oder mehrerer) vermieteten Immobilie/n zu sein; haben Sie diese Immobilie/n gekauft oder geerbt?



Pflicht

Reihenfolge: Fix

Nur, wenn 6)B > 0

Vermietete Immobilie/n

Gekauft

1

Geerbt

2

Teils gekauft, teils geerbt

3

Statistik / Soziodemographie

20) Wie setzt sich Ihr Haushalt zusammen?

	Pflicht	Reihenfolge: Fix	Autosumme
	Personengruppe		Anzahl
A	Erwachsene Personen		
B	Kinder bis Alter 7		
C	Kinder / Jugendliche 7-18 Jahre		
Z	Total		Autosumme

21) Welches ist Ihre momentane berufliche Situation?

	Pflicht	Reihenfolge: Fix
---	---------	------------------

Berufliche Situation

- Student / in Ausbildung 1
- Selbständig erwerbend / Unternehmer(in) 2
- Angestellt (Voll- oder Teilzeit) 3
- Hausfrau / Hausmann 4
- Pensioniert 5
- Anderes 99

22) Welches ist Ihr höchster Schulabschluss?

	Pflicht	Reihenfolge: Fix
---	---------	------------------

Bildung

- Obligatorische Grundschule 1
- Lehre / KV / Berufsschule 2
- Maturität / BMS / Gymnasium 3
- Universität / ETH / Hochschule / Technikum / MBA 4
- Keine Angabe 99

23) Sind Sie in der Schweiz stimmberechtigt?**Pflicht**

Reihenfolge: Fix

Stimmberechtigt

Ja

 1

Nein

 2**24) Wie hoch ist ungefähr Ihr monatliches Brutto-Haushaltseinkommen?****Pflicht**

Reihenfolge: Fix

Monatliches Brutto-Haushalts-Einkommen (Jahres-Bruttoeinkommen geteilt durch 12)

Bis CHF 4'000

 1

CHF 4'001 – 8'000

 2

CHF 8'001 – 12'000

 3

CHF 12'001 – 15'000

 4

Mehr als CHF 15'000

 4

Keine Angabe

 99

Anhang 2: Fragebogen für die quantitative Studie – Online-Panel (Französisch)

Screening

1) Quel âge avez-vous?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	
---	------------------	--

9	9
---	---

2) Êtes-vous:

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	
---	------------------	--

Sexe	
Une femme	<input type="radio"/> ₁
Un homme	<input type="radio"/> ₂

3) Veuillez s.v.p. indiquer votre code postal

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	
---	------------------	--

9	9	9	9
---	---	---	---

4) Êtes-vous / votre ménage locataire ou propriétaire de votre maison ou appartement de domicile ?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	
---	------------------	--

Locataire	<input type="radio"/> ₁
Propriétaire	<input type="radio"/> ₂

5) Combien représente le patrimoine net de votre ménage?

Le patrimoine net (net = déduction faite des dettes) contient: liquidités, comptes d'épargne, valeurs mobilières, valeurs immobilières (soit en tant que propriétaire ou loueur/se; en tenant compte uniquement de votre capital propre, donc sans hypothèque), y compris voitures, montres, objets d'arts, bijoux, etc. Ici, le patrimoine de prévoyance, soit vos éventuels 2e et 3e pilier, n'est pas pris en compte.

 Pflicht	Reihenfolge: Fix
---	------------------

Patrimoine net (en CHF)		
Pas de patrimoine	<input type="radio"/> ₁	➔ Abbruch
1 – 49'999	<input type="radio"/> ₂	➔ Abbruch
50'000 – 99'999	<input type="radio"/> ₃	➔ Abbruch ausser falls Frage 4)=2
100'000 – 249'999	<input type="radio"/> ₄	
250'000 – 499'999	<input type="radio"/> ₅	
500'000 – 999'999	<input type="radio"/> ₆	
1 million – 2 millions	<input type="radio"/> ₇	
2 millions – 5 millions	<input type="radio"/> ₈	
Plus de 5 millions	<input type="radio"/> ₉	

Répartition du patrimoine – Allocation de votre capital

6) Quels sont les instruments d'investissement que vous avez choisis pour le patrimoine net de votre ménage, indication en pour cent?

(Sans la fortune de prévoyance, c'est-à-dire sans les éventuels 2e et 3e pilier)

La somme doit donner 100%. Accordez-vous le temps nécessaire pour bien déterminer l'allocation personnelle de votre capital. En effet, cette question est primordiale pour les résultats de l'enquête.

	Pflicht	Reihenfolge: Fix	Summencheck = 100%
---	---------	------------------	--------------------

	Bien investi	Description	
A	Immeuble occupé par vous-même	Uniquement apport personnel (soit prix moins l'hypothèque à l'achat)	%
B	Immeuble(s) loué(s)	Uniquement apport personnel (soit prix moins l'hypothèque à l'achat)	%
C	Liquidités	Argent liquide, comptes personnels et comptes d'épargne, dépôts à terme, etc.	%
D	Obligations	Position comprend aussi les obligations de caisse et les fonds d'obligations	%
E	Actions	Les fonds d'actions sont inclus; les actions des sociétés immobilières, REITs* ou actions de la propre entreprise sont exclus	%
F	Titres valeurs immobilières indirects	P.ex. fonds et ETFs** de placement immobiliers, actions des sociétés immobilières, REITs, produits structurés immobiliers	%
G	Investissements alternatifs	P.ex. Hedge Funds, Private Equity, matières premières, métaux précieux, produits structurés (excepté sur titres valeurs immobiliers)	%
H	Votre entreprise	P.ex. société individuelle, société en nom collectif, S.A.R.L. ou S.A. (seulement capital propre)	%
I	Divers	P.ex. voitures, montres, objets d'arts, bijoux	%
	Somme		100%

* REIT: Real Estate Investment Trust est une forme de société immobilière à l'étranger

** ETF: Exchange Traded Fund est un fond d'investissement négocié en bourse

7) Quelle est votre attitude face aux risques de vos investissements financiers:

Veuillez choisir la proposition qui vous correspond au mieux:

 **Pflicht** | Reihenfolge: Fix

Attitude concernant les risques	
J'ai une très grande aversion aux risques et je ne veux en aucun cas, subir de pertes avec mes placements.	<input type="radio"/> 1
J'ai une aversion modeste aux risques et ne suis disposé(e) qu'à subir de petites pertes (moins de 5% par année).	<input type="radio"/> 2
Lors de mauvaises années, je pourrais supporter des pertes (5-10% de la fortune par année), pour autant que de bons rendements soient atteints lors des autres années.	<input type="radio"/> 3
Je suis conscient/e de prendre des risques de pertes (10-20% de la fortune par année), car je pense que je peux probablement bénéficier de rendements plus élevés pendant les bonnes années.	<input type="radio"/> 4
Je prends des risques de perte très élevés (plus de 20% par année), pour autant que le potentiel de rendement par rapport aux risques soit justifié.	<input type="radio"/> 5

8) Bénéficiez-vous des services d'un conseiller personnel auprès de votre banque hypothécaire ou de gestion ?

 **Pflicht** | Reihenfolge: Fix

Conseiller personnel	
Oui	<input type="radio"/> 1
Non	<input type="radio"/> 2
Je ne sais pas.	<input type="radio"/> 3

13) Quel est votre horizon temps pour vos investissement? Ou encore: combien de temps pensez-vous garder vos instruments de placement, selon le type de placement?

 Pflicht Reihenfolge: Fix Nur jene Kategorien einblenden, die gemäss 6) >0

	Type de placement	1 – 5 années	6 – 10 années	11 – 20 années	21 – 30 années	Plus de 30 années	Je ne sais pas
A	Immeuble occupé par vous-même	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
B	Immeuble(s) loué(s)	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
C	Liquidité	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
D	Obligations	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
E	Actions	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
F	Titres valeurs immobiliers indirects	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
G	Investissements alternatifs	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
H	Votre entreprise	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉
I	Divers	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅	<input type="radio"/> ₉₉

Questions sur la propriété ou le loyer

Vous avez indiqué que vous habitez dans votre propre bien immobilier. Quelques questions à ce sujet:

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

14) Est-ce que vous avez acquis votre propriété ou s'agit-il d'un héritage?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

Propriété	
Acquis	<input type="radio"/> 1
Héritage	<input type="radio"/> 2
En partie acquis, en partie héritage	<input type="radio"/> 3

15) En quelle année l'avez-vous acquise ou héritée?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

9	9	9	9
---	---	---	---

16) Votre propriété représente-elle plutôt un placement financier ou plutôt une utilisation personnelle?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 4) = 2
---	------------------	------------------

Propriété	
C'est un placement financier.	<input type="radio"/> 1
C'est une utilisation personnelle.	<input type="radio"/> 2
Autant l'un que l'autre	<input type="radio"/> 3

17) Quelles sont les raisons pour lesquelles vous êtes devenu(e) propriétaire?

Veillez s.v.p. glisser tirer (drag & drop) les raisons choisies (max. 3) vers le cadre de droite, par importance, la plus importante en premier.

 Pflicht	Reihenfolge: Randomisiert	Drag & Drop (max. 3) Nur, wenn 4) = 2
---	---------------------------	--

	Raisons pour être devenu(e) propriétaire	
A	À cause de la situation de famille, p. ex. des enfants	Auswahlbereich Sortierbereich
B	Parce que ça a toujours été mon rêve.	
C	Être propriétaire est moins cher que louer.	
D	Parce que j'ai les moyens de m'offrir une propriété.	
E	J'ai trouvé une offre avantageuse.	
F	Parce que j'aime travailler artisanalement / faire du jardinage.	
G	J'ai hérité de l'objet immobilier.	
H	Comme placement financier / prévoyance pour la retraite	
I	Pour des raisons fiscales	
J	Parce que mes amis sont aussi devenus propriétaires.	
K	Pour des raisons de portefeuille / de diversification	
Z	Autres _____	

18) Vous avez indiqué, que vous êtes locataire. Quelles en sont les raisons et pourquoi n'êtes-vous pas devenu(e) propriétaire?

Veillez s.v.p. glisser tirer (drag & drop) les raisons choisies (max. 3) vers le cadre de droite, par importance, la plus importante en premier.

 Pflicht	Reihenfolge: Randomisiert	Drag & Drop (max. 3) Nur, wenn 4) = 1
---	---------------------------	--

	Raisons pour être locataire et pas propriétaire	
A	L'immobilier est trop chers et je n'en ai pas les moyens.	Auswahlbereich Sortierbereich
B	L'immobilier est actuellement trop cher; j'attends une correction du marché immobilier pour ainsi acheter à moindre prix.	
C	Je n'ai pas encore le capital propre nécessaire.	
D	Je n'ai pas encore trouvé l'objet immobilier approprié qui satisfasse à toutes mes exigences.	
E	Pour des raisons fiscales	
F	A cause de la situation familiale, p. ex. des enfants	
G	Louer est moins cher qu'être propriétaire.	

H	Comme locataire, je reste plus flexible.	
I	Je ne veux pas m'occuper d'administration / des réparations etc.	
J	Je vais hériter une propriété.	
K	Pour des raisons de portefeuille / de diversification	
Z	Autres _____	

19) Vous avez indiqué que vous êtes propriétaire d'un bien immobilier que vous louez à des tiers. L'avez-vous acquis ou hérité?

	Pflicht	Reihenfolge: Fix	Nur, wenn 6)B >0
---	---------	------------------	------------------

Bien immobilier loué	
Acquis	<input type="radio"/> ₁
Hérité	<input type="radio"/> ₂
En partie acquis, en partie hérité	<input type="radio"/> ₃

Statistique / profil sociodémographique

20) Combien de personnes habitent dans votre ménage?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix	Autosumme
---	------------------	-----------

	Groupe de personnes	Nombre
A	Adultes	
B	Enfants jusqu'à 7 ans	
C	Enfants et jeunes de 7 à 18 ans	
Z	Total	Autosumme

21) Veuillez s.v.p. indiquer votre situation d'emploi actuel

 Pflicht	Reihenfolge: Fix
---	------------------

Situation d'emploi	
Étudiant(e) / en formation	<input type="radio"/> ₁
Activité indépendante / entrepreneur(se)	<input type="radio"/> ₂
Employé(e) (plein-temps ou partiel)	<input type="radio"/> ₃
Femme / homme au foyer	<input type="radio"/> ₄
Retraité(e)	<input type="radio"/> ₅
Autres	<input type="radio"/> ₉₉

22) Quel niveau de formation avez-vous atteint?

 Pflicht	Reihenfolge: Fix
---	------------------

Formation	
École primaire ou secondaire obligatoire	<input type="radio"/> ₁
Apprentissage / école de commerce / école professionnelle	<input type="radio"/> ₂
Baccalauréat / maturité professionnelle / lycée	<input type="radio"/> ₃
Université / EPF / École supérieure / École technique / MBA	<input type="radio"/> ₄
Pas d'indication	<input type="radio"/> ₉₉

23) Avez-vous le droit de vote en Suisse?



Pflicht

Reihenfolge: Fix

Droit de vote	
Oui	<input type="radio"/> ₁
Non	<input type="radio"/> ₂

24) Quel est le revenu brut total mensuel de votre ménage ?



Pflicht

Reihenfolge: Fix

Revenu brut mensuel (revenu annuel total divisé par 12 mois)	
Jusqu'à CHF 4'000	<input type="radio"/> ₁
CHF 4'001 – 8'000	<input type="radio"/> ₂
CHF 8'001 – 12'000	<input type="radio"/> ₃
CHF 12'001 – 15'000	<input type="radio"/> ₄
Plus de CHF 15'000	<input type="radio"/> ₄
Pas d'indication	<input type="radio"/> ₉₉

Anhang 3: Fragebogen für die qualitative Studie – Experteninterview

Die Aussagen der Interviewpartner werden in der Regel anonymisiert wiedergegeben. In den Fällen, wo eine Zitierung explizit gewünscht oder erlaubt wird, kann die spezifische Aussage im Text dementsprechend markiert und mit Namen erwähnt werden.

A. Allgemeine Angaben zum Interviewpartner (werden in der Arbeit im Verzeichnis der Interviewpartner aufgeführt)

Vorname, Name:

Ort, Datum, Zeit:

Berufliche Stellung bzw. ehemalige berufliche Stellung:

Firma, Arbeitsort:

Ausbildung:

Alter:

Anzahl Jahre Erfahrung in der Finanz- bzw. Immobilienwirtschaft:

B. Beschreibung Anlagemöglichkeiten und Anlegersegmente

1. Inwiefern haben/hatten Sie in Ihrer aktuellen/ehemaligen beruflichen Stellung mit Anlagemöglichkeiten in Immobilien für private Anleger in der Schweiz zu tun?
2. Welche Anlagemöglichkeiten bzw. Produkte in Immobilien für private Anleger kennen Sie?
3. In welchen Anlagemöglichkeiten bzw. Produkten in Immobilien für private Anleger kennen Sie sich am besten aus bzw. würden Sie sich als Experten bezeichnen?
4. Wie würden Sie die privaten Anleger beschreiben, mit denen Sie es zu tun haben/hatten? – Welche Anlegersegmentierung oder Typologisierung kennen Sie bzw. wenden Sie an?
5. Wie hoch schätzen Sie das typische bzw. durchschnittliche Haushalt-Nettovermögen, d.h. Sparguthaben, Wertschriften, selbstbewohnte oder vermietete Immobilien (nur Eigenkapital, ohne Hypothek), Autos, Uhren, Kunst, Schmuck, etc. ohne Vorsorgevermögen, d.h. ohne 2. oder 3. Säule in Schweizer Franken Ihres Anlegersegments ein?

6. Wie hoch schätzen Sie das typische bzw. durchschnittliche Brutto-Einkommen des gesamten Haushaltes Ihres Anlegersegments ein?

C. Fallbeispiele zu spezifischen Anlegerprofilen

7. Nehmen Sie an, es handelt sich beim **Anleger A1** um folgendes Profil:
- Familienvater, 40 Jahre alt
 - Verheiratet, 2 Kinder (2 und 4 Jahre alt), beide Ehepartner sind berufstätig
 - Mieter einer 4.5-Zimmerwohnung, wohnhaft in der Agglomeration Zürich
 - Haushalt-Nettovermögen ohne 2. oder 3. Säule: CHF 250'000
 - Bruttoeinkommen des Haushalts: CHF 20'000 pro Monat
 - Risiko-Selbsteinschätzung: mittlere Risikoaversion (3 auf einer Skala 1-5)
 - Die Familie plant mittelfristig keine grösseren Anschaffungen in nächster Zeit.

Frage: Welche Asset Allokation würden Sie für das frei investierbare Vermögen von CHF 250'000 empfehlen?

Anlage	Beschreibung/Kommentar	Anteil des Haushalt-Nettovermögens
SUMME		100%

8. Welche Überlegungen stehen hinter der gewählten Asset Allokation bei Anleger A1?

9. Nehmen Sie an, es handelt sich beim **Anleger A2** um dasselbe Profil wie beim Anleger A1 mit folgender Abweichung:
- Die Familie möchte sich mittelfristig ein Eigenheim (Preisvorstellung: CHF 1 Mio.) kaufen, ohne dabei auf die 2. oder 3. Säule zurückgreifen zu müssen.

Frage: Welche Asset Allokation würden Sie für das frei investierbare Vermögen von CHF 250'000 empfehlen?

Anlage	Beschreibung/Kommentar	Anteil des Haushalt- Nettovermögens
SUMME		100%

10. Welche Überlegungen stehen hinter der gewählten Asset Allokation bei Anleger A2?

11. Nehmen Sie an, es handelt sich bei der **Anlegerin B** um folgendes Profil:

- Familienmutter, 52 Jahre alt
- Verheiratet, 2 Kinder (15 und 18 Jahre alt), beide Ehepartner sind berufstätig
- Besitzerin einer 4.5-Zimmerwohnung, wohnhaft in der Stadt Winterthur
- 4.5-Zimmerwohnung hat vor 5 Jahren CHF 1'000'000 gekostet; eingebrachtes Eigenkapital: CHF 250'000
- Haushalt-Nettovermögen ohne 2. oder 3. Säule: CHF 750'000
- Bruttoeinkommen des Haushalts: CHF 20'000 pro Monat
- Risiko-Selbsteinschätzung: risikoscheu (2 auf einer Skala 1-5)
- Die Familie plant mittelfristig keine neuen Anschaffungen.

Frage: Welche Asset Allokation würden Sie für das frei investierbare Vermögen von CHF 500'000 empfehlen?

Anlage	Beschreibung/Kommentar	Anteil des Haushalt- Nettovermögens
Selbstbewohnte Immobilie	nur eingebrachtes Eigenkapital	33%

SUMME		100%
--------------	--	-------------

12. Welche Überlegungen stehen hinter der gewählten Asset Allokation bei Anlegerin B?

13. Nehmen Sie an, es handelt sich bei der **Anlegerin C** um folgendes Profil:

- Familienmutter, 46 Jahre alt
- Verheiratet, 2 Kinder (15 und 18 Jahre alt), beide Ehepartner sind berufstätig
- Besitzerin eines Einfamilienhauses in der Agglomeration Zürich
- Einfamilienhaus hat vor 5 Jahren CHF 1'500'000 gekostet; eingebrachtes Eigenkapital: CHF 500'000
- Haushalt-Nettovermögen ohne 2. oder 3. Säule: CHF 1'500'000
- Bruttoeinkommen des Haushalts: CHF 30'000 pro Monat
- Risiko-Selbsteinschätzung: risikoscheu (2 auf einer Skala 1-5)
- Die Familie plant mittelfristig keine neuen Anschaffungen.

Frage: Welche Asset Allokation würden Sie für das frei investierbare Vermögen von CHF 1.0 Mio. empfehlen?

Anlage	Beschreibung/Kommentar	Anteil des Haushalt-Nettovermögens
Selbstbewohnte Immobilie	nur eingebrachtes Eigenkapital	33%
SUMME		100%

14. Welche Überlegungen stehen hinter der gewählten Asset Allokation bei Anlegerin C?

D. Fragen zum Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz

15. Ab welchem Haushaltsvermögen macht es in Ihren Augen Sinn, in folgende Anlagen zu investieren?

1. Selbstbewohnte Immobilie/n
2. Vermietete Immobilie/n
3. Indirekte Immobilienanlagen

16. Welche Prozentsätze für die Anlage in Immobilien würden Sie für einen Schweizer Anleger mit mittlerer Risikoaversion je nach gesamtem Haushalt-Nettovermögen als ideal erachten? (bitte keine Ranges)

Haushalt- Nettovermögen	CHF 100'001- 250'000	CHF 250'001- 500'000	CHF 500'001- CHF 1 Mio.	CHF 1 Mio. - 2 Mio.	CHF 2 Mio. - 5 Mio.	Mehr als 5 Mio.
Selbstbewohnte Immobilie/n						
Vermietete Immo- bilie/n						
Indirekte Immo- bilienanlagen						
SUMME (= gesamter Anteil an Immobilien- Anlagen in Prozent)						

17. Beobachten Sie, dass es einen Unterschied gibt in der Asset Allokation zwischen Besitzern von Eigenheimen und Mietern?
18. Ab welchem Nettovermögen beobachten Sie, dass das Verhältnis von reinen Anlageimmobilien zu selbstbewohnten Immobilien zunimmt?
19. Wozu glauben Sie, dass Schweizer Anleger die selbstbewohnte Immobilie zählen, was steht im Vordergrund? Die selbstbewohnte Immobilie wird von den meisten Anlegern als
- eine Finanzanlage
 - ein Gebrauchsobjekt
 - beides
- wahrgenommen.
20. Glauben Sie, dass es unterschiedliche Anlagehorizonte zwischen Mietern und Eigentümer von Immobilien gibt? – Bitte begründen Sie Ihre Aussage.

21. Glauben Sie, dass es eine unterschiedliche Risikoeinschätzung gibt zwischen Mietern und Eigentümer von Immobilien? – Bitte begründen Sie Ihre Aussage.
22. Falls ja, glauben Sie, dass sich diese unterschiedliche Risikoeinschätzung in der Asset Allokation der Mieter bzw. Eigentümer widerspiegelt? – Bitte begründen Sie Ihre Aussage?
23. Glauben Sie, dass der Anteil an direkten/indirekten Immobilien-Anlagen abhängig davon ist, ob der Anleger einen persönlichen Kundenberater bei seiner Bank hat? – Bitte begründen Sie Ihre Aussage.
24. Von welchen anderen Faktoren glauben Sie, dass der Anteil an direkten/indirekten Immobilien-Anlagen abhängig ist?

Anlage	Einflussfaktoren
Selbstbewohnte Immobilie/n	
Vermietete Immobilie/n	
Indirekte Immobilienanlagen	

Anhang 4: Beschreibung ausgewählter Behavioural Biases

Mental Accounting

Mental Accounting beschreibt das Phänomen, dass Anleger in unterschiedlichen Konten (engl. Accounts) denken, so dass Gewinne oder Verluste unterschiedlich wahrgenommen werden und dadurch ein unterschiedliches Verhalten auslösen.²²⁸ Dies kann dazu führen, dass Anleger – ähnlich wie in Budgetprozessen von Unternehmen – geistige Konten anlegen, so dass pro Anlageklasse oder sogar pro Position eine separate Buchhaltung geführt wird.²²⁹ Diese Buchhaltung bestimmt das Anlageverhalten, d.h. die konkreten Kauf- oder Verkaufsentscheide. Somit verliert der Anleger das Gesamtbild, die sogenannte Portfoliooptik. Der Investor versucht, jede Position einzeln und nach unterschiedlichen Messkriterien zu bewirtschaften und fällt somit für das Gesamtportfolio ungünstige Entscheide, was als irrational zu werten ist.²³⁰ Diese suboptimalen Entscheide rühren unter anderem auch daher, dass durch die Sicht auf einzelne Konten die Korrelationen zwischen den Konten bzw. Positionen nicht berücksichtigt werden.²³¹

Availability Bias

Der Availability Bias, auch Verfügbarkeitsheuristik genannt,²³² beschreibt die Tendenz, dass Individuen die Häufigkeit oder Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses aufgrund der Verfügbarkeit einschätzen, solche Ereignisse aus dem Gedächtnis abzurufen. Diese Heuristik ist zwar hilfreich bei der Schätzung, beruht aber nicht auf den Faktoren der effektiven Häufigkeiten oder Wahrscheinlichkeiten und führt somit zu Verzerrungen.²³³ Eine Situation, in welcher der Availability Bias auch zum Tragen kommt, ist, wenn private Anleger diejenigen Wertpapiere, insbesondere Aktien von Unternehmen, kaufen, welche kürzlich in den Medien erwähnt worden sind. So führt eine erhöhte Informationsdichte zu einem Investitionsentscheid. Dies im Gegensatz zu institutionellen Anlegern, welche gemäss empirischen Untersuchungen das Kaufverhalten aufgrund erhöhter Medienaufmerksamkeit nicht aufweisen.²³⁴

²²⁸ Vgl. Kahneman, D./Tversky, A. 1984, S. 341-350

²²⁹ Vgl. Thaler 1999, S. 193

²³⁰ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 266

²³¹ Vgl. Hens, Th./Bachmann, K. 2008, S. 83

²³² Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 266-269

²³³ Vgl. Tversky, A./Kahnemann, D. 1974, S. 1127

²³⁴ Vgl. Barber, B. M./Odean, T. 2008, S. 813

In diesen Zusammenhang gehört ebenfalls die Verzerrung durch verfügbare Informationen bei der Bewertung von Immobilien durch professionelle Bewerter. Es wurde empirisch festgestellt, dass die Gewichtung von Informationen abhängig davon ist, in welcher Reihenfolge diese zur Verfügung stehen bzw. verarbeitet werden, so dass tendenziell neueren Information mehr Gewicht zugesprochen wird als älteren.²³⁵ Man spricht dabei auch vom Räzenzeffekt (engl. Recency Effect).²³⁶

Confirmation Bias

Der Confirmation Bias, auch Bestätigungsheuristik genannt, besagt, dass das menschliche Verhalten dazu tendiert, Informationen mehr zu gewichten, welche die bestehende Meinung über einen Zusammenhang bestätigen, z.B. über einen Wert einer Aktie oder einer Immobilie. Insbesondere ist bei der Bewertung von Immobilien untersucht worden, ob professionelle Bewerter diejenigen Informationen übergewichten, welche die aktuelle Bewertung bestätigen und in der Folge neueren oder zusätzlichen Informationen zu wenig Beachtung schenken. In einer vielbeachteten Studie konnte dieser Zusammenhang aber nicht bestätigt werden.²³⁷

Anchoring and Adjusting

Das Anchoring, oder auch Ankerheuristik oder Ankereffekt genannt,²³⁸ beschreibt das Verhaltensmuster, bei welchem Individuen bei der Schätzung einer Häufigkeit oder Wahrscheinlichkeit auf einen Ankerwert zurückgreifen und von diesem aus eine angepasste (engl. Adjusting) Schätzung vornehmen. Dieser gedankliche Anker kann rein zufällig, z.B. durch ein Glücksrad ermittelt, oder auch historisch gegeben sein, z.B. der Jahresschlusskurs eines Börsenindizes.²³⁹

Der Anker- und Anpassungseffekt ist auch bei professionellen Immobilienbewertern untersucht worden. Dabei wurde festgestellt, dass auch professionelle Bewerter sich von der bisherigen Bewertung (oder auch vom Angebotspreis) beeinflussen lassen, diese als Anker nehmen und dann eine angepasste Bewertung vornehmen.²⁴⁰ Dieses Denken

²³⁵ Vgl. Gallimore 1994, S. 106-107

²³⁶ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 268

²³⁷ Vgl. Gallimore 1996, S. 270

²³⁸ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 269-270

²³⁹ Vgl. Tversky, A./Kahnemann, D. 1974, S. 1128-1129

²⁴⁰ Vgl. Gallimore 1994, S. 98-106

kann zu Verzerrungen durch eine zu geringe Berücksichtigung oder Gewichtung von neuen Informationen führen und zu dementsprechenden Fehleinschätzungen.

Representativeness Bias

Der Representativeness Bias, oder auch Repräsentativitätsheuristik genannt,²⁴¹ beschreibt vereinfacht die menschliche Neigung, von sich bzw. den eigenen Erfahrungen, auf eine grössere Anzahl, eine Gruppe oder gar die Allgemeinheit zu schliessen. Dies wird oft auch als das „Gesetz der kleinen Zahl“ (engl. law of small numbers) genannt, so dass Individuen ihre kleine Anzahl persönlicher Erfahrungen auf eine grosse Anzahl einer Gesamtheit verallgemeinern. Dieses Denken kann zu Schätzfehlern führen, wie anhand von empirischen Untersuchungen gezeigt werden konnte, beispielsweise bezüglich der Wahrscheinlichkeiten beim Münzwurf (Kopf oder Zahl) oder bei Babygeburten (Mädchen oder Knabe).²⁴² Im Anlageverhalten von privaten Anlegern besteht beispielsweise die Neigung, dass ein Investor aufgrund sehr guter eigenen Erfahrungen in einer gewissen Anlageklasse, z.B. Aktien oder Immobilien, das Risiko der Anlageklasse unterschätzt.

Overconfidence and illusion of control

Diese kognitive Verzerrung wird auch Selbstüberschätzung und Kontrollillusion genannt²⁴³ und kann auf verschiedene Arten definiert werden.²⁴⁴ Am häufigsten wird die Überschätzung der eigenen Leistung im Vergleich zu anderen beschrieben, wie z.B. die Überschätzung der Fähigkeit von privaten Anlegern, bei der Auswahl von Aktien besser zu sein als andere.²⁴⁵ Eine Untersuchung hat beispielsweise gezeigt, dass diese Selbstüberschätzung bei Männern häufiger vorkommt als bei Frauen und dazu führt, dass Männer viel mehr Wertschriftenkäufe und -verkäufe durchführen, d.h. viel mehr „traden“, dadurch höhere Transaktionskosten generieren und in der Folge eine schlechtere Rendite erwirtschaften.²⁴⁶ „Overconfident investors overestimate the precision of their information and thereby the expected gains of trading. They may even trade when the

²⁴¹ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 270-271

²⁴² Vgl. Kahneman, D./Tversky, A. 1972, S. 430-437

²⁴³ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 287

²⁴⁴ Vgl. Moore, D. A./Healy, P. J. 2007, S. 2

²⁴⁵ Vgl. Hens, Th./Bachmann, K. 2008, S. 78-79

²⁴⁶ Vgl. Barber, B. M./Odean, T. 2001, S. 289

true expected net gains are negative.”²⁴⁷ Diese Selbstüberschätzung hängt eng mit der Illusion bzw. dem Irrglauben zusammen, eine bestimmte Situation vollständig unter Kontrolle zu haben.²⁴⁸

Herding / Herd Behaviour

Das Herding, oder auch als Herdenverhalten oder Herdentrieb bezeichnet, ist ein Verhalten, das aus dem Tierreich stammt.²⁴⁹ Dieses Herdenverhalten kann auch bei Menschen sowohl in alltäglichen Situationen, wie z.B. bei der Wahl zwischen zwei Restaurants (je voller das Restaurant, desto besser ist vermutlich das Essen), der Art, wie sich Jugendliche kleiden, als auch bei komplexeren Entscheidungen im Anlageverhalten, z.B. bei Investitionen an den Finanzmärkten beobachtet werden.²⁵⁰ Eine wissenschaftliche Erklärung für das Herdenverhalten ist, dass ein solches Verhalten durch Informations-Kaskaden entsteht. „Informational cascades can explain how such social conventions and norms arise, are maintained, and change. We show that cascades can explain not only conformity but the rapid spread of new behaviors.”²⁵¹ Dieses Herdenverhalten führt jedoch zu einer nicht-rationalen Informationsaufnahme bzw. Informationsverarbeitung, was einer der Gründe für die an den Finanz- und Immobilienmärkten beobachteten Zyklen und Übertreibungen darstellt.²⁵²

²⁴⁷ Barber, B. M./Odean, T. 2001, S. 289

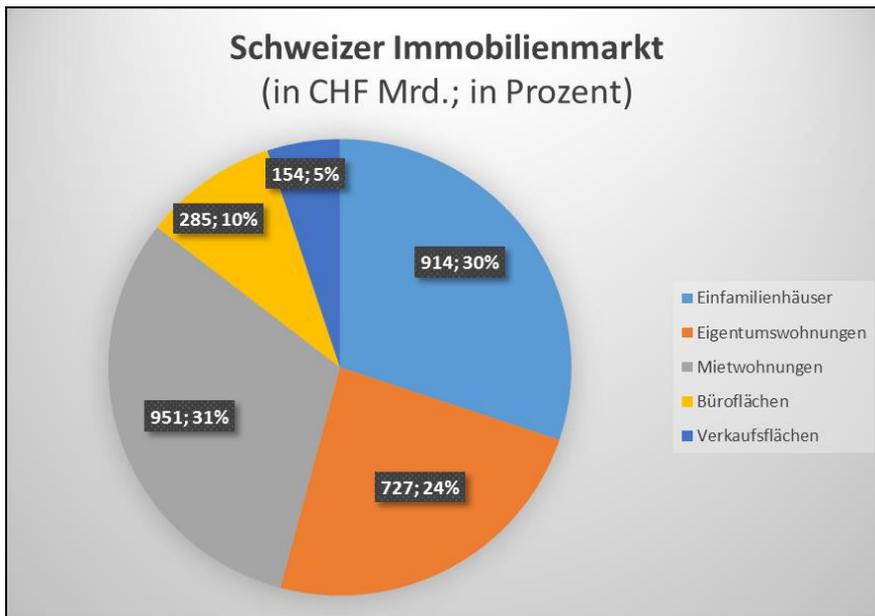
²⁴⁸ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 287

²⁴⁹ Vgl. Lüscher-Marty 2012b, S. 287-288

²⁵⁰ Vgl. Shiller 2001, S. 152

²⁵¹ Bikhchandani, S./Hirshleifer, D./Weich, I. 1992, S. 1016

²⁵² Vgl. Shiller 2001, S. 152

Anhang 5: Marktüberblick Schweizer Immobilienmarkt

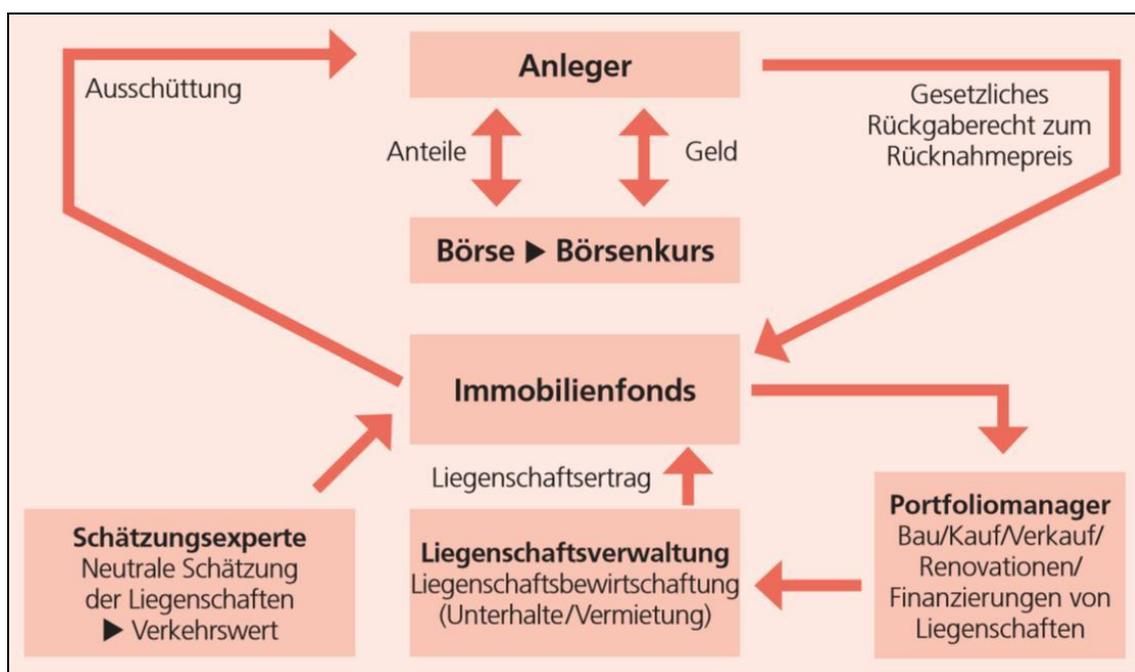
Marktwert des Schweizer Immobilienbestandes, 4. Quartal 2015 (ohne Industrie-, Logistik-, Spezialimmobilien etc.), vgl. Wüest und Partner (2016), S. 166

Anhang 6: Zusatzinformationen zu Marktüberblick über Immobilienanlagen – Indirekte Anlagen

Last update date : 2016/06/16 09:26:42			
Schweizer Fonds im SXI Real Estate® Index	Handels-währung	Fonds-währung	Aktuell
UBS (CH) Property Fund - Direct Urban	CHF	CHF	12,70
UBS (CH) Property Fund - Direct Residential	CHF	CHF	17,40
UBS (CH) Property Fund - Swiss Residential "Anfos"	CHF	CHF	67,60
UBS (CH) Property Fund - Swiss Commercial "Swissreal"	CHF	CHF	69,70
UBS (CH) Property Fund - Léman Residential "Foncipars"	CHF	CHF	89,40
Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality	CHF	CHF	94,70
UBS (CH) Property Fund - Swiss Mixed "Sima"	CHF	CHF	105,30
RESIDENTIA	CHF	CHF	125,80
Edmond De Rothschild Real Estate SICAV - Swiss	CHF	CHF	127,10
Swisscanto (CH) Real Estate Fund Ifca	CHF	CHF	130,70
Credit Suisse Real Estate Fund Green Property	CHF	CHF	130,80
CS Real Estate Fund LivingPlus	CHF	CHF	130,90
Polymen Fonds Immobilier	CHF	CHF	132,00
SF Sustainable Property Fund	CHF	CHF	136,30
SWISSCANTO (CH) Real Estate Fund Swiss Commercial	CHF	CHF	136,50
REALSTONE SWISS PROPERTY	CHF	CHF	143,30
CS Real Estate Fund PropertyPlus	CHF	CHF	143,50
Bonhôte-Immobilier	CHF	CHF	145,60
Patrimonium Swiss Real Estate Fund	CHF	CHF	147,00
Procimmo Swiss Commercial Fund	CHF	CHF	154,50
Swissinvest Real Estate Investment Fund	CHF	CHF	171,10
FIR Fonds Immobilier Romand	CHF	CHF	179,00
CS Real Estate Fund SIAT	CHF	CHF	195,00
CS Real Estate Fund Interswiss	CHF	CHF	212,90
Immo Helvetic	CHF	CHF	226,10
SOLVALOR 61 Fonds de Placement Immobilier	CHF	CHF	243,00
IMMOFONDS Schweizerischer Immobilien-Anlagefonds	CHF	CHF	438,00
LA FONCIERE (FOC)	CHF	CHF	1036,00
SCHRODER ImmoPlus	CHF	CHF	1264,00

Vgl. SIX Swiss Exchange (2016d), o.S.

Funktionsweise eines Schweizer Immobilienfonds



SFAMA (2013), S. 6

Last update date : 2016/06/17 15:49:00			
in der Schweiz kotierte ETFs auf Immobilienaktien- bzw. REIT-Indizes	Handels- währun	Fonds- währun	Aktuell
iShares UK Property UCITS ETF	CHF	EUR	8,23
Lyxor ETF EPRA/NAREIT Asia ex-Japan	USD	USD	8,39
Lyxor ETF FTSE EPRA/NAREIT Global Developed	USD	USD	20,00
Lyxor ETF FTSE EPRA/NAREIT United States	USD	USD	22,21
SPDR FTSE EPRA Europe Ex UK Real Estate UCITS ETF	EUR	EUR	25,03
iShares Asia Property Yield UCITS ETF	USD	USD	25,06
iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF	USD	USD	25,21
iShares US Property Yield UCITS ETF	USD	USD	29,08
UBS ETF (CH) - SXI Real Estate (CHF) A-dis	CHF	CHF	29,68
iShares European Property Yield UCITS ETF	CHF	EUR	39,11
Lyxor ETF FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe	EUR	EUR	41,21

Vgl. SIX Swiss Exchange (2016b), o.S.

Last update date : 2016/06/17 17:22:28	
Schweizer Immobilienunternehmen im SXI Real Estate® Shares Index	Aktuell
ZUEBLIN IMM N	18,00
BFW LIEGENSCHAFTEN N	37,55
SWISS PRIME SITE N	84,75
SWISS FIN&PROP INV N	87,50
PSP N	90,30
HIAG IMMOBILIEN N	93,90
ALLREAL N	135,10
MOBIMO N	218,10
PLAZZA N	219,20
INTERSHOP N	435,00
PAX N	1300,00
ZUG ESTATES HOLDING AG	1590,00
WARTECK N	1843,00

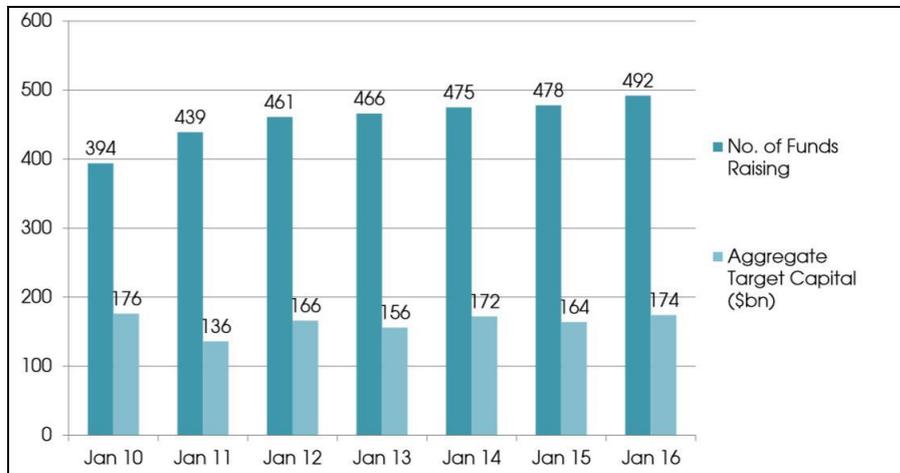
Vgl. SIX Swiss Exchange (2016a), o.S.

Länder mit existierenden REIT-Strukturen und Länder mit Bestrebungen dazu



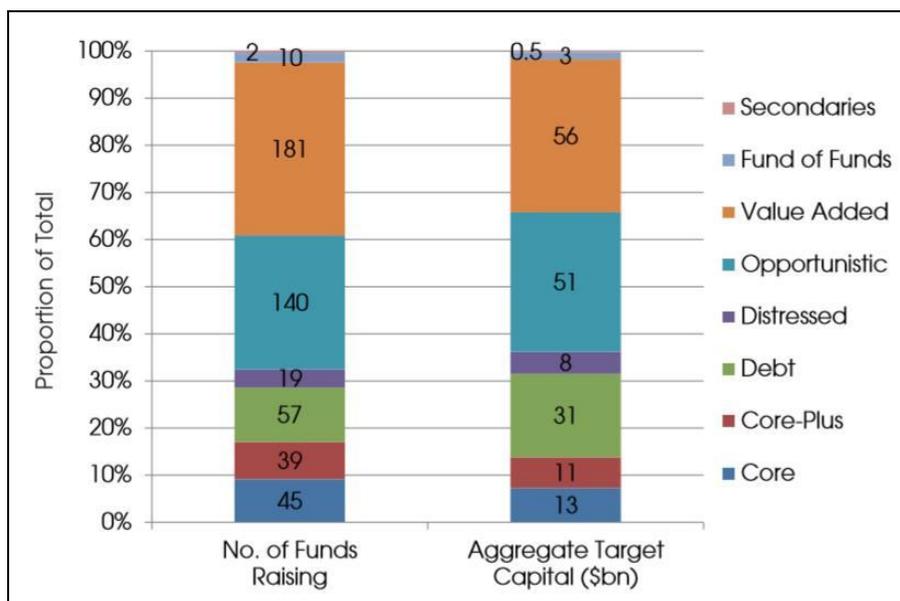
NAREIT (2016a), o.S.

Closed-End Private Real Estate im Markt über die Zeitspanne 01/2010 – 01/2016



Prequin (2016), S. 20

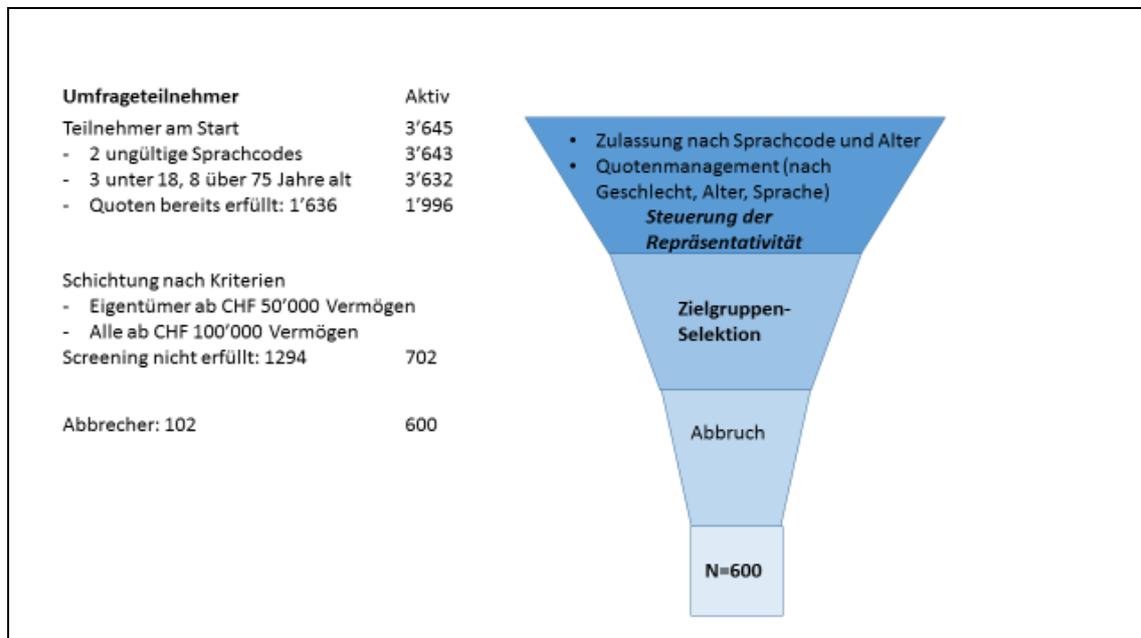
Closed-End Private Real Estate Funds differenziert nach Investmentstil



Prequin (2016), S. 20

Anhang 7: Quantitative Studie: Statistische Auswertungen und Graphiken

Prozess der geschichteten Stichprobe

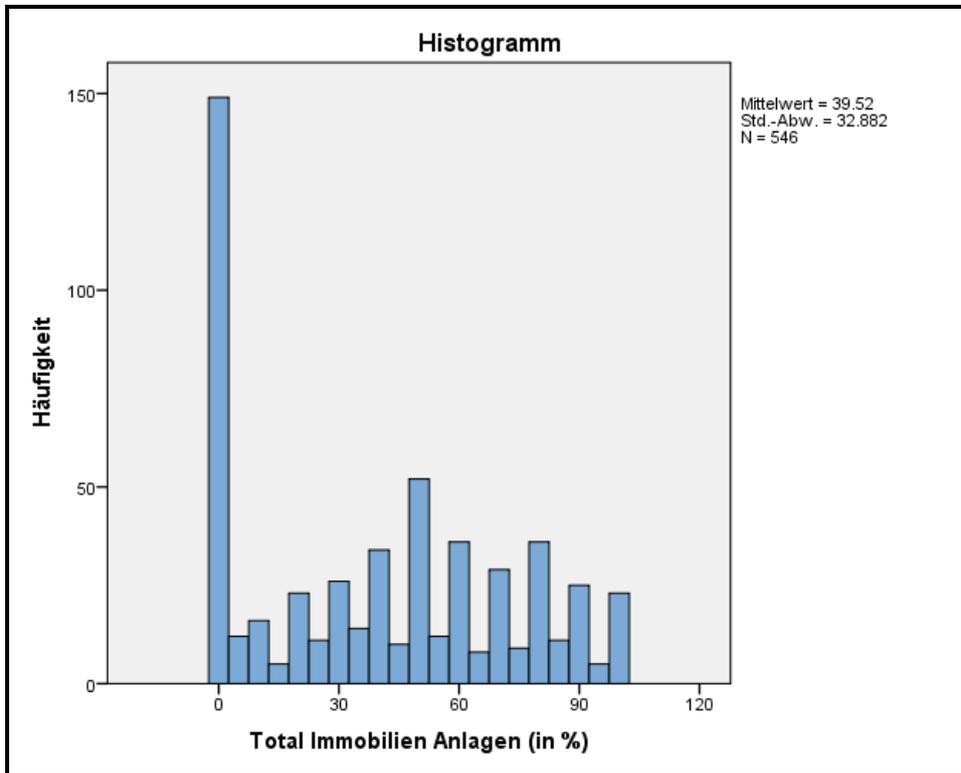


Quotenmanagement

Grundgesamtheit vor Quotenmanagement		Quotenmanagement (softwaregesteuert)		Grundgesamtheit nach Quotenmanagement	
Geschlecht					
Frauen	2'282	63%	-1'243	1'039	52%
Männer	1'350	37%	-393	957	48%
Total	3'632	100%	-1'636	1'996	100%
Alter					
18 bis 34 Jahre	1'617	44%	-746	871	44%
35 bis 49 Jahre	1'110	31%	-589	521	26%
50 bis 65 Jahre	737	20%	-253	484	24%
65 bis 75 Jahre	168	5%	-48	120	6%
Sprache					
Deutsch	2'212	61%	-916	1'296	65%
Französisch	1'420	39%	-720	700	35%

Test der Variable Total Immobilienanlagen auf Normalverteilung

Das Histogramm der Variable Total Immobilienanlagen zeigt eine Verteilung, welche mit 149 Fällen einen Nullwert aufweist. Das sind Anleger, die in keiner Art und Weise in Immobilien investiert sind. Diese Häufung bei null spricht gegen eine Normalverteilung.



Mit dem Kolmogorov-Smirnov Test lässt sich statistisch überprüfen, ob die Verteilung normalverteilt ist oder nicht.

		Total Immobilien Anlagen (in %)
N		546
Parameter der Normalverteilung ^{a,b}	Mittelwert	39.52
	Standardabweichung	32.882
Extremste Differenzen	Absolut	.158
	Positiv	.158
	Negativ	-.115
Statistik für Test		.158
Asymptotische Signifikanz (2-seitig)		.000^c
a. Die zu testende Verteilung ist eine Normalverteilung.		
b. Aus den Daten berechnet.		
c. Signifikanzkorrektur nach Lilliefors.		

Kolmogorov-Smirnov Test der Variable Total Immobilienanlagen

Der Mittelwert des Anteils der Immobilienanlagen liegt bei 39,5%. Da der p-Wert (Asymptotische Signifikanz) mit 0,000 kleiner als 0,05 ist, besteht eine signifikante Abweichung von der Normalverteilung.

Korrelationsmatrix nach Spearman zwischen Immobilienanlagen und Haushalts-Nettovermögen

			Korrelationen				
			Selbstbewohnte Immobilie/n	Vermietete Immobilie/n	Indirekte Immobilienanlagen	Total Immobilien Anlagen	Haushalts-Nettovermögen
Spearman-Rho	Selbstbewohnte Immobilie/n	Korrelationskoeffizient	1,000	-.149**	-.149**	.836**	.388**
		Sig. (2-seitig)		.000	.000	.000	.000
		N	546	546	546	546	546
	Vermietete Immobilie/n	Korrelationskoeffizient	-.149**	1,000	.251**	.264**	.117**
		Sig. (2-seitig)	.000	.000	.000	.000	.006
		N	546	546	546	546	546
	Indirekte Immobilienanlagen	Korrelationskoeffizient	-.149**	.251**	1,000	.013	.068
		Sig. (2-seitig)	.000	.000		.763	.111
		N	546	546	546	546	546
	Total Immobilien Anlagen	Korrelationskoeffizient	.836**	.264**	.013	1,000	.402**
		Sig. (2-seitig)	.000	.000	.763		.000
		N	546	546	546	546	546
	Haushalts-Nettovermögen	Korrelationskoeffizient	.388**	.117**	.068	.402**	1,000
		Sig. (2-seitig)	.000	.006	.111	.000	
		N	546	546	546	546	546

** Die Korrelation ist auf dem 0,01 Niveau signifikant (zweiseitig).

Rangkorrelationskoeffizienten zwischen Immobilienanlagen und Haushalts-Nettovermögen

H-Test nach Kruskal und Wallis von Total Immobilienanlagen nach Vermögensgruppen

Statistik für Test ^{a,b}	
	Total Immobilien Anlagen (in %)
Chi-Quadrat	92.781
df	3
Asymptotische Signifikanz	.000
a. Kruskal-Wallis-Test	
b. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	

H-Test nach Kruskal und Wallis der Variable Total Immobilienanlagen

p=0.000 ist signifikant; somit ist die Nullhypothese, dass alle vier Vermögensgruppen bezüglich der Asset Allokation in Immobilien gleich sind, zu verwerfen.

U-Tests der Variable Total Immobilienanlagen nach Vermögensgruppen

Als erstes wird die Gruppe mit Vermögen zwischen der ersten und der zweiten Vermögensgruppe bezüglich des Totals der Immobilienanlagen verglichen. Die Statistik für den U-Test zeigt, dass es einen signifikanten Unterschied zwischen den beiden Gruppen hinsichtlich der Allokation des Vermögens in Immobilien gibt, da der p-Wert (Asymptotische Signifikanz) bei 0,000 liegt. Dieser Test wird paarweise wiederholt:

Ränge				Statistik für Test ^a		
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Total Immobilien Anlagen (in %)	
Total Immobilien Anlagen (in %)	CHF 100'000 - 249'999	211	154,32	32562,00	Mann-Whitney-U	10196,000
	CHF 250'000 - 499'999	139	207,65	28863,00	Wilcoxon-W	32562,000
	Gesamt	350			Z	-4,975
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000
					a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	
Ränge				Statistik für Test ^a		
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Total Immobilien Anlagen (in %)	
Total Immobilien Anlagen (in %)	CHF 250'000 - 499'999	139	110,25	15324,50	Mann-Whitney-U	5594,500
	CHF 500'000 - 999'999	113	146,49	16553,50	Wilcoxon-W	15324,500
	Gesamt	252			Z	-3,938
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000
					a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	
Ränge				Statistik für Test ^a		
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Total Immobilien Anlagen (in %)	
Total Immobilien Anlagen (in %)	CHF 500'000 - 999'999	113	99,93	11292,00	Mann-Whitney-U	4528,000
	Mehr als CHF 1 Mio.	83	96,55	8014,00	Wilcoxon-W	8014,000
	Gesamt	196			Z	-,413
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,680
					a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	
Ränge				Statistik für Test ^a		
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Total Immobilien Anlagen (in %)	
Total Immobilien Anlagen (in %)	CHF 250'000 - 499'999	139	100,49	13967,50	Mann-Whitney-U	4237,500
	Mehr als CHF 1 Mio.	83	129,95	10785,50	Wilcoxon-W	13967,500
	Gesamt	222			Z	-3,319
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,001
					a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	
Ränge				Statistik für Test ^a		
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Total Immobilien Anlagen (in %)	
Total Immobilien Anlagen (in %)	CHF 100'000 - 249'999	211	125,84	26552,50	Mann-Whitney-U	4186,500
	Mehr als CHF 1 Mio.	83	202,56	16812,50	Wilcoxon-W	26552,500
	Gesamt	294			Z	-7,165
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000
					a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	
Ränge				Statistik für Test ^a		
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Total Immobilien Anlagen (in %)	
Total Immobilien Anlagen (in %)	CHF 100'000 - 249'999	211	131,98	27848,50	Mann-Whitney-U	5482,500
	CHF 500'000 - 999'999	113	219,48	24801,50	Wilcoxon-W	27848,500
	Gesamt	324			Z	-8,189
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000
					a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...	

Zusammenfassung der U-Tests der Variable Total Immobilienanlagen nach Vermögensgruppen

Zusatzinformationen zur Analyse von QIA nach Vermögensgruppen

Ränge				Statistik für Test ^a	
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie
Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie	CHF 100'000 - 249'999	68	77,24	5252,50	2906,500
	CHF 250'000 - 499'999	93	83,75	7788,50	5252,500
	Gesamt	161			-1,040
					,298
a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...					
Ränge				Statistik für Test ^a	
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie
Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie	CHF 250'000 - 499'999	93	97,16	9036,00	3798,000
	CHF 500'000 - 999'999	91	87,74	7984,00	7984,000
	Gesamt	184			-1,449
					,147
a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...					
Ränge				Statistik für Test ^a	
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie
Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie	CHF 500'000 - 999'999	91	73,03	6646,00	2460,000
	Mehr als CHF 1 Mio.	72	93,33	6720,00	6646,000
	Gesamt	163			-3,139
					,002
a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...					
Ränge				Statistik für Test ^a	
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie
Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie	CHF 250'000 - 499'999	93	77,56	7213,50	2842,500
	Mehr als CHF 1 Mio.	72	90,02	6481,50	7213,500
	Gesamt	165			-1,847
					,065
a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...					
Ränge				Statistik für Test ^a	
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie
Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie	CHF 100'000 - 249'999	68	61,96	4213,50	1867,500
	Mehr als CHF 1 Mio.	72	78,56	5656,50	4213,500
	Gesamt	140			-2,734
					,006
a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...					
Ränge				Statistik für Test ^a	
Wie hoch schätzen...		N	Mittlerer Rang	Rangsumme	Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie
Verhältnis reine Immobilienanlagen zu selbstbewohnter Immobilie	CHF 100'000 - 249'999	68	80,76	5492,00	3042,000
	CHF 500'000 - 999'999	91	79,43	7228,00	7228,000
	Gesamt	159			-2,228
					,820
a. Gruppenvariable: Wie hoch schätzen...					

Zusammenfassung der U-Tests der Variable QIA nach Vermögensgruppen

Wie hoch schätzen...		Sie haben angegeben, Eigentümer einer (oder mehrerer) vermieteten Immobilie/n zu sein; haben Sie diese Immobilie/n gekauft oder geerbt?			Gesamt
		Gekauft	Geerbt	Teils gekauft, teils geerbt	
		Anzahl	Anzahl	Anzahl	
Wie hoch schätzen...	CHF 50'000 - 99'999	6	0	2	8
	CHF 100'000 - 249'999	15	19	13	47
	CHF 250'000 - 499'999	21	7	12	40
	CHF 500'000 - 999'999	28	3	3	34
	Mehr als CHF 1 Mio.	21	5	4	30
	Gesamt	91	34	34	159

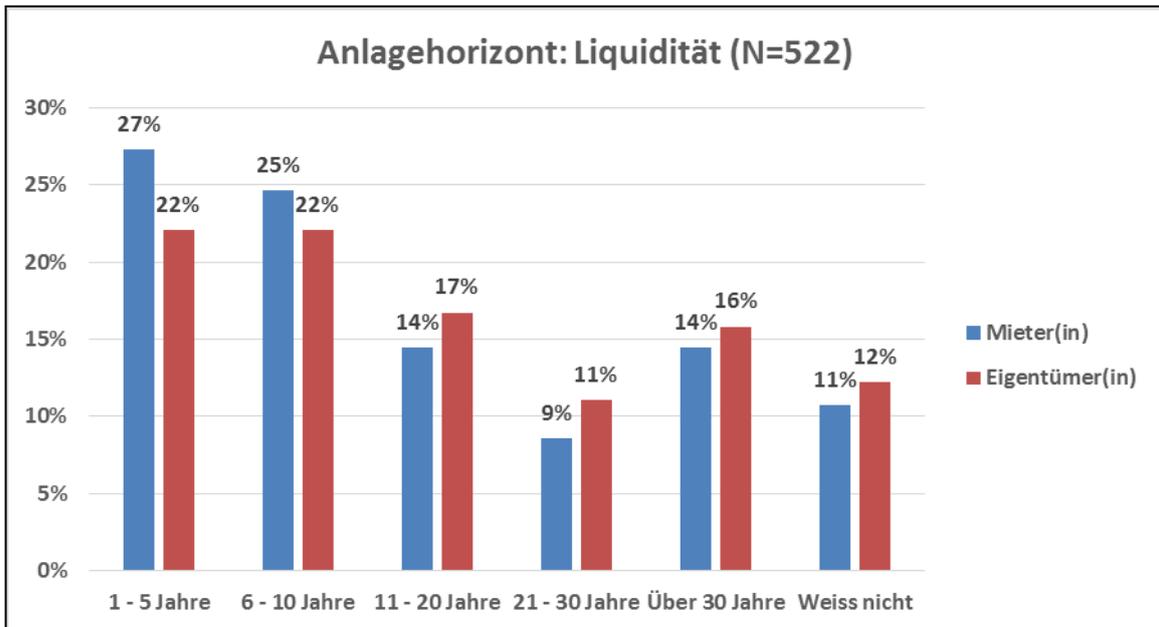
Anzahl Fälle gekauft vs. geerbt vs. teils/teils von vermieteten Immobilien nach Vermögensgruppe

U-Tests der Variablen Anlagehorizont pro Anlageklasse nach Mieter vs. Eigentümer

Ränge				Statistik für Test ^a		
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	N	Mittlerer Rang	Rangsumme		Liquidität	
Liquidität	Mieter(in)	187	248,10	46395,50	Mann-Whitney-U	28817,500
	Eigentümer(in)	335	268,98	90107,50	Wilcoxon-W	46395,500
	Gesamt	522			Z	-1,544
				Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,123	
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?						
Ränge				Statistik für Test ^a		
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	N	Mittlerer Rang	Rangsumme		Obligationen	
Obligationen	Mieter(in)	63	78,44	4942,00	Mann-Whitney-U	2926,000
	Eigentümer(in)	116	96,28	11168,00	Wilcoxon-W	4942,000
	Gesamt	179			Z	-2,307
				Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,021	
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?						
Ränge				Statistik für Test ^a		
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	N	Mittlerer Rang	Rangsumme		Aktien	
Aktien	Mieter(in)	108	153,15	16540,50	Mann-Whitney-U	10621,500
	Eigentümer(in)	197	152,92	30124,50	Wilcoxon-W	30124,500
	Gesamt	305			Z	-,023
				Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,982	
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?						
Ränge				Statistik für Test ^a		
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	N	Mittlerer Rang	Rangsumme		Indirekte Immobilienanlagen	
Indirekte Immobilienanlagen	Mieter(in)	30	44,30	1329,00	Mann-Whitney-U	864,000
	Eigentümer(in)	64	49,00	3136,00	Wilcoxon-W	1329,000
	Gesamt	94			Z	-,801
				Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,423	
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?						
Ränge				Statistik für Test ^a		
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	N	Mittlerer Rang	Rangsumme		Vermietete Immobilie/n	
Vermietete Immobilie/n	Mieter(in)	52	74,72	3885,50	Mann-Whitney-U	2507,500
	Eigentümer(in)	107	82,57	8834,50	Wilcoxon-W	3885,500
	Gesamt	159			Z	-1,029
				Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,303	
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?						

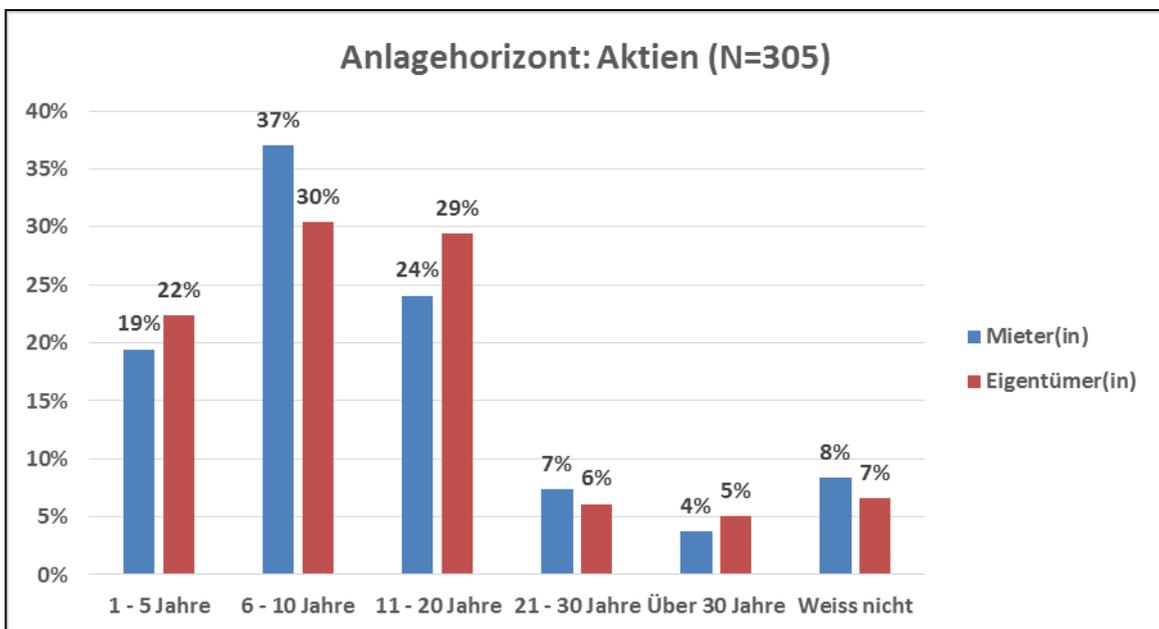
Zusammenfassung der U-Tests der Variable Anlagehorizont pro Anlageklasse nach Mieter vs. Eigentümer

522 Personen (187 Mieter und 335 Eigentümer) in der Zielgruppe haben angegeben, in Liquidität investiert zu sein. Dabei lassen sich keine relevanten Unterschiede bezüglich dem Anlagehorizont zwischen Mietern und Eigentümern erkennen, siehe nachfolgende Graphik:



Anlagehorizont der Anlage in Liquidität, Häufigkeiten in Prozent der jeweiligen Gruppe

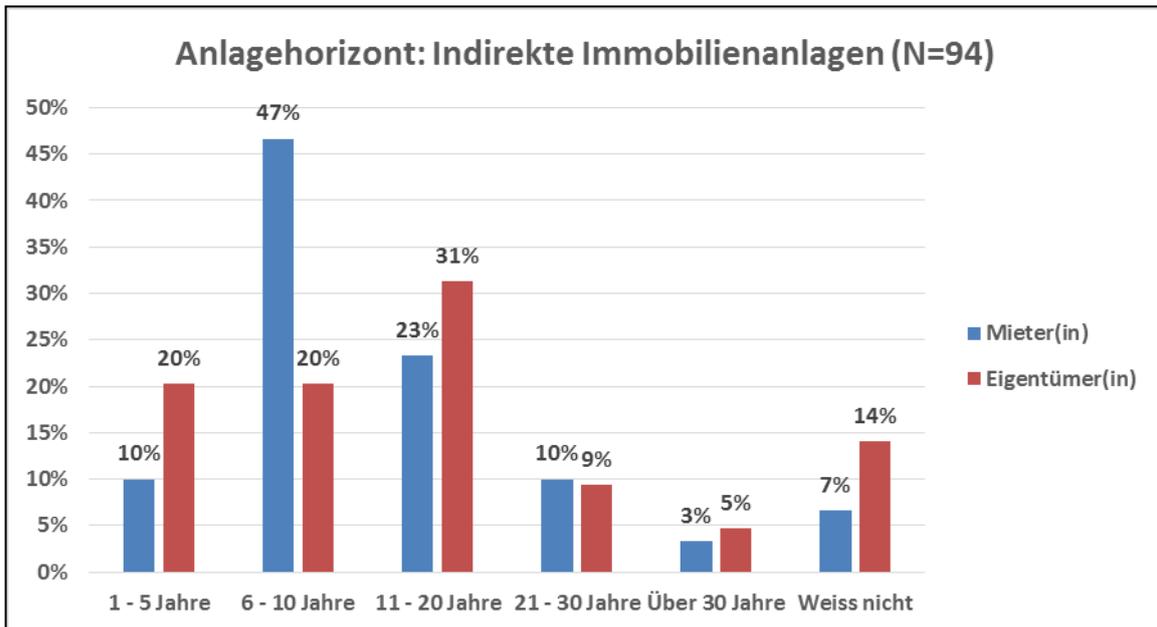
Aktien scheinen im jetzigen Zinsumfeld populärer als Obligationen zu sein. 305 Probanden (108 Mieter und 197 Eigentümer) haben angegeben, in Aktien investiert zu sein. Deren Anlagehorizont in diese Anlageklasse beträgt mehrheitlich zwischen 6 und 20 Jahren, wie aus der folgenden Graphik ersichtlich wird.



Anlagehorizont der Aktienanlagen, Häufigkeiten in Prozent der jeweiligen Gruppe

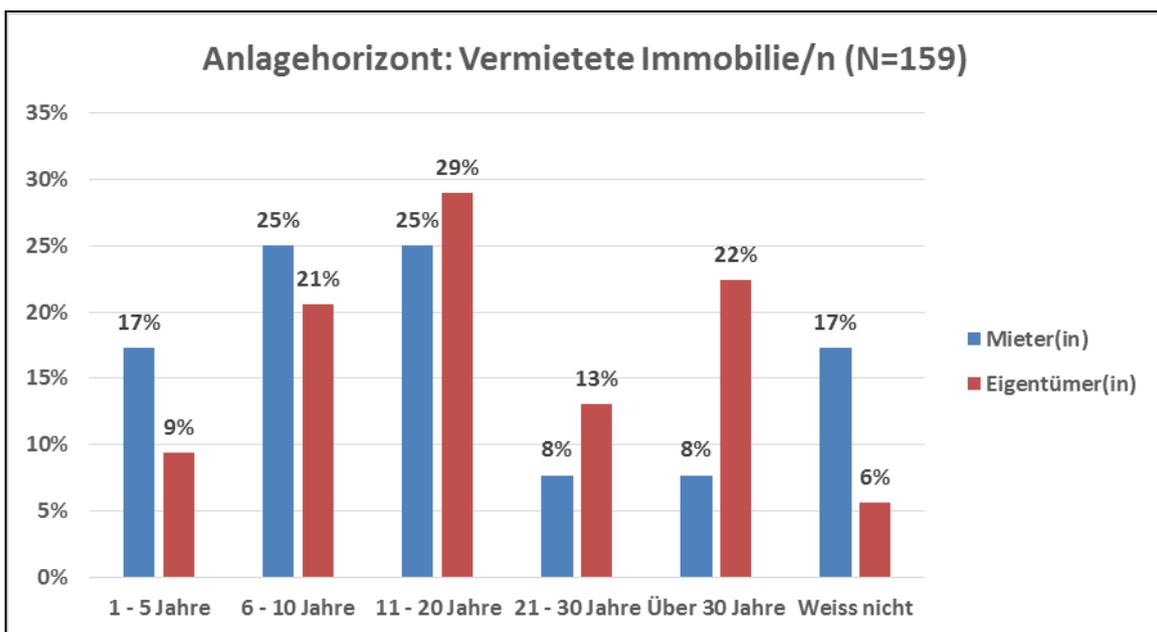
Indirekte Immobilienanlagen sind gemäss der Stichprobe eine nicht sehr verbreitete Anlageklasse. Lediglich 94 Probanden (30 Mieter und 64 Eigentümer) haben angegeben, in indirekte Immobilienanlagen investiert zu sein. Der Anlagehorizont in indirekten Immobilienanlagen ist dabei zwischen 6 und 10 Jahren bei den Mietern im Vergleich zu

den Wohneigentümern relativ hoch. Das Sample mit 94 Anlegern in dieser Anlageklasse ist jedoch sehr klein, wie aus der folgenden Graphik sichtbar wird.



Anlagehorizont der indirekten Immobilienanlagen, Häufigkeiten in Prozent der jeweiligen Gruppe

Die Anlage in vermietete Immobilien ist bei den Umfrageteilnehmern verbreiteter als indirekte Immobilienanlagen. 159 Probanden (52 Mieter und 107 Eigentümer) besitzen eine Immobilie, die sie Dritten vermieten. Für 50% sowohl der Mieter als auch der Eigentümer hat diese Anlage einen Horizont zwischen 6 und 20 Jahren. Einzig bei den Eigentümern gibt es im Anlagehorizont über 30 Jahre einen Überhang versus den Mietern, was aus der folgenden Graphik herauszulesen ist.

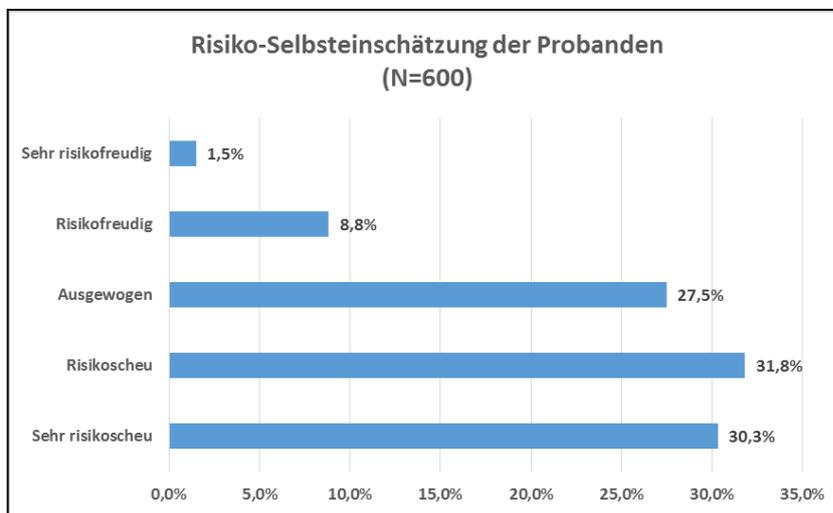


Anlagehorizont der Anlage in vermietete Immobilie/n, Häufigkeiten in Prozent der jeweiligen Gruppe

U-Tests der Variablen Risiko-Selbsteinschätzung nach Mieter vs. Eigentümer

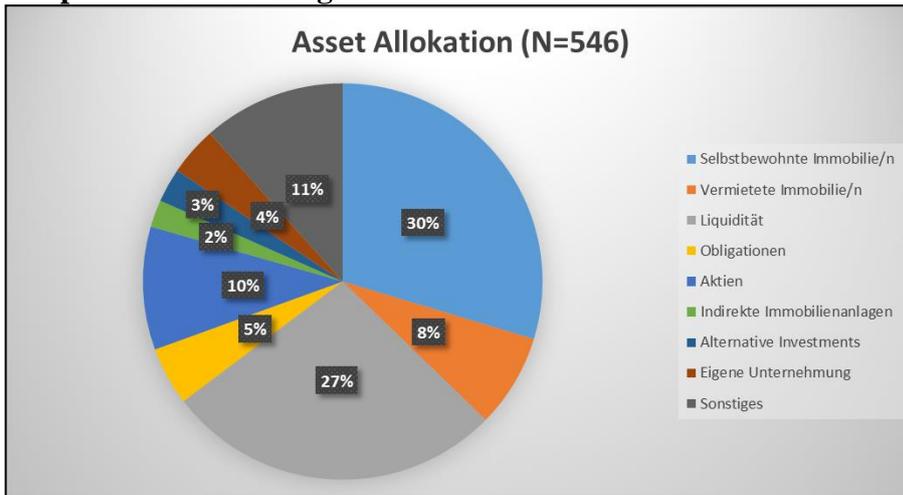
Ränge				Statistik für Test ^a		
Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?	N	Mittlerer Rang	Rangsumme		Wie würden Sie Ihr Verhältnis zu Risiken in Bezug auf Anlagen bzw. Finanzen einschätzen? Bitte wählen Sie die Aussage, die am besten zutrifft.	
Wie würden Sie Ihr Verhältnis zu Risiken in Bezug auf	Mieter(in)	211	312,60	65958,50	Mann-Whitney-U	38486,500
	Eigentümer(in)	389	293,94	114341,50	Wilcoxon-W	114341,500
	Gesamt	600			Z	-1,314
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,189
a. Gruppenvariable: Sind Sie / Ihr Haushalt Mieter oder Eigentümer Ihres Wohnsitzes?						

Zusammenfassung der U-Tests der Variable Risiko-Selbsteinschätzung nach Mieter vs. Eigentümer

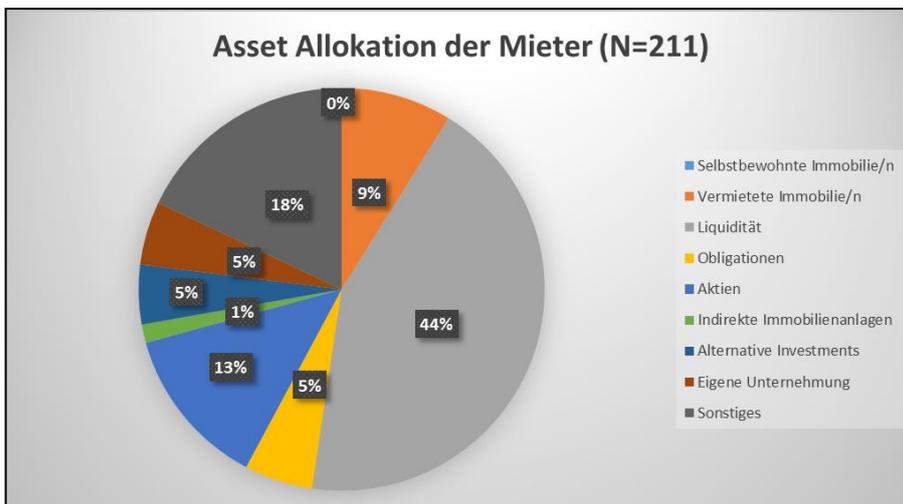


Risiko-Selbsteinschätzung aller Probanden

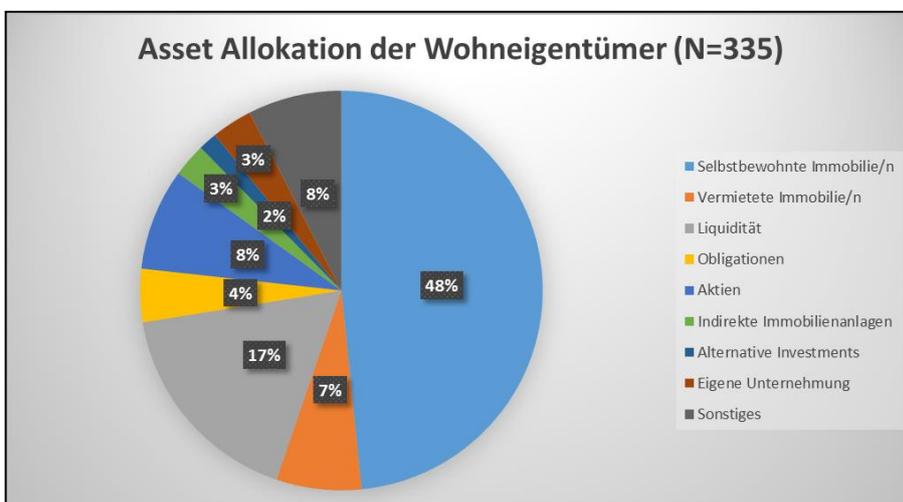
Graphische Darstellung der Asset Allokationen der unterschiedlichen Stichproben



Durchschnittliche Asset Allokation der Haushalte ab CHF 100'000 Nettovermögen



Durchschnittliche Asset Allokation der Mieter (Vermögen ab CHF 100'000)



Durchschnittliche Asset Allokation der Wohneigentümer (Vermögen ab CHF 100'000)

U-Tests der Variablen der Immobilienanlagen mit/ohne Kundenberater

Ränge				Statistik für Test ^a		
Hypothek haben / Ihre Anlagen tätigen, einen persönlichen Kundenberater bzw. eine persönliche Kundenberaterin?		N	Mittlerer Rang	Rangsumme		
Selbstbewohnte Immobilie/n	Ja	398	303,40	120753,50	Mann-Whitney-U	25113,500
	Nein	167	234,38	39141,50	Wilcoxon-W	39141,500
	Gesamt	565			Z	-4,724
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,000
a. Gruppenvariable: Haben Sie bei der Bank, bei der Sie Ihre						
Ränge				Statistik für Test ^a		
Hypothek haben / Ihre Anlagen tätigen, einen persönlichen Kundenberater bzw. eine		N	Mittlerer Rang	Rangsumme		
Vermietete Immobilie/n	Ja	398	287,25	114325,50	Mann-Whitney-U	31541,500
	Nein	167	272,87	45569,50	Wilcoxon-W	45569,500
	Gesamt	565			Z	-1,236
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,217
a. Gruppenvariable: Haben Sie bei der Bank, bei der Sie Ihre						
Ränge				Statistik für Test ^a		
Hypothek haben / Ihre Anlagen tätigen, einen persönlichen Kundenberater bzw. eine persönliche Kundenberaterin?		N	Mittlerer Rang	Rangsumme		
Indirekte Immobilienanlagen	Ja	398	282,71	112517,50	Mann-Whitney-U	33116,500
	Nein	167	283,70	47377,50	Wilcoxon-W	112517,500
	Gesamt	565			Z	-,107
					Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	,915
a. Gruppenvariable: Haben Sie bei						

Zusammenfassung der U-Tests der Variablen für direkte/indirekte Immobilienanlagen mit und ohne Kundenberater

Korrelationsmatrix nach Spearman: Immobilienanlagen und andere Faktoren

			Korrelationen								
			Selbstbewohnte Immobilie/n	Vermietete Immobilie/n	Indirekte Immobilienan- lagen	Total Immobilien Anlagen	Alter	Haushaltsgrö- sse	Stimmber- ech- tigung	Brutto- Haushaltsein- kommen	Haushalts- Nettovermög- en
Spearman- Rho	Selbstbewohnte Immobilie/n	Korrelationskoeffizient	1,000	-.149**	-.149**	.836**	.136**	.143**	-.097*	-.013	.388**
		Sig. (2-seitig)		,000	,000	,000	,001	,001	,023	,768	,000
		N	546	546	546	546	546	546	546	546	546
	Vermietete Immobilie/n	Korrelationskoeffizient	-.149**	1,000	.251**	.264**	-.066	,069	.112**	,043	.117**
		Sig. (2-seitig)	,000		,000	,000	,126	,107	,009	,321	,006
		N	546	546	546	546	546	546	546	546	546
	Indirekte Immobilienan- lagen	Korrelationskoeffizient	-.149**	.251**	1,000	,013	-.032	.139**	.113**	.114**	,068
		Sig. (2-seitig)	,000	,000		,763	,462	,001	,008	,007	,111
		N	546	546	546	546	546	546	546	546	546
	Total Immobilien Anlagen	Korrelationskoeffizient	.836**	.264**	,013	1,000	.112**	.149**	-.018	,006	.402**
		Sig. (2-seitig)	,000	,000	,763		,009	,000	,670	,887	,000
		N	546	546	546	546	546	546	546	546	546
	Alter	Korrelationskoeffizient	.136**	-.066	-.032	.112**	1,000	-.352**	-.081	-.111**	.084*
		Sig. (2-seitig)	,001	,126	,462	,009		,000	,058	,010	,049
		N	546	546	546	546	546	546	546	546	546
	Haushaltsgrö- sse	Korrelationskoeffizient	.143**	,069	.139**	.149**	-.352**	1,000	,016	.169**	.102*
		Sig. (2-seitig)	,001	,107	,001	,000	,000		,716	,000	,017
		N	546	546	546	546	546	546	546	546	546
Stimmber- ech- tigung	Korrelationskoeffizient	-.097*	.112**	.113**	-.018	-.081	,016	1,000	,045	-.040	
	Sig. (2-seitig)	,023	,009	,008	,670	,058	,716		,289	,345	
	N	546	546	546	546	546	546	546	546	546	
Brutto- Haushaltsein- kommen	Korrelationskoeffizient	-.013	,043	.114**	,006	-.111**	.169**	,045	1,000	.230**	
	Sig. (2-seitig)	,768	,321	,007	,887	,010	,000	,289		,000	
	N	546	546	546	546	546	546	546	546	546	
Haushalts- Nettovermög- en	Korrelationskoeffizient	.388**	.117**	,068	.402**	.084*	.102*	-.040	.230**	1,000	
	Sig. (2-seitig)	,000	,006	,111	,000	,049	,017	,345	,000		
	N	546	546	546	546	546	546	546	546	546	

** . Die Korrelation ist auf dem 0,01 Niveau signifikant (zweiseitig).

* . Die Korrelation ist auf dem 0,05 Niveau signifikant (zweiseitig).

Rangkorrelationen nach Spearman von direkten/indirekten Immobilienanlagen mit anderen Faktoren

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Anlagemöglichkeiten in Immobilien und Anlageverhalten privater Anleger in der Schweiz“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Tuggen, den 15.08.2016

Eduardo Gambarte