

Masterthesis
zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

***Positionierung eines „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“
in Bezug auf die Ansprache institutioneller Investoren
in der deutschsprachigen Schweiz***

Name: Marion Beierling
Adresse: Balthasarweg 5, 6006 Luzern
Eingereicht bei:

- *Claudio Rudolf*
- *Dr. Stephan Kloess*

Abgabedatum: 28. Juli 2006

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis

Tabellenverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2	Gang der Untersuchung	1
2	Grundlagen	3
2.1	Der Begriff des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“	3
2.1.1	Der Begriff der Immobilie	3
2.1.2	Definition des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ anhand des Phasenmodells des Projektentwicklungsprozesses	4
2.2	Der Begriff der „institutionellen Investoren“	10
2.3	Abgrenzung der deutschsprachigen Schweiz	12
3	Nachfrage institutioneller Investoren nach Immobilienanlagen	13
3.1	Immobilienfonds	13
3.1.1	Gesetzliche Grundlagen	13
3.1.2	Organisation	14
3.1.3	Anlagevorschriften für Immobilienfonds	16
3.1.4	Marktübersicht einschliesslich Angaben zum Anlagevolumen	18
3.1.5	Nutzungsstruktur	19
3.1.6	Geographische Ausrichtung	21
3.2	Immobiliengesellschaften	22
3.2.1	Gesetzliche Grundlagen	22
3.2.2	Organisation	23
3.2.3	Marktübersicht einschliesslich Angaben zum Anlagevolumen	24
3.2.4	Nutzungsstruktur	25
3.2.5	Geographische Ausrichtung	27
3.3	Anlagestiftungen	28
3.3.1	Gesetzliche Grundlagen	28
3.3.2	Organisation	29
3.3.3	Marktübersicht einschliesslich Angaben zum Anlagevolumen	31
3.3.4	Nutzungsstruktur	31
3.3.5	Geographische Ausrichtung	34
3.4	Anlagestil – Risiko und Rendite	35
4	Immobilienangebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“	38
4.1	Volumen der angebotenen Immobilienanlagen	38
4.2	Nutzungsstruktur	40
4.3	Geographische Ausrichtung	41
4.4	Gegenüberstellung der Soll- und Ist-Situation des „Gesamtanbieters für Immobilienleistungen“	42
5	Gegenüberstellung von Angebot (Gesamtanbieter für Immobiliendienst- leistungen) und Nachfrage (institutionelle Investoren)	44
5.1	Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Wohnliegenschaften	44
5.2	Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Geschäftsliegenschaften	47
5.3	Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Liegenschaften mit gemischten Nutzungen	49

5.4	Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Bauland, angefangene Bauten und Entwicklungsliegenschaften	50
6	Positionierung eines „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“	53
6.1	Volumen der Immobilienanlagen.....	53
6.2	Nutzungsstruktur	53
6.2.1	Wohnliegenschaften.....	53
6.2.2	Geschäftsliegenschaften.....	54
6.2.3	Gemischte Nutzung von Liegenschaften	54
6.2.4	Bauland, angefangene Bauten und Entwicklungsliegenschaften.....	54
6.3	Geographische Ausrichtung.....	55
6.4	Weitere Anforderungen an eine Positionierung.....	55
6.4.1	Bewertung von Immobilien	55
6.4.2	Lebenszyklus von Immobilien	56
6.4.3	Rendite – Risiko – Verhalten von Immobilienfonds, Immobilien-gesellschaften und Anlagestiftungen.....	56
7	Zusammenfassung.....	57

Literaturverzeichnis

Ehrenwörtliche Erklärung

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Immobilienwirtschaftliche Wertschöpfungskette	5
Abbildung 2	Die vier Säulen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ einschliesslich ihrer Dienstleistungen	6
Abbildung 3	Phasen des Projektentwicklungsprozesses der Wertschöpfungsstufe I	7
Abbildung 4	Phasen des Projektentwicklungsprozesses der Wertschöpfungsstufe II	10
Abbildung 5	Beispiel des Prinzips eines Immobilienfonds	15
Abbildung 6	Nutzungsstruktur der Immobilienfonds	19
Abbildung 7	Geographische Ausrichtung der Immobilienfonds	21
Abbildung 8	Nutzungsstruktur der Immobiliengesellschaften	25
Abbildung 9	Geographische Ausrichtung der Immobiliengesellschaften	27
Abbildung 10	Beispiel des Prinzips einer Organisation von Anlagestiftungen	30
Abbildung 11	Nutzungsstruktur der Anlagestiftungen	32
Abbildung 12	Geographische Ausrichtung der Anlagestiftungen	34
Abbildung 13	Anlagestile	36
Abbildung 14	Volumen der einzelnen angebotenen Immobilienanlagen je nach Nutzungsart des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ der letzten zehn Jahre	39
Abbildung 15	Nutzungsstruktur der angebotenen Immobilienanlagen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ der letzten zehn Jahre	40
Abbildung 16	Geographische Ausrichtung der angebotenen Immobilienanlagen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ der letzten zehn Jahre	41
Abbildung 17	Anteil der angebotenen Liegenschaften des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ je nach Nutzungsart und geographischer Ausrichtung	42
Abbildung 18	Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an <i>Wohnliegenschaften</i> am Portfolio	45

Abbildung 19	Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an <i>Geschäftsliegenschaften</i> am Portfolio	47
Abbildung 20	Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an <i>Liegenschaften mit gemischter Nutzung</i> am Portfolio	49
Abbildung 21	Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an <i>Bauland und angefangene Bauten</i> am Portfolio	51

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Übersicht der Immobilienfonds	18
Tabelle 2	Übersicht der Immobiliengesellschaften	24
Tabelle 3	Übersicht der Anlagestiftungen mit Immobilien-Anlagegruppen	31

1 Einleitung

In dem folgenden ersten Kapitel wird die Motivation für diese Thesis dargestellt. Im ersten Teil des Kapitels wird das Ausgangsproblem erläutert und das daraus resultierende Ziel der Arbeit definiert. Der zweite Teil dieses Kapitels zeigt den Weg, der zur Erreichung der Zielsetzung führen wird.

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Ein „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“¹ ist am Absatzmarkt für Immobilienanlagen tätig. Als potentielle Abnehmer für diese Liegenschaften kommen unter anderem institutionelle Investoren² in Frage. Bis anhin konnten jedoch nur mit grossen Anstrengungen erfolgreiche Transaktionen der angebotenen Immobilien des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und den nachfragenden institutionellen Investoren durchgeführt werden. Demzufolge stellt sich die Frage, warum das so ist.

Somit ist zu klären, ob das Immobilienangebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ mit der Nachfrage nach Immobilien institutioneller Investoren korrespondiert. Folglich steht die Analyse des Immobilienanlageverhaltens institutionellen Investoren im Zentrum dieser Thesis. Drei Anlagekriterien stehen dabei im Fokus dieser Betrachtungen:

- das Volumen einer einzelnen Immobilienanlage,
- die Nutzungsstruktur der Portfolien der einzelnen Investoren
- und deren geographische Ausrichtung.

Das *Ziel* dieser Thesis besteht darin, entsprechend der gewonnenen Erkenntnisse über das Anlageverhalten der institutionellen Investoren, den „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ in Bezug auf deren Ansprache zu positionieren.

1.2 Gang der Untersuchung

Bevor der Einstieg in die eigentliche Thematik erfolgt, sind in *Kapitel 2* zunächst einige grundlegende Definitionen zu liefern. Zum einen ist der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ zu definieren und zum anderen ist zu erläutern, wer eigentlich die „institutionellen Investoren“ sind. Die Marktbegrenzung erfolgt durch die geographische Reduktion auf die Deutschschweiz.

Die Basis für die Untersuchungen dieser Thesis stellen die Anforderungen der institutionellen Investoren an Immobilienanlagen dar. Somit wird in *Kapitel 3* der Investorenmarkt anhand der drei Kategorien Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen analysiert. Zu diesem Zweck werden die Geschäftsabschlüsse, die Reglemente und Anlagerichtlinien der einzelnen Investoren untersucht. Anhand der bestehenden Portfolien und der definierten Anlagekriterien werden Schlüsse auf deren Anlageverhalten gezogen.

Pro Kategorie werden zu Beginn jeder Analyse die gesetzlichen und demzufolge organisatorischen Rahmenbedingungen betrachtet. Im Anschluss erfolgt die Analyse der

¹ Die Definition des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und die Darstellung dessen Leistungsspektrum erfolgt in Kapitel 2.1.2.

² Im Rahmen dieser Thesis fallen Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen unter den Begriff der institutionellen Investoren. Weitere Erläuterungen zu dieser Definition sind in Kapitel 2.2 zu finden.

einzelnen institutionellen Investoren. Anhand einer Marktübersicht werden die Players, die sich zurzeit am institutionellen Investorenmarkt bewegen, aufgezeigt. Ihre Bedeutung kann aufgrund ihres Volumens des in Immobilien investierten Kapitals gemessen werden. Anschliessend erfolgt der Einstieg in die Anlagepolitik der einzelnen Investoren sowohl im Hinblick auf ihre Investitionsschwerpunkte bei verschiedenen Nutzungsarten, als auch im Hinblick auf ihre geographische Ausrichtung. Auch das Volumen der einzelnen Immobilienanlage wird dabei betrachtet.

Nachdem die Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen ausreichend untersucht worden sind, wird der Anlagestil, welcher Einfluss auf die Anlagepolitik hat, betrachtet. Dabei werden jedoch nicht mehr die einzelnen Investoren, sondern die entsprechenden Kategorien angesehen.

Nachdem der Investorenmarkt ausreichend analysiert worden ist und demzufolge die Anlagekriterien, beziehungsweise die Anforderungen an Immobilienanlagen, bekannt sind, stellt *Kapitel 4* das Immobilienangebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ dar. Damit Nachfrage- und Angebotsseite verglichen werden können, erfolgt auch hier die Bestimmung der Ausgangssituation anhand der Aspekte Volumen, Nutzungsstruktur und geographischer Ausrichtung.

Kapitel 5 trägt die Ergebnisse aus Kapitel 3 und 4 zusammen und stellt die Nachfrage der institutionellen Investoren nach Immobilienanlagen dem Angebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ gegenüber. Dies erfolgt entsprechend der Nutzungsarten Wohnnutzung, Geschäftsnutzung, Liegenschaften mit gemischter Nutzung sowie Bauland und angefangene Bauten.

Die in Kapitel 5 gewonnenen Erkenntnisse bilden die Grundlage für die in *Kapitel 6* dargestellte Positionierung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“. Es werden Empfehlungen für das strategische Verhalten des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ gegenüber institutionellen Investoren ausgesprochen. Diese erfolgen zum einen wiederum anhand der Kriterien Volumen, Nutzung und geographischer Ausrichtung und zum anderen werden weitere Aspekte aufgegriffen, die aus den Analysen hervorgegangen und als relevant einzustufen sind.

Im letzten *Kapitel 7* erfolgt eine Zusammenfassung der Ergebnisse und Empfehlungen für die zukünftige Gestaltung der Positionierung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“.

2 Grundlagen

Bevor der Einstieg in die einzelnen Analysen erfolgt, sind einige Definitionen zu tätigen.

In einem ersten Teil wird der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ anhand des Phasenmodells des Projektentwicklungsprozesses definiert, dessen Positionierung im Zentrum dieser Thesis steht.

Dem gegenüber stellt sich die Seite der institutionellen Investoren dar, deren Begriffsbestimmungen in einem zweiten Schritt vollzogen werden.

Im dritten Teil dieses Kapitels erfolgt die Bestimmung der Bereiche, welche zur Deutschschweiz zu zählen sind.

2.1 Der Begriff des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“

Im Fokus der Betrachtungen steht die Immobilie. Demzufolge steht vor der Definition des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ die Klärung des Begriffes Immobilie. Anschliessend erfolgt die Erklärung der verschiedenen Arten von Immobilien.

2.1.1 Der Begriff der Immobilie

Betrachtet man die Immobilie unter dem Aspekt ihrer physischen Natur, so kann die Definition des Zivilgesetzbuches angewendet werden, indem die Immobilie als *Grundstück* zu verstehen ist.³ „Grundstücke im Sinne des Gesetzes sind 1. die Liegenschaften; 2. die in das Grundbuch aufgenommenen selbstständigen und dauernden Rechte; 3. die Bergwerke; 4. die Miteigentumsanteile an Grundstücken.“⁴

Da sich die Immobilie jedoch in einem komplexen Umfeld befindet, kann sie nicht ausschliesslich auf die rechtlich physische Definition beschränkt werden.

Somit unterscheidet man nach wirtschaftlicher Sicht zwischen investitionstheoretischer und produktionstheoretischer Betrachtung.⁵

Investitionstheoretisch sind Immobilien als Kapitalanlagen oder Investments zu verstehen, denn Raum-Zeit-Einheiten werden in Geld-Zeit-Einheiten transformiert. „Als Kapitalanlage wird im allgemeinen [!] der Prozeß [!] der mittel- oder langfristigen Verwendung von Geldmitteln zum Zwecke der Werterhaltung und der Erzielung einer Rendite bezeichnet.“⁶ Spricht man von einem Investment, kommt zusätzlich zur Kapitalanlage der Aspekt der Risikostreuung hinzu. Das Risiko einer einzelnen Kapitalanlage wird durch Diversifikation des Anlagevermögens auf mehrere Anlageobjekte reduziert.⁷ Nach *produktionstheoretischem* Verständnis stellen Immobilien Betriebsmittel dar, das heisst, sie bilden die räumliche Dimension des Leistungsprozesses.⁸

Ein weiterer wirtschaftlicher Aspekt ist in der Nutzung der Immobilie zu sehen, denn sie erhält erst durch Nutzung einen Wert.

³ Gantenbein (1999), Seite 31

⁴ Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 655, Absatz 2

⁵ Vgl. Schäfers (1999), Seite 14

⁶ Bone-Winkel (1994), Seite 35

⁷ Vgl. Bone-Winkel (1994), Seite 36

⁸ Vgl. Schäfers (1999), Seite 15

Entsprechend ihrer Funktionen können Immobilien in vier Hauptgruppen eingeteilt werden⁹:

1. *Wohnimmobilien* stellen Raum zur Befriedigung von Wohnbedürfnissen zur Verfügung, d.h. die reine Wohnfunktion steht im Vordergrund. Eine weitergehende Unterscheidung orientiert sich an der Anzahl der Wohneinheiten. Demzufolge unterscheidet man zwischen Einfamilien-, Zweifamilien-, Reihen- und Mehrfamilienhäusern.
2. *Gewerbeimmobilien* liefern Raum, welcher erwerbswirtschaftlichen Zwecken dient. Dabei handelt es sich um Büro- und Handelsimmobilien sowie auch Gewerbe- und Logistikimmobilien.
3. *Industrieimmobilien* bieten Unternehmen den Raum zur Erstellung und Bearbeitung industrieller Güter, d.h. sie dienen vor allem Fertigungszwecken.
4. *Sonderimmobilien*, die auch Spezialimmobilien genannt werden, dienen einer sehr spezifischen, nicht industriellen Nutzung, die derart spezifisch ist, dass sie über eine geringe Drittverwendungsfähigkeit verfügen. Als Beispiele können Freizeitimmobilien (Hotels und Kinos), Verkehrs- und Infrastrukturimmobilien (Bahnhöfe, Kläranlagen) oder Sozialimmobilien (Krankenhäuser) genannt werden.

In der Praxis taucht der Begriff der *Geschäftsimmobilien* auf. Im Rahmen dieser Thesis sind darunter Büro- und Verkaufsflächen zu verstehen.

Des Weiteren werden *Immobilien mit gemischter Nutzung* erwähnt, was einem Nutzungsmix von Wohn- und Geschäftsimmobilien entspricht.

Der aktuelle Wert einer Immobilie ist der fair value.¹⁰ Er steht als Synonym für Verkehrswert und Marktwert. „Der Marktwert entspricht dem geschätzten Betrag, für den ein Objekt am Bewertungsstichtag zwischen einem kaufwilligen Käufer und einem verkaufswilligen Verkäufer nach erfolgter ordnungsgemässer Vermarktung übertragen wird, wobei jede der Parteien unabhängig, wissentlich und ohne Zwang gehandelt hat.“¹¹

2.1.2 Definition des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ anhand des Phasenmodells des Projektentwicklungsprozesses

Allgemein betrachtet bewegt sich jede Unternehmung in einer Umwelt. Zur Positionierung dieser Unternehmung dient die Wertschöpfungskette, in der die Unternehmung als Transformationssystem fungiert. Sie nimmt Inputs am Beschaffungsmarkt entgegen, wandelt diese um und gibt sie als Outputs bzw. Marktleistung an den Absatzmarkt wieder ab.¹²

Bei den Outputs handelt es sich im Rahmen dieser Thesis um Immobilienanlagen, sodass es sich in diesem Zusammenhang um die immobilienwirtschaftliche Ausrichtung der Wertschöpfung handelt.¹³

⁹ Schulte (2005), Seite 120

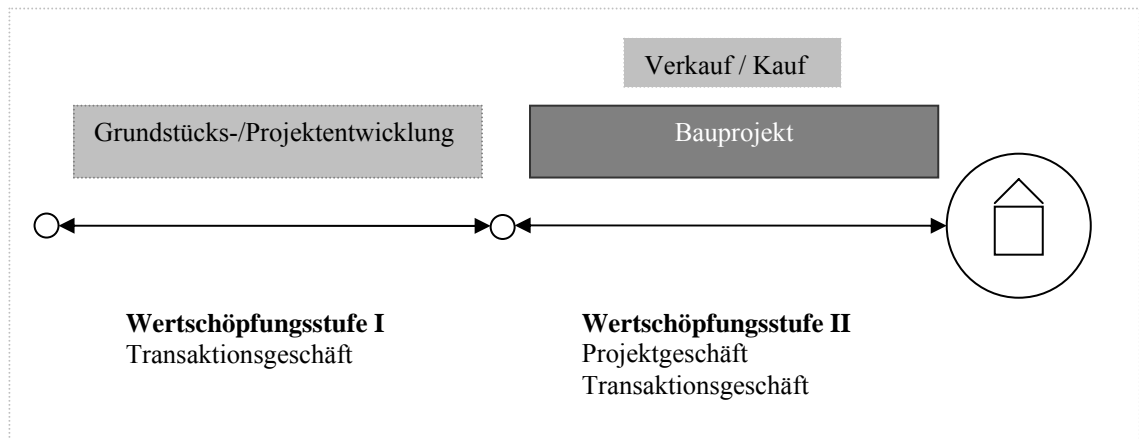
¹⁰ Vgl. SWX Swiss Exchange (2001), Artikel 13

¹¹ Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (2005), Seite 10

¹² Vgl. Hugentobler / Schaufelbühl / Blattner (2005), Seite 84f

¹³ Vgl. Schulte / Bone-Winkel (2002), Seite 346f

Abbildung 1: Immobilienwirtschaftliche Wertschöpfungskette



Quelle: Vgl. Schulte / Bone-Winkel: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Seite 347

Die Wertschöpfungsstufe III, die nach Fertigstellung der Immobilie startet, wird nicht weiter betrachtet, da - wie bereits erwähnt - die Wertschöpfung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ mit der Fertigstellung und Übergabe der Immobilie endet.

Der im Rahmen dieser Thesis zu betrachtende „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ ist als Anbieter von Projektentwicklungen zu verstehen.

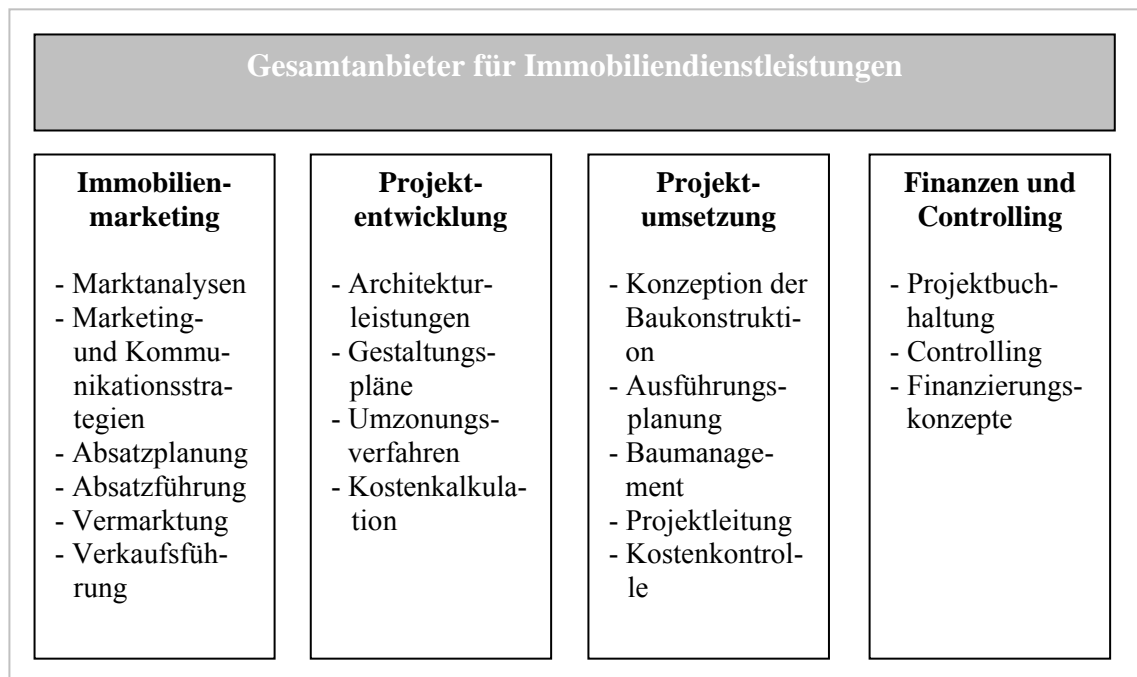
Projektentwicklung im engeren Sinne wird wie folgt definiert: „Durch Projektentwicklungen sind die Faktoren Standort, Projektidee und Kapital so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und -sichernde sowie gesamtwirtschaftlich sozial- und umweltverträgliche Immobilienobjekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können.“¹⁴

Der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ besteht aus vier Bereichen: Immobilienmarketing, Projektentwicklung, Projektumsetzung und Finanzen und Controlling.

Die dargestellten vier Bereiche erbringen Dienstleistungen für Dritte und werden demzufolge als vier Säulen bezeichnet, die in der folgenden Abbildung 2, einschliesslich ihres Leistungsspektrums, dargestellt sind.

¹⁴ Diederichs (1994), Seite 46

Abbildung 2: Die vier Säulen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ einschliesslich ihrer Dienstleistungen



Quelle: Unterlagen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“¹⁵

Obwohl der Bereich der Finanzen und Controlling ebenfalls Leistungen für Dritte erbringt, wird dieser aufgrund seiner eher begleitenden und administrativen Tätigkeiten im Rahmen der Projektentwicklung vernachlässigt.

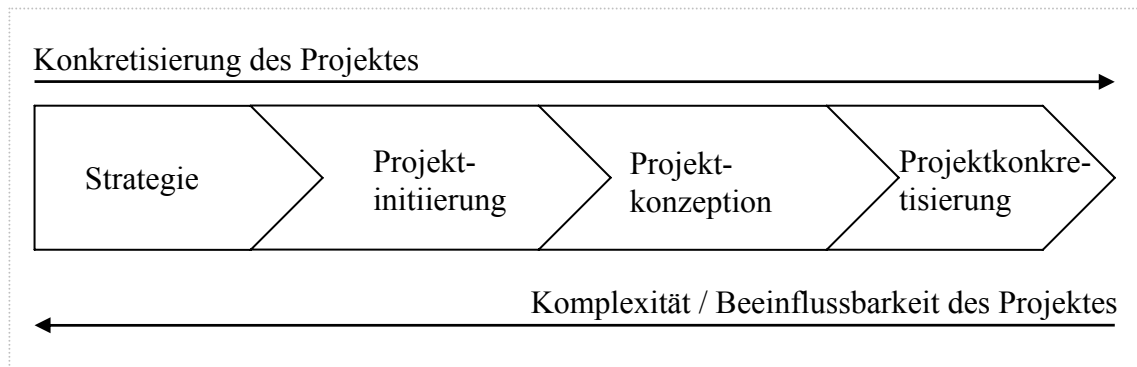
Für das Verständnis dieser Thesen werden nun die Leistungen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ im Einzelnen betrachtet. Somit erfolgt eine detaillierte Betrachtung der beiden, in Abbildung 1, dargestellten Wertschöpfungsstufen anhand eines Phasenmodells, das die in der Realität auftretenden Prozesse der Immobilienentwicklung in einzelne idealtypische Phasen zerlegt.¹⁶

In der folgenden Darstellung sind die Phasen der *Wertschöpfungsstufe I* abgebildet.

¹⁵ Vgl. p-4 AG (2006), Seite 1ff.

¹⁶ Vgl. Bone-Winkel (1994), Seite 51ff.

Abbildung 3: Phasen des Projektentwicklungsprozesses der Wertschöpfungsstufe I



Quelle: Vgl. Bone-Winkel: Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, Seite 54

1. Phase: *Strategie*

Die Entwicklung von Immobilien erfolgt nicht willkürlich, sondern folgt unternehmenspolitischen Entscheidungen. In dem vorliegenden Fall des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ handelt es sich um einen Trader-Developer. Somit liegt die Strategie in der Projektentwicklung mit anschliessendem Verkauf der Immobilie.¹⁷ Der Projektentwickler trägt dabei das komplette Entwicklungsrisiko, denn die Veräusserung des Projektes erfolgt entweder während dessen Verlaufs oder im Anschluss an deren Fertigstellung.¹⁸

2. Phase: *Projektinitiierung*¹⁹

Bei der Projektinitiierung stellen die drei bereits genannten Faktoren Standort, Projektidee und Kapital die auslösenden Faktoren dar. Die Initiierung einer Projektentwicklung kann aufgrund dreier möglicher Kombinationen dieser Faktoren ausgelöst werden:

a. Standort sucht Projektidee

Für ein vorhandenes Grundstück wird ein geeignetes Nutzungskonzept, beziehungsweise eine geeignete Projektidee, gesucht. Das Ziel wird zum einen durch Untersuchungen anhand von Analysen und Fakten und zum anderen durch Inspiration und Visionen erreicht.

An dieser Stelle kommt bereits das Immobilienmarketing des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ zum Tragen. Anhand von Markt- und Standortanalysen werden mögliche Nutzungen aufgezeigt. Eine weitere Analyse erfolgt durch die Planer des Bereiches Projektentwicklung. Anhand einer groben Objektanalyse ergründen sie die Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel die Abklärung der Erschliessung oder der baugesetzlichen Vorgaben, die den Rahmen für eine mögliche Projektidee abstecken. Auf der Basis der durchgeführten Untersuchungen erfolgt die Kreativitätsphase der Planer beziehungsweise Projektentwickler mit dem Resultat einer Nutzungsstudie. Nach der Vorlage des Nutzungskonzeptes erfolgt bereits in dieser Phase eine einfache Wirtschaftlichkeitsrechnung.

¹⁷ Schulte (2005), Seite 169 ff.

¹⁸ Vom *Trader-Developer* sind der *Service-Developer* und der *Investor-Developer* zu unterscheiden. Der *Service-Developer* erbringt Projektentwicklungen als Dienstleistung für Dritte und der *Investor-Developer* führt Projektentwicklungen für den eigenen Bestand aus.

¹⁹ Vgl. Schulte / Bone-Winkel (2002), Seite 41 ff.

b. Projektidee sucht Standort

Bei der zweiten Möglichkeit einer Projektinitiierung steht die Projektidee von Seite des Projektentwicklers oder seines Auftraggebers bereits fest. Daher steht die Suche eines geeigneten Grundstückes im Vordergrund dieser Phase und damit die Akquisitionsfähigkeit des Projektentwicklers.

c. Kapital sucht Standort und Projektidee

Die Aufgaben entsprechen denen der beiden vorgängig aufgezeigten Kombinationen. Der Unterschied besteht darin, dass bei dieser Kombination ein Investor vorhanden ist, welcher das freie Kapital in Immobilien investieren möchte. Somit ist das Investmentkapital Ausgangspunkt einer Projektentwicklung.²⁰

3. Phase: *Projektkonzeption*²¹

In dieser Phase geht es darum, das in der Projektinitiierung aufgestellte Nutzungskonzept zu konkretisieren. Anhand einer detaillierten Analyse soll festgestellt werden, ob das Projekt realisierbar ist. Das Ziel dieser Phase ist eine Machbarkeitsstudie, die nicht nur den Interessen des Projektentwicklers (hier des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“) Rechnung trägt, sondern auch die Interessen der für die Realisierung des Projektes notwendigen Institutionen wie, zum Beispiel die der potentiellen Nutzer, berücksichtigt.

Die Machbarkeitsstudie setzt sich aus fünf, in der Regel parallel laufenden, Schritten zusammen, die näher erläutert werden:

a. Standort- und Marktanalysen

Die Marktanalyse zeigt die kurz- und mittelfristige Abschätzung des Vermietungs- oder Verkaufserfolges eines Projektes auf. Dabei werden die Angebots- und Nachfragesituationen, die den Teilmarkt des Projektes betreffen, untersucht. Bei der Standortanalyse werden der Makro- und Mikrostandort geprüft. Grundsätzlich handelt es sich um eine Vertiefung der in der Phase der Projektinitiierung festgestellten Ergebnisse. Demzufolge wird bei dem hier angesprochenen „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ diese Aufgabe wiederum vom Bereich des Immobilienmarketings wahrgenommen.

b. Analyse des Nutzungskonzeptes

Auf der Basis der Standort- und Marktanalyse und entsprechend der Anforderungen des Projektentwicklungskonzeptes erstellt der Planer erste Projektunterlagen. Bereits in dieser Phase werden Spezialisten der Projektleitung und der Vermarktung hinzugezogen. Das Nutzungskonzept ist flexibel zu gestalten, um später auftretende Anforderungen noch berücksichtigen zu können.

c. Wettbewerbsanalysen

Die Wettbewerbsanalyse identifiziert Konkurrenzobjekte im relevanten Markt. Dabei werden Projekte in allen möglichen Phasen untersucht, unabhängig davon, ob sie sich in der Planung oder im Bau befinden oder bereits fertig gestellt sind. Da es sich ebenfalls um eine Marktbetrachtung handelt, erfolgt die Wettbewerbsanalyse im Rahmen der Marktanalyse durch den Bereich Immobilienmarketing. Auch die aus dieser Analyse resultierenden Anforderungen berücksichtigen die Architekten bei der Projektierung.

²⁰ Vgl. Bone-Winkel (1994), Seite 56

²¹ Vgl. Schulte / Bone-Winkel (2002), Seite 44 ff.

d. Risikoanalysen

Aufgrund des relativ hohen Kapitaleinsatzes sind Projektentwicklungen risikoreich. Es ist wichtig, potentielle beeinflussbare und nicht beeinflussbare Risiken zu identifizieren. Damit wird die Entscheidungsbasis für eine Projektentwicklung erheblich verbessert. Neben den feststellbaren Risiken verbleiben Risiken mit spekulativem Charakter, wie zum Beispiel das Zeitrisko.

e. Wirtschaftlichkeitsanalysen

Den Abschluss der Phase der Projektkonzeption stellt die Wirtschaftlichkeits- und Renditeberechnung dar.

4. Phase: *Projektkonkretisierung*²²

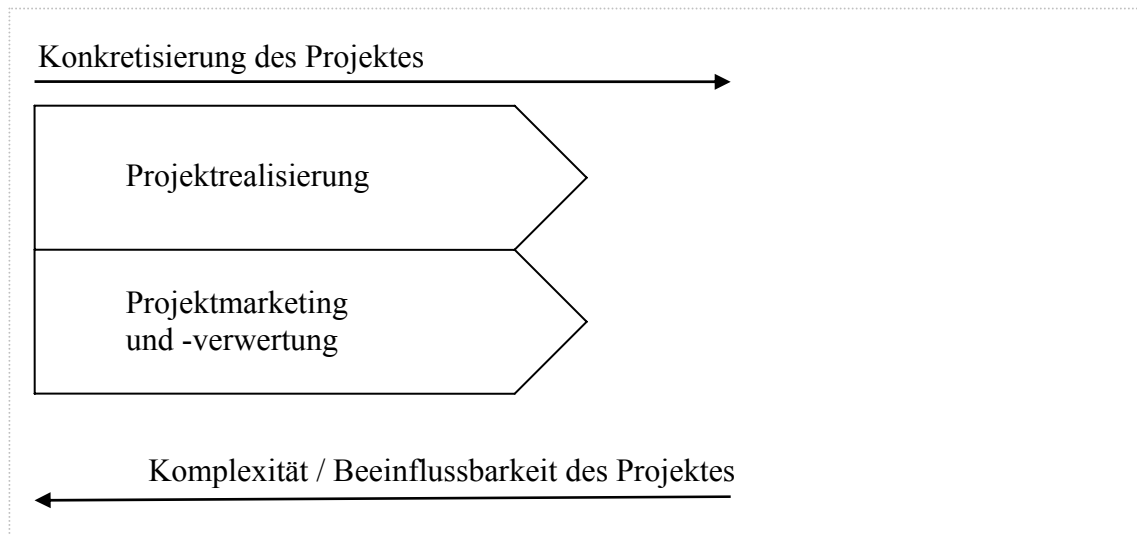
Bestätigt die Machbarkeitsstudie das Erfolgspotential des Projektes, so wird die Verhandlungs- und Entscheidungsphase eingeleitet. Es erfolgt die Sicherung des Grundstückes, die architektonische Gestaltung, die Erwirkung einer Baubewilligung, die Vorbereitung der Projektumsetzung, der Abschluss der Finanzierung und die Verhandlungen mit potentiellen Nutzern (Mietern oder Käufern) oder potentiellen Investoren. Somit erfolgt in dieser Phase der konkrete Entscheid zur Realisierung des Projektes.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ in der Wertschöpfungsstufe I die Aufgaben der Projektentwicklung im engeren Sinne, mit Unterstützung des Immobilienmarketings, ausführt.

Mit dem Start der Realisierung des Projektes rückt die Wertschöpfungsstufe II und damit der Bereich der Projektumsetzung - begleitet vom Projektmarketing - in den Mittelpunkt. Insbesondere ist darauf hinzuweisen, dass, entgegen anderer Darstellungen, die Phasen des Projektmarketings und der Verwertung im Sinn der Vermarktung der Immobilie parallel zur Projektrealisierung ablaufen und nicht erst nach Fertigstellung des Projektes gestartet werden. Dies wird anhand der parallel verlaufenden Pfeile in Abbildung 4 angedeutet.

²² Vgl. Schulte / Bone-Winkel (2002), Seite 55

Abbildung 4: Phasen des Projektentwicklungsprozesses der Wertschöpfungsstufe II



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bone-Winkel (1994), Seite 54

5. Phase: *Projektrealisierung und Projektmarketing*²³

Den zentralen Aspekt der Projektrealisierung stellt das kaufmännische und technische Projekt-Management dar. Es hat die Aufgaben des Qualitäts-, Termins- und Kostenmanagements wahrzunehmen.

Im Unterschied zu anderen Projektentwicklern wechselt die Projektleitung bei dem angesprochenen „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ nicht, obwohl die Phase der Entwicklung mit dem Start der Realisierung abgeschlossen ist. Die Projektleitung in beiden Phasen (Wertschöpfungsstufe I und II) von denselben Personen wahrgenommen. Die Phase der Projektrealisierung ist mit der Fertigstellung des Gebäudes abgeschlossen.

Wie bereits erwähnt, erfolgt die Vermarktungsphase parallel zur Ausführung. Diese wird vom Projektmarketing initiiert. In der Regel erfolgt die Vermarktung mit Unterstützung einer externen Verkaufsgesellschaft.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ das komplette Leistungsspektrum von der Akquisition eines Grundstückes bis zur Übergabe der fertig gestellten Immobilie an den Nutzer erbringt. Des Weiteren trägt er das komplette Entwicklungsrisiko und ist somit als Trader-Developer zu verstehen.

2.2 Der Begriff der „institutionellen Investoren“

„*Investition* ist die Umwandlung der durch Finanzierung oder aus Umsätzen stammenden flüssigen Mittel der Unternehmung in Sachgüter, Dienstleistungen und Forderungen.“²⁴ Ein Hauptmerkmal der Investition ist dabei die längerfristige Kapitalbindung. Entsprechend der immobilienökonomischen Betrachtung werden unter *Investoren* „Wirtschaftssubjekte verstanden, die Geld in Immobilien anlegen oder Immobilienbestände halten.“²⁵

²³ Vgl. Schulte / Bone-Winkel (2002), Seite 56f

²⁴ Thommen (2004), Seite 483

²⁵ Schulte / Bone-Winkel / Thomas (2005), Seite 24

Bevor die Definition der „institutionellen Investoren“ erfolgt, werden zunächst die beiden Beteiligungsformen an Immobilien betrachtet.

Man unterscheidet zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen, wobei Immobilienanlage als Synonym für Immobilieninvestment verwendet werden kann.

„*Direkte Immobilieninvestments* umfassen den Ankauf bestehender Gebäude und Projektentwicklungen durch einzelne Investoren oder Joint Ventures.“²⁶ Folglich kann unter direkter Immobilienanlage die Investition in eine Liegenschaft verstanden werden.

Bei *indirekten Immobilieninvestments* besteht die Möglichkeit, öffentlich gehandelte Immobilienwertpapiere zu erwerben. „Mit Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen stehen dem Anleger grundsätzlich drei Instrumente zur Verfügung, indirekt in Immobilien zu investieren. Während die ersten zwei Instrumente in der Regel auch Privatinvestoren offen stehen, sind die Anlagestiftungen nur steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen der zweiten und dritten Säule zugänglich.“²⁷ Das heisst, bei der indirekten Immobilienanlage legt ein Anleger sein Kapital in einen Immobilienfonds, eine Immobiliengesellschaft oder eine Anlagestiftungen an, die dann dieses Kapital wiederum in Immobilien investiert.

Man unterscheidet private und institutionelle Investoren. Unter *institutionellen Anlegern*, als Synonym für institutionelle Investoren verwendet, werden „juristische Personen“²⁸ verstanden, die im Sinne von Kapitalsammelstellen für Dritte Gelder professionell anlegen und verwalten, wobei die Kapitalanlagetätigkeit Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann.“²⁹

Sie unterscheiden sich damit von den *privaten Investoren*, die als natürliche Personen auf eigene Rechnung in Immobilien investieren.³⁰

Institutionelle Investitionen können als gebündelte Investitionen von privaten Investoren angesehen werden.³¹

Im Rahmen dieser Thesis werden drei Klassen von institutionellen Investoren betrachtet:

1. Immobilienfonds
2. Immobiliengesellschaften
3. Anlagestiftungen

Versicherungen, Wohnbaugenossenschaften und Pensionskassen, die ebenfalls als institutionelle Investoren zu sehen sind, werden im Rahmen dieser Thesis vernachlässigt.

²⁶ Schulte / Bone-Winkel / Thomas (2005), Seite 37

²⁷ Bundesamt für Wohnungswesen (2003), Seite 5

²⁸ Das Schweizerische Zivilgesetzbuch unterscheidet juristische und natürliche Personen (Artikel 11 bis 89). Unter *natürlichen Personen* sind dabei Privatpersonen zu verstehen, wo hingegen *juristische Personen* Unternehmen darstellen (Kapitalgesellschaften, Genossenschaften, Vereine und Stiftungen).

²⁹ Walbröhl (2001), Seite 9

³⁰ Vgl. Schulte / Bone-Winkel / Thomas (2005), Seite 25

³¹ Vgl. Schulte (2005), Seite 174

2.3 Abgrenzung der deutschsprachigen Schweiz

Wie bereits erwähnt, ist der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ in der deutschsprachigen Schweiz ansässig. Demzufolge ist der Absatz von Immobilienanlagen in der Deutschschweiz zu betrachten. Bei den nachfolgenden Analysen wird die Schweiz in sieben Bereiche aufgeteilt, denen die einzelnen Kantone zugeordnet sind:

1. *Nordschweiz* mit den Kantonen
Aargau, Basel-Land, Basel-Stadt und Jura
2. *Nordwestschweiz* mit den Kantonen
Bern, Fribourg, Neuchatel und Solothurn
3. *Ostschweiz* mit den Kantonen
Appenzell-Inner-Rhoden, Appenzell-Ausser-Rhoden, St. Gallen, Schaffhausen und Thurgau
4. *Südschweiz* mit den Kantonen
Graubünden und Tessin
5. *Westschweiz* mit den Kantonen
Genf, Waadt und Wallis
6. *Zentralschweiz* mit den Kantonen
Glarus, Luzern, Nidwalden, Obwalden, Schwyz, Uri und Zug
7. *Zürich*

Unter dem Begriff der „deutschsprachigen Schweiz“ werden die Bereiche Nordschweiz, Nordwestschweiz, Zentralschweiz und Zürich verstanden.

3 Nachfrage institutioneller Investoren nach Immobilienanlagen

„Die im Rahmen der Volkszählung durchgeführte Gebäude- und Wohnungserhebung 2000 unterscheidet beim Eigentübertyp private Eigentümer, Genossenschaften und gemeinnützige Eigentümer sowie institutionelle Eigentümer, zu denen Institutionen der beruflichen Vorsorge, Immobilienfonds und -gesellschaften sowie Versicherungen gehören. Im Jahre 2000 gehörte mit 72.3% aller bewohnten Wohnungen der grösste Teil des Wohnungsbestandes Privatpersonen. Auf alle anderen Eigentümergruppen zusammen entfielen 27.7% aller Wohnungen. Darunter befinden sich auch die institutionellen Investoren, denen 14.3% aller Wohnungen gehörten.“³²

3.1 Immobilienfonds

„In der Schweiz wurde mit der Société Internationale de Placements (SIP) bereits 1938 der erste Immobilienfonds lanciert, worauf in den 50er- und 60er Jahren eine Reihe weiterer Immobilienfonds gegründet wurde[!].“³³

Immobilienfonds sind als eine Kategorie der Anlagefonds zu verstehen. Das „Bundesgesetz über die Anlagefonds“ (Anlagefondsgesetz, AFG) definiert einen Anlagefonds folgendermassen: „Der Anlagefonds ist ein Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird.“³⁴

Immobilienfonds müssen sich gegenüber anderen Anlageklassen, wie zum Beispiel Aktien oder Obligationen, am Markt behaupten. Die Vergleichbarkeit wird anhand der Performance von Immobilienfonds gewährleistet. Unter *Performance* versteht man die Gesamtperformance von Bestandesliegenschaften, die sich aus der Summe der Cash-Flow- und der Wertänderungsrendite zusammensetzt.³⁵ „Die Cash-Flow-Rendite drückt den Cash-Flow des Betrachtungszeitraumes in Prozent des gebundenen Kapitals aus.“³⁶ und „Die Wertänderungsrendite bezeichnet den Nettozuwachs des Verkehrswertes eines Betrachtungszeitraumes in Prozent des gebundenen Kapitals.“³⁷ Als Synonyme für Performance gelten Rendite und Total Return.

An der Schweizer Börse werden zwei Indices zu Immobilienfonds geführt, die die Performance der Immobilienfonds repräsentieren. Der *SWX ImmoFonds-Index* enthält alle börsenkotierten Immobilienfonds der Schweiz, wo hingegen der *Rüd Blass Immobilienfonds-Index* maximal zehn Schweizer Immobilienfonds repräsentiert.³⁸

3.1.1 Gesetzliche Grundlagen

Wie bei der Definition eines Anlagefonds bereits erwähnt, stellt die gesetzliche Grundlage für Immobilienfonds das Bundesgesetz über Anlagefonds, auch *Anlagefondsgesetz* genannt, dar. „Es ist als Rahmengesetz ausgestaltet.“³⁹ Die entsprechenden Detailaus-

³² Bundesamt für Wohnungswesen (2005), Seite 16

³³ Gantenbein (2003), Seite 177

³⁴ Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 2

³⁵ Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (2005), Seite 12

³⁶ Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (2005), Seite 12

³⁷ Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (2005), Seite 12

³⁸ SWX Swiss Exchange, Abrufdatum: 3. Juni 2006

³⁹ PricewaterhouseCoopers AG (2005), Seite 10

führungen sind in der *Anlagefondsverordnung* und in der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission zu finden.

Seit 1967 ist die *Eidgenössische Bankenkommission* die Aufsichtsbehörde über Anlagefonds. Ausserdem überwacht sie die Einhaltung des Anlagefondsgesetzes und der Fondsreglemente.^{40/41}

Die bestehenden Gesetze zu Anlagefonds sollen durch ein neues Gesetz über kollektive Kapitalanlagen, das *Kapitalanlagegesetz*, abgelöst werden. Dieses liegt seit 2004 im Entwurf vor und wird voraussichtlich Anfang 2007 in Kraft treten.^{42/43} Im Rahmen dieser Arbeit stellt das noch geltende Anlagefondsgesetz die Grundlage für die weiteren Ausführungen zu Immobilienfonds dar.

Die repräsentative Branchenorganisation der Schweizerischen Fondswirtschaft ist die Swiss Funds Association (SFA), die 1992 gegründet wurde. Zur Qualitätssicherung hat sie *Richtlinien* über Sorgfalts-, Treue- und Informationspflichten der Immobilienfondsleitungen verabschiedet, die von der Eidgenössischen Bankenkommission anerkannt worden sind.⁴⁴

3.1.2 Organisation

Die Hauptorgane eines Anlagefonds stellen die Fondsleitung, die Depotbank und die Anleger dar.⁴⁵ Der Kollektivanlagevertrag ist das Bindeglied dieser Instanzen. Zur Erläuterung dient das folgende Beispiel einer möglichen Organisation in Abbildung 5.

⁴⁰ Eidgenössische Bankenkommission, Abrufdatum: 2. Juni 2006

⁴¹ Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 56

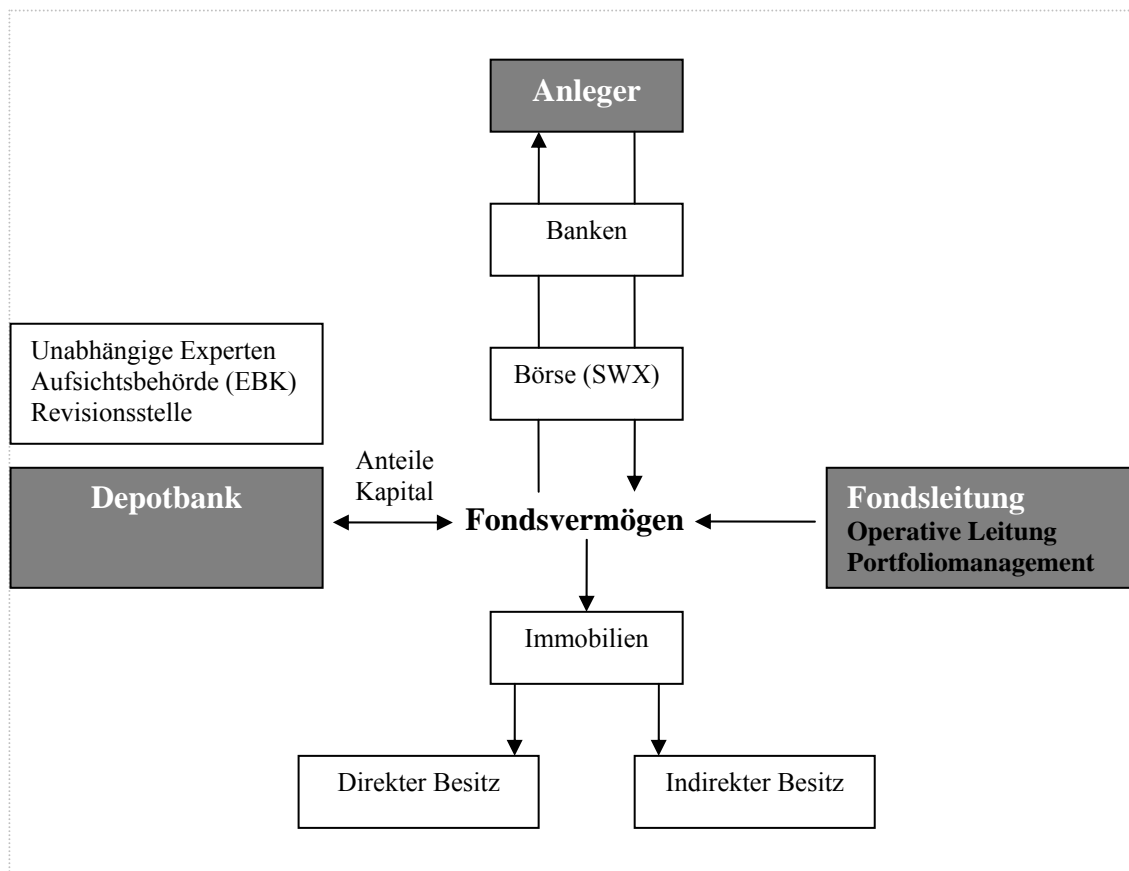
⁴² Den Otter in Neue Zürcher Zeitung vom 24. Januar 2006

⁴³ Swiss Funds Association (2006), Seite 8

⁴⁴ Vgl. Swiss Funds Association (2004)

⁴⁵ PricewaterhouseCoopers (2005), Seite 27ff.

Abbildung 5: Beispiel des Prinzips eines Immobilienfonds



Quelle: Vgl. in Anlehnung an Swisssanto⁴⁶

Die Fondsleitung verpflichtet sich durch den *Kollektivanlagevertrag*⁴⁷, die Anleger entsprechend ihrer Anteile am Anlagefonds zu beteiligen und den Fonds gemäss Fondsreglement und Gesetz zu verwalten. Auch die Depotbank nimmt entsprechend ihrer Aufgaben am Vertrag teil. Das Fondsreglement wird gemeinsam von der Fondsleitung und der Depotbank erarbeitet und der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) als Aufsichtsbehörde zur Genehmigung vorgelegt. Im Fondsreglement als Bestandteil des Kollektivanlagevertrages sind die Rechte und Pflichten von den beteiligten Parteien Fondsleitung, Depotbank und Anlegern beschrieben. Unter anderem sind die Richtlinien der Anlagepolitik im Reglement enthalten. Falls die Anlagepolitik mit besonderen Risiken verbunden ist, sind diese explizit zu erwähnen, damit sie für die Anleger erkennbar sind.

Die *Fondsleitung*⁴⁸ ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz und einem Aktienkapital von mindestens CHF 1 Mio., welches in Namensaktien aufzuteilen ist. Damit die Fondsleitung tätig werden kann, bedarf es einer Bewilligung der Eidgenössischen Bankenkommission, welche unter Einhaltung der folgenden Bedingungen erteilt wird: geeignete Organisation, Erfüllung der Mindestkapitalvorschriften, guter Ruf und Fähigkeiten der geschäftsführenden Personen, die in der Regel unabhängig von der Depotbank zu sein haben. Folgende Aufgaben sind von der Fondsleitung zu erfüllen: Verwal-

⁴⁶ Swisssanto Fondsleitung AG (2005), Seite 11

⁴⁷ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 6ff.

⁴⁸ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 9ff.

tung des Fonds für die Rechnung der Anleger, Treffen von Entscheidungen, insbesondere über die Ausgabe von Anteilen, Festsetzen von Ausgabe- und Rücknahmepreisen sowie Gewinnausschüttungen und Geltendmachung aller zum Anlagefonds gehörenden Rechte. Sie kann Anlageentscheidungen oder Teilaufgaben delegieren, welche sie jedoch nicht von der Haftung entbinden. Für den Anlagefonds besteht Buchführungspflicht und entsprechend veröffentlicht die Fondsleitung für jeden von ihr verwalteten Fonds einen Halbjahres- und Jahresbericht.

Des Weiteren wird für jeden Anlagefonds ein *Prospekt* veröffentlicht, der neben Fondsreglement noch weitere Angabe enthält. Der Prospekt ist jedem Anleger vor Vertragsabschluss zur Verfügung zu stellen.

Auch die Ausgabe- und Rücknahmepreise werden in regelmässigen Abständen publiziert.⁴⁹

Die zweite beteiligte Partei am Kollektivanlagevertrag stellt die *Depotbank*⁵⁰ dar, die eine Bank im Sinne des Bankengesetzes sein muss und für die Erfüllung ihrer Aufgaben über eine geeignete Organisation verfügt. Auch sie benötigt zur Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde, die bei Erfüllung der organisatorischen Anforderungen erteilt wird. Die Depotbank bewahrt das Fondsvermögen auf und haftet dafür. Als weitere Aufgabe hat sie auf die Einhaltung des Fondsreglementes und der Gesetze durch die Fondsleitung zu achten. Des Weiteren erledigt die Depotbank die Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile sowie den Zahlungsverkehr. Auch bei der Depotbank spielt die Treuepflicht gegenüber den Anlegern eine grosse Rolle.

Eine zentrale Bedeutung kommt den *Anlegern*⁵¹ zu. Durch ihre Einzahlung erwerben sie Forderungen gegenüber der Fondsleitung sowie Forderungen auf Beteiligung am Vermögen als auch am Ertrag des Anlagefonds. Die Festlegung des Ausgabepreises ergibt sich durch die Division des Verkehrswertes des Fondsvermögens zum Zeitpunkt der Ausgabe durch die Anzahl der sich im Umlauf befindlichen Anteile. Der Anleger kann auf der einen Seite die Aushändigung eines Anteilsscheines verlangen und auf der anderen Seite jederzeit den Kollektivanlagevertrag kündigen und die Auszahlung seines Anteils in bar fordern. Der Bundesrat kann aufgrund beschränkter Marktfähigkeit Ausnahmen vom Recht auf jederzeitige Kündigung vorsehen. Diese Ausnahme gilt für Immobilienfonds und wird in Kapitel 3.1.3 Abschnitt 2 näher dargestellt.

Eine unabhängige *Revisionsstelle*⁵² prüft jährlich alle Anlagefonds, die von der gleichen Fondsleitung verwaltet werden, und deren Geschäftstätigkeit. Die Aufsichtsbehörde ist informiert und kann bei Gefährdung der Interessen der Anleger Einfluss nehmen. Es ist die Pflicht der Revisionsstelle zu prüfen, ob die Fondsleitung und die Depotbank die gesetzlichen Vorschriften und das Fondsreglement einhalten.

3.1.3 Anlagevorschriften für Immobilienfonds

Die Ausführungen orientieren sich weiterhin an den Vorschriften des Anlagefondsgesetzes.⁵³ Die Fondsleitung legt die Mittel unter Wahrung des Grundsatzes der Risikoverteilung in Immobilienwerten an. „Als *Immobilienwerte* gelten: a. Grundstücke ein-

⁴⁹ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 47ff.

⁵⁰ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 17ff.

⁵¹ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 23ff.

⁵² Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 52ff.

⁵³ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 36ff.

schliesslich Zugehör, sie werden im Grundbuch auf Namen der Fondsleitung eingetragen, unter Anmerkung der Zugehörigkeit zum Immobilienfonds; b. Beteiligungen an und Forderungen gegen Immobiliengesellschaften, deren Zweck einzig Erwerb und Verkauf, Vermietung und Verpachtung eigener Grundstücke ist, sofern mindestens zwei Drittel ihres Kapitals und der Stimmen im Anlagefonds vereinigt sind.⁵⁴ Auch Miteigentum kann als Immobilienwert gelten, sofern die Fondsleitung einen beherrschenden Einfluss ausüben kann. Die Anlagen müssen nach Objekten, deren Nutzungsart, Alter, Bausubstanz und Lage verteilt werden.

Zur Sicherstellung ihrer Verbindlichkeiten ist ein angemessener Teil des Fondsvermögens in kurzfristig verfügbaren Mitteln zu halten. Denn wie bereits erwähnt, hat der Bundesrat für Immobilienfonds eine Ausnahme vom Recht auf jederzeitige Kündigung beschlossen: die Anteile können auf das Ende eines Rechnungsjahres, unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von 12 Monaten, gekündigt werden.

Die Fondsleitung ernennt mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde ständige und unabhängige *Schätzungsexperten*. Mindestens ein Schätzungsexperte schätzt bei Kauf oder Verkauf den Wert eines Grundstückes, denn die Fondsleitung muss den Schätzungswert gegenüber der Aufsichtsstelle begründen. Die Fondsleitung lässt bei Bauvorhaben prüfen, ob die voraussichtlichen Kosten marktkonform und angemessen sind. Zum Ende jedes Abschlussjahres überprüfen die Schätzungsexperten die Verkehrswerte sämtlicher Grundstücke. Bei Abweichungen zum Vorjahr müssen diese gegenüber der Revisionsstelle begründet werden. Auch die Schätzungsmethode ist gegenüber der Revisionsstelle zu begründen.

Sofern das Fondsreglement Entsprechendes vorsieht, kann die Fondsleitung zur Beschaffung von Kapitalanlagen auf Rechnung des Anlagefonds Bauten erstellen lassen. Für die Zeit der Vorbereitung und des Baus darf die Fondsleitung der Ertragsrechnung des Anlagefonds für Bauland und angefangene Bauten einen Bauzins zum marktüblichen Satz gutschreiben, sofern die Anlagekosten den Verkehrswert nicht übersteigen. Grundstücke können verpfändet werden, sofern die Belastung im Durchschnitt aller Grundstücke die Hälfte des Verkehrswertes nicht übersteigt.

„Als Anlagen von Immobilienfonds sind zugelassen:

- a. Wohnbauten, Geschäftshäuser sowie gewerblich genutzte Grundstücke, soweit diese dauernden Ertrag erwarten lassen;
- b. Stockwerkeigentum;
- c. Bauland (inkl. Abbruchobjekte) und angefangene Bauten bis höchstens 20 Prozent des Fondsvermögens;
- d. Bauten im Baurecht bis höchstens 20 Prozent des Fondsvermögens;
- e. Schuldbriefe oder andere vertragliche Grundpfandrechte bis höchstens 10 Prozent des Fondsvermögens.⁵⁵

Bauland, angefangene Bauten und Bauten im Baurecht dürfen zusammen höchstens 25 Prozent des Fondsvermögens ausmachen.⁵⁶

⁵⁴ Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 36, Absatz 2

⁵⁵ Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004), Artikel 46, Absatz 1

⁵⁶ Vgl. Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004), Artikel 16, Absatz 2ff.

„Unbebaute Grundstücke eines Immobilienfonds müssen erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sein. Nach Fertigstellung der Baute lässt die Fondsleitung den Verkehrswert schätzen.“⁵⁷

In der Jahresrechnung eines Immobilienfonds sind die konsolidierten Rechnungen von Vermögen und Erfolg des Anlagefonds sowie der dazu gehörenden Immobiliengesellschaften aufgeführt. Die Grundstücke sind mit ihren Verkehrswerten vertreten. Des Weiteren enthält der Jahresbericht die Identität der Schätzungsexperten, Angaben über die Schätzungsmethoden sowie die angewandten Kapitalisierungssätze. Die Aufstellung der Käufe und Verkäufe enthält die einzelnen Immobilienwerte.⁵⁸

3.1.4 Marktübersicht einschliesslich Angaben zum Anlagevolumen

Gemäss der Eidgenössischen Bankenkommission⁵⁹ gibt es zurzeit 25 bewilligte Immobilienfonds.⁶⁰ Im Rahmen dieser Thesis werden die in Tabelle 1 aufgeführten Immobilienfonds untersucht.⁶¹

Tabelle 1: Übersicht der Immobilienfonds

Immobilienfonds	Verkehrswerte (CHF)
UBS Swiss Mixed Sima	4'417'480'000
Credit Suisse 1a Immo PK	2'923'103'800
Credit Suisse Real Estate Fund Siat	1'856'135'900
Credit Suisse Real Estate Fund Interswiss	1'317'978'000
UBS Swiss Residential Anfos	1'226'501'449
Swiss Re ImmoPLUS	834'676'000
Immofonds	801'253'000
Swisscanto IFCA	623'658'000
UBS Swiss Commercial Swissreal	618'700'000
Credit Suisse Real Estate Fund Property Plus	324'868'000
Immovit	319'781'131
Mi-Fonds Immo	241'460'020
Swisscanto Immo Value	225'499'000
Swissinvest	136'543'500
Swisscanto Revit	82'249'493

Quelle: Eigene Darstellung⁶²

⁵⁷ Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004), Artikel 53, Absatz 1 und 2

⁵⁸ Vgl. Bundesgesetz über Anlagefonds vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004), Artikel 49

⁵⁹ Eidgenössische Bankenkommission, Abrufdatum: 8. Juni 2006

⁶⁰ Diese Immobilienfonds werden bei den Analysen aufgrund fehlender Immobilienanlagen in der deutschsprachigen Schweiz vernachlässigt: Credit Suisse Real Estate Fund International, FIR Fonds Immobilier Romand, La Foncière, Solvalor 61, UBS Léman Residential Foncipars.

⁶¹ Diese Immobilienfonds werden bei den Analysen aufgrund fehlenden Zugangs zu Informationen vernachlässigt: Centralfonds, CS Real Estate Fund SU2, Dynamic Real Estate Fund, Reichmuth Real Estate Growth Fund, UNIM Union Immobilière Suisse

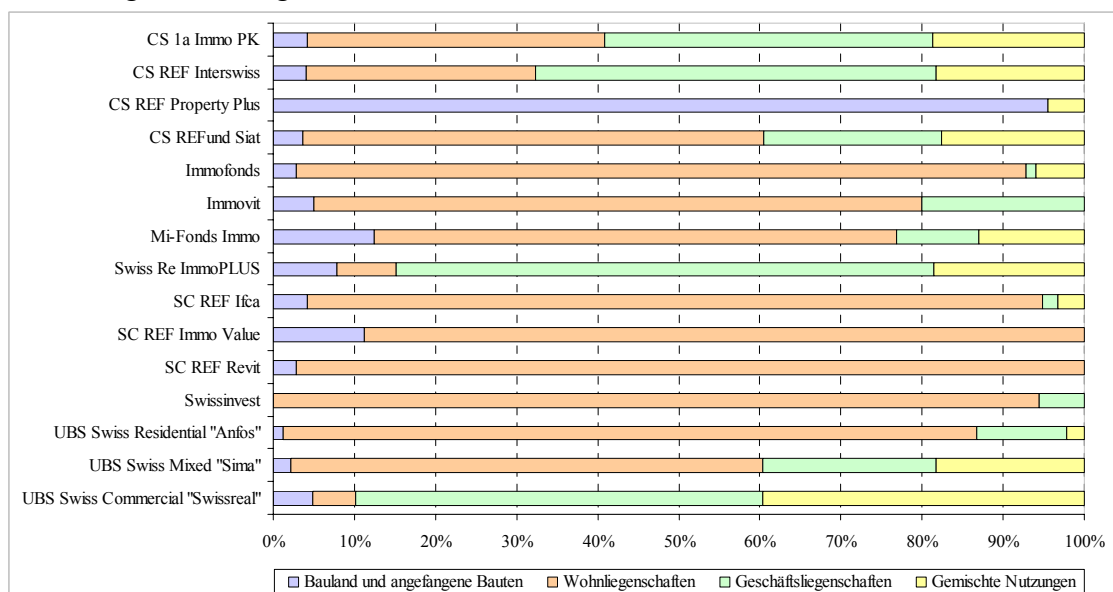
Bis auf den Fonds „CS Real Estate Fund Property Plus“ sind die in der Tabelle 1 dargestellten Immobilienfonds an der Börse kotiert.

Per 1. Juli 2006 werden die beiden Immobilienfonds Immovit und Swissinvest vereinigt. Das neue Fondvermögen besteht grösstenteils aus Wohnliegenschaften und umfasst über 70 Objekte mit einem Marktwert von 450 Millionen CHF. Dabei wird das Ziel verfolgt, die Entwicklungsstrategie in den beiden Ballungsräumen Zürich und Basel erfolgreich weiterzuführen. Der neue Fonds erhält den Namen „Swissinvest Real Estate Investment Fund“. Die Fondsleitung verbleibt bei der Adimosa AG.⁶³

3.1.5 Nutzungsstruktur

Bei der folgenden Auswertung werden vier Nutzungsarten betrachtet. Bauland inklusiv Abbruchobjekten und angefangene Bauten stellen die erste Kategorie dar. Als weitere Klassen gelten Wohn- und Geschäftsliegenschaften sowie Liegenschaften mit gemischter Nutzung. Abbildung 6 zeigt die Zusammensetzung der Nutzungen im Portfolio der einzelnen Immobilienfonds.

Abbildung 6: Nutzungsstruktur der Immobilienfonds



Quelle: Eigene Darstellung⁶⁴

Bei der Auswertung der einzelnen Nutzungskategorien kann Folgendes festgestellt werden, wobei die Ausführungen zu den einzelnen Immobilienfonds aus deren Reglementen beziehungsweise Prospekten stammen:

⁶² Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahres- bzw. Halbjahresabschlüssen und den Fondsreglementen der einzelnen Immobilienfonds, Abrufdatum: 08.06.2006

⁶³ Swiss Funds Association (2006), Seite 6

⁶⁴ Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahres- bzw. Halbjahresabschlüssen und den Fondsreglementen der einzelnen Immobilienfonds, Abrufdatum: 08.06.2006

1. Bauland und angefangene Bauten

- Als einziger der betrachteten Fonds hat der Fonds *Swissinvest* keine angefangenen Bauten im Portfolio.
- Demgegenüber ist der Fonds *Credit Suisse Real Estate Funds Property Plus* hervorzuheben. Er ist der erste Schweizer Immobilienfonds, der vorwiegend in baureife und baubewilligte Projekte an wirtschaftlich attraktiven Standorten in der Schweiz investiert.⁶⁵

2. Schwerpunkt auf Wohnliegenschaften

- Der Fonds *CS REF Siat* investiert hauptsächlich in krisensichere, mittelständische Wohnbauten sowie in ausgesuchte Geschäftliegenschaften.
- Der *ImmoFonds* investiert vor allem in Wohnliegenschaften. Der Anteil an gewerblich genutzten Liegenschaften darf einen Anteil von 15% der Gesamtverkehrswerte der Immobilien nicht übersteigen.
- Der Fonds *Immovit* investiert gemäss Abbildung 6 überwiegend in Wohnbauten, ohne dass dies explizit im Fondsreglement erwähnt wird.
- Beim *Mi-Fonds Immo* werden Wohnbauten übergewichtet.
- Der Immobilienfonds *Swisscanto REF Ifca* investiert vorwiegend in erstklassige Wohnliegenschaften.
- Die Fonds *Swisscanto REF Immo Value* und *Swisscanto REF Revit* investieren vorwiegend in Wohnliegenschaften.
- Entgegen der Darstellung in Abbildung 6, wo der Fonds *Swissinvest* fast ausschliesslich Wohnliegenschaften hält, wird dies nicht explizit in dessen Fondsreglement erwähnt.
- Der Fonds *UBS Property Fund - Swiss Residential „Anfos“* investiert ebenfalls überwiegend in Wohnbauten.
- Als letzter Fonds mit Schwergewicht auf Wohnliegenschaften ist der *UBS Property Fund - Swiss Mixed „Sima“* zu nennen. Er investiert zu rund 60% in Wohnbauten und zu rund 40% in kommerzielle Bauten.

3. Schwerpunkt auf Geschäftliegenschaften

- Der höchste Anteil von Geschäftliegenschaften im Portfolio ist bei dem Fonds *Swiss Re ImmoPLUS* zu finden.
- Der *UBS Property Funds - Swiss Commercial „Swissreal“* investiert überwiegend in Schweizer Geschäftliegenschaften.

4. Liegenschaften mit gemischter Nutzung im Portfolio

- Obwohl der *UBS Property Funds – Swiss Commercial „Swissreal“* bereits mit Schwerpunkt auf Geschäftsimmobilien genannt wurde, ist er auch an dieser Stelle zu erwähnen. Denn im Vergleich mit den anderen Immobilienfonds hält er den höchsten Anteil von Liegenschaften mit gemischter Nutzung.
- *Credit Suisse 1a Immo PK* und *Credit Swiss Real Estate Fund Interswiss* sind die beiden Fonds, die den höchsten Mix im Portfolio aufweisen, auch wenn beim Fonds *Interswiss* gemäss Reglement das Schwergewicht auf Liegenschaften mit kommerzieller Nutzung liegt.

⁶⁵ Credit Suisse Real Estate Fund Property Plus (2006)

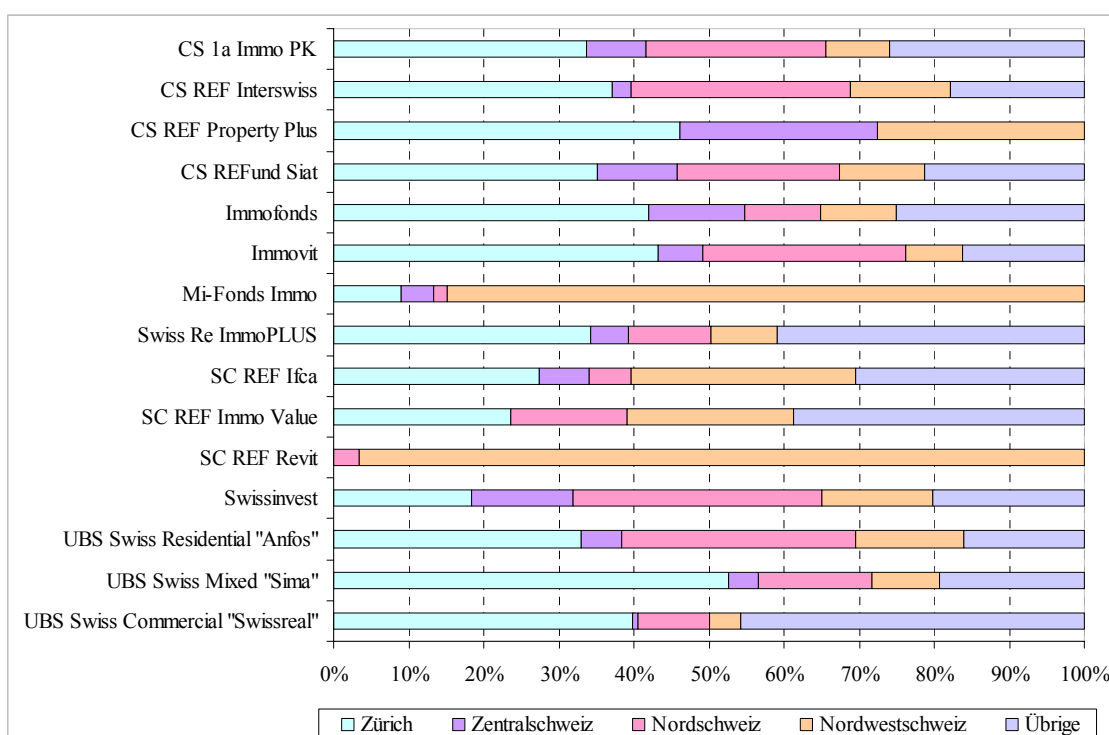
3.1.6 Geographische Ausrichtung

Die Aggregation der einzelnen Kantone zu den Bereichen erfolgt gemäss der in Kapitel 2.3 getroffenen Definitionen. Bei den folgenden Auswertungen zur geographischen Ausrichtung sind die Süd-, Ost- und Westschweiz zur Kategorie der Übrigen zusammen gefasst.

Die geographische Ausrichtung basiert auf der Auswertung der Standorte der einzelnen Immobilien. Dabei sind sämtliche Liegenschaften, unabhängig von ihrer Nutzungsart, erfasst worden.

Die folgende Abbildung 7 zeigt die geographische Ausrichtung der betrachteten Immobilienfonds.

Abbildung 7: Geographische Ausrichtung der Immobilienfonds



Quelle: Eigene Darstellung⁶⁶

Der Anteil der in der Deutschschweiz liegenden Immobilien ist bei den betrachteten Immobilienfonds grösser als 50%. In Anlehnung an die Auswertung der Nutzungsstruktur erfolgt auch in Bezug auf die geographische Ausrichtung eine Analyse, deren Erläuterungen sich an den Fondsreglementen, beziehungsweise Prospekten, der einzelnen Immobilienfonds orientieren.

Schwerpunkt in der deutschsprachigen Schweiz

Es sind vier Fonds zu nennen, die explizit den Schwerpunkt ihrer Investitionen auf die Deutschschweiz legen:

- Die geographische Diversifikation des *Immofonds* erfolgt vorwiegend im deutschsprachigen Raum.

⁶⁶ Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahres- bzw. Halbjahresabschlüssen und den Fondsreglementen der einzelnen Immobilienfonds, Abrufdatum: 08.06.2006

- Der *Mi-Fonds Immo* investiert in Liegenschaften, die sich in der Schweiz auf der Achse Bern-Zürich (einschliesslich deren Agglomerationen) befinden und in der Region Luzern.
- Der Fonds *UBS Property Fund – Swiss Residential „Anfoss“* investiert in der deutschen Schweiz, wobei das Schwergewicht auf den grossen Städten und deren Agglomerationen liegt.
- Auch der Fonds *UBS Property Fund – Swiss Mixed „Sima“* investiert vorwiegend in der deutschen Schweiz, wobei auch hier das Schwergewicht auf den grossen Städten und deren Agglomerationen liegt.

Die übrigen betrachteten Immobilienfonds nennen in Bezug auf ihre geographische Ausrichtung die gesamte Schweiz. Einige davon legen das Schwergewicht auf die grossen Städte und deren Agglomerationen.

Die in diesem Kapitel erarbeiteten Resultate zu den Immobilienfonds werden zusammen mit den noch folgenden Ergebnissen zu Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen in Kapitel 5 wieder aufgegriffen und dem Angebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ gegenübergestellt.

3.2 Immobiliengesellschaften

„Die zweite in der Schweiz übliche indirekte Anlageform ist die Beteiligung an einer Immobiliengesellschaft. Es sind dies Aktiengesellschaften, die ihre heutige Ausgestaltung mehrheitlich in den Jahren seit 1997 erhalten haben. Zum einen vollzogen mehrere frühere Industrieunternehmen einen Wandel zur Immobiliengesellschaft, zum anderen begannen insbesondere Banken und Versicherungen damit, Teile ihres Immobilienportfolios in neue Gesellschaften auszulagern.“⁶⁷

„Als *Immobiliengesellschaften* gelten Gesellschaften, deren Erträge zu mindestens 2/3 aus Immobilienaktivitäten, namentlich aus Miet- oder Pachtzinseinnahmen oder aus Immobiliendienstleistungen stammen und bei denen mindestens 2/3 der zu aktuellen Werten berechneten Bruttoaktiven direkt oder indirekt Immobilienanlagen sind.“⁶⁸

Die Performance der an der Börse kotierten Immobiliengesellschaften werden im Index *SPI* der Schweizer Börse vertreten. Er ist nach Branchen der Gesellschaften in Sektoren unterteilt, wobei „Real Estate“ einen dieser Sektoren darstellt.⁶⁹

3.2.1 Gesetzliche Grundlagen

Immobiliengesellschaften sind Aktiengesellschaften. Somit unterliegen sie dem *Obligationenrecht*.⁷⁰

Strebt eine Aktiengesellschaft an, an der Börse kotiert zu werden, so gilt das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (*Börsengesetz*, BEHG). Dieses Gesetz regelt die Voraussetzungen „für den gewerbsmässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. Es schafft den Rahmen,

⁶⁷ Gantenbein (2003), Seite 177f

⁶⁸ SWX Swiss Exchange (2001), Artikel 3

⁶⁹ SWX Swiss Exchange, Abrufdatum 4. Juni 2006

⁷⁰ Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 620 bis Artikel 763

um die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte zu gewährleisten.⁷¹ Effekten gelten dabei als „vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte) und Derivate.“⁷² Als Kotierung ist die Zulassung zum Handel an der Haupt- oder Nebenbörse zu verstehen.⁷³

Immobilien-gesellschaften treten im Sinn des Börsengesetzes als Effektenhändler auf. Effektenhändler sind „natürliche oder juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für die eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten.“⁷⁴

Die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange erteilt Zulassung zum Handel an der Börse. Die SWX Swiss Exchange hat ein *Kotierungsreglement* mit dem Zweck erlassen, „den Emittenten einen möglichst freien und gleichen Zugang zum Börsenhandel zu verschaffen und für die Anleger Transparenz hinsichtlich der Emittenten und Effekten (Valoren) sicherzustellen.“⁷⁵

Im Speziellen existiert ein *Zusatzreglement für die Kotierung von Immobilien-gesellschaften*, in dem es um die Zulassung von Effekten an der SWX Swiss Exchange geht. Des Weiteren soll eine diesen Gesellschaften angemessene Transparenz bezweckt werden.⁷⁶ An einigen Stellen wird auf das allgemeine Kotierungsreglement verwiesen, so dass im Zusatzreglement auf die Besonderheiten von Immobilien-gesellschaften hingewiesen wird. „Immobilien-gesellschaften haben die Grundsätze der Anlagepolitik schriftlich niederzulegen und im Kotierungsprospekt offenzulegen. Während der Dauer der Kotierung sind die Grundsätze der Anlagepolitik auf Wunsch jedermann zugänglich zu machen; zudem sind die Änderungen der Anlagepolitik in der jährlichen Berichterstattung offenzulegen.“⁷⁷ Bei der jährlichen Berichterstattung werden von Immobilien-gesellschaften zusätzliche Angaben - zum Beispiel zu Veränderungen im Portfolio - verlangt.⁷⁸

3.2.2 Organisation

Die Organisation einer Immobilien-gesellschaft entspricht derjenigen einer Aktiengesellschaft gemäss Obligationenrecht.⁷⁹

Das oberste Organ stellt die *Generalversammlung* dar, welche von allen Aktionären gebildet wird.⁸⁰ Sie legt die Statuten fest und wählt die Mitglieder des Verwaltungsrats.

⁷¹ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Stand am 31. Januar 2006), Artikel 1

⁷² Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Stand am 31. Januar 2006), Artikel 2a

⁷³ Vgl. Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Stand am 31. Januar 2006), Artikel 2c

⁷⁴ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Stand am 31. Januar 2006), Artikel 2d

⁷⁵ SWX Swiss Exchange (2005), Artikel 1

⁷⁶ Vgl. SWX Swiss Exchange (2001), Artikel 1

⁷⁷ SWX Swiss Exchange (2005), Artikel 7

⁷⁸ Vgl. SWX Swiss Exchange (2001), Artikel 13

⁷⁹ Vgl. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 698 bis 731a

⁸⁰ Vgl. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 698ff.

tes und der Revisionsstelle. Des Weiteren gehört die Gewinnverteilung zu ihren Befugnissen. In der Regel tagt die Generalversammlung einmal pro Jahr.

Der *Verwaltungsrat*⁸¹ setzt sich aus den Aktionären zusammen und führt die Geschäfte der Aktiengesellschaft selbst oder überträgt diese Aufgaben einer *Geschäftsführung*, die sich nicht aus Aktionären zusammensetzen muss.

Die *Revisionsstelle*⁸² wird mit der Prüfung der Gesellschaft bezüglich Buchführung, Jahresabschluss und Gewinnverwendung beauftragt und muss somit unabhängig von der Aktiengesellschaft sein.

3.2.3 Marktübersicht einschliesslich Angaben zum Anlagevolumen

„Die Immobilien-Aktiengesellschaften in der Schweiz können auf ein erfolgreiches Jahr 2005 zurückblicken. Obwohl die Rekordergebnisse von 2004 nicht mehr erreicht wurden und sich der Schweizer Aktienindex SPI mehr als doppelt so stark entwickelte, kann sich das Resultat sehen lassen. Der Index der an der Schweizer Börse gehandelten Immobilien-Aktiengesellschaften hatte bis zum 20. Dezember eine Jahresperformance von rund 15%.“⁸³

Im Rahmen dieser Thesis werden diejenigen Immobiliengesellschaften analysiert, die an der Börse kotiert sind. Zurzeit werden an der SWX Swiss Exchange 11 Immobiliengesellschaften gehandelt. In der nachfolgenden Tabelle 2 werden diejenigen dargestellt, die Liegenschaften in der Deutschschweiz halten.

Tabelle 2: Übersicht der Immobiliengesellschaften

Immobiliengesellschaft	Marktwerte (CHF)
PSP Swiss Property AG	4'602'073'000
Swiss Prime Site AG	3'310'630'000
Allreal Holding AG	1'887'200'000
Intershop Holding AG	1'045'367'000
Mobimo Holding AG	778'412'000
Züblin Immobilien Holding AG (nur Schweiz)	512'000'000
Warteck Invest AG	340'290'000
Pax-Anlage AG	219'244'883

Quelle: Eigene Darstellung⁸⁴

Die Liegenschaften der „Eastern Property Holdings Limited“ liegen in Russland und den angrenzenden Staaten. Somit hält sie keine Liegenschaften in der Schweiz und ist demzufolge für die weiteren Betrachtungen nicht relevant.

Die „LO Holding Lausanne-Ouchy SA“ ist ausschliesslich in Lausanne tätig und nicht in der deutschsprachigen Schweiz. Somit kann auch diese Gesellschaft ausser Acht gelassen werden.

⁸¹ Vgl. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 707ff.

⁸² Vgl. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Juli 2004), Art. 727ff.

⁸³ Credit Suisse Economic Research (2006), Seite 53

⁸⁴ Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahresabschlüssen der einzelnen Immobiliengesellschaften, Abrufdatum: 13. Juni 2006

Die Immobiliengesellschaft „USI Group Holdings AG“ besitzt als einzige Liegenschaft in der Schweiz ein Pflegeheim in Zürich. Die übrigen Aktivitäten der Gesellschaft bewegen sich in den USA, Grossbritannien und Deutschland. Alters- und Pflegeheime gelten im Rahmen dieser Thesis als Nischenprodukt. Somit wird auch diese Gesellschaft nicht weiter berücksichtigt, zum einen aufgrund der geographischen Ausrichtung und zum anderen aufgrund der Nutzungsart der einzigen Immobilie.

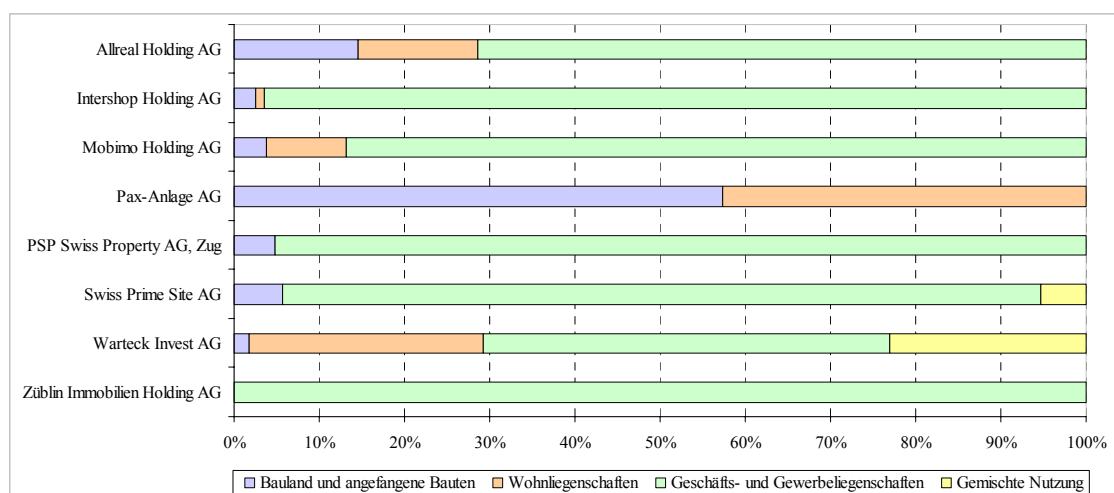
3.2.4 Nutzungsstruktur

Wie bei den Immobilienfonds werden auch bei den Immobiliengesellschaften die bereits erläuterten vier Nutzungskategorien betrachtet.

Da die *Intershop Holding AG* als einzige Gesellschaft Gewerbeimmobilien in ihren Anlagerichtlinien erwähnt, wird die Kategorie der Geschäftsliegenschaften auf die Nutzungsart der Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften erweitert.

Abbildung 8 zeigt die Zusammensetzung der Nutzungsarten im Portfolio⁸⁵ der einzelnen Immobiliengesellschaften.

Abbildung 8: Nutzungsstruktur der Immobiliengesellschaften



Quelle: Eigene Darstellung⁸⁶

1. Bauland und angefangene Bauten

Als einzige der betrachteten Gesellschaften hält die *Züblin Immobilien Holding AG* keine angefangenen Bauten in ihrem Portfolio.

2. Schwerpunkt auf Wohnliegenschaften

In der Abbildung 8 hebt sich die *Pax-Anlage AG* deutlich von den übrigen Immobiliengesellschaften ab. Sie ist die einzige, die sich auf die Investition in Wohnliegenschaften konzentriert. Ihre Hauptaktivitäten bestehen in der Erstellung und dem Verkauf von Eigentumswohnungen.

⁸⁵ Im Rahmen dieser Thesis wird die Bezeichnung Portfolio als Synonym für Immobilienportfolio verwendet.

⁸⁶ Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahresabschlüssen der einzelnen Immobiliengesellschaften, Abrufdatum: 13. Juni 2006

3. Schwerpunkt auf Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften

Bis auf die *Pax-Anlage AG* investieren die hier betrachteten Immobiliengesellschaften mit mindestens 70% in Geschäftsliegenschaften. Auf die Anlagekriterien der einzelnen Gesellschaften bezüglich ihrer Nutzungsstruktur wird kurz eingegangen:

- Der Zielwert der *Allreal Holding AG* für den Anteil Wohnen am Liegenschaftsportfolio liegt bei 20 bis 30% (heute: 15.6%).
- Bei der *Intershop Holding AG* ist die Akquisition von Wohnliegenschaften mit einem interessanten Mietpreis-Lage-Verhältnis nicht grundsätzlich ausgeschlossen. Der Fokus liegt jedoch grundsätzlich auf Immobilien mit ausreichendem Entwicklungspotential. Die Gesellschaft konzentriert sich auf Büro-, Gewerbe- und Detailhandelsimmobilien im Wert von mindestens 5 bis 10 Millionen CHF.
- Neben der Anlagetätigkeit befasst sich die *Mobimo Holding AG* mit Entwicklungsobjekten von Wohnliegenschaften, die erstellt und anschliessend verkauft werden. Gemäss Anlagerichtlinien werden 60 bis 70% in Anlageobjekte investiert und 30 bis 40% in Entwicklungsobjekte. Grundsätzlich befindet sich die Mobimo Holding AG auf Wachstumskurs.⁸⁷
- Die *PSP Swiss Property AG* investiert ausschliesslich in Geschäftsimmobilien.
- Die Gesellschaft *Swiss Prime Site AG* hält primär Geschäftsliegenschaften, sekundär gemischt genutzte Objekte und tätigt keine Investitionen in reine Wohnliegenschaften. Maximal 25% des Anlagevolumens kann in Wohnungen gemischt genutzter Liegenschaften investiert werden.
- Die *Züblin Immobilien Holding AG* investiert ausschliesslich in Geschäftsliegenschaften.

4. Liegenschaften mit gemischter Nutzung im Portfolio

Betrachtet man die Abbildung 8, so ist zu erkennen, dass Liegenschaften mit gemischter Nutzung eine eher untergeordnete Rolle bei den Immobiliengesellschaften spielen.

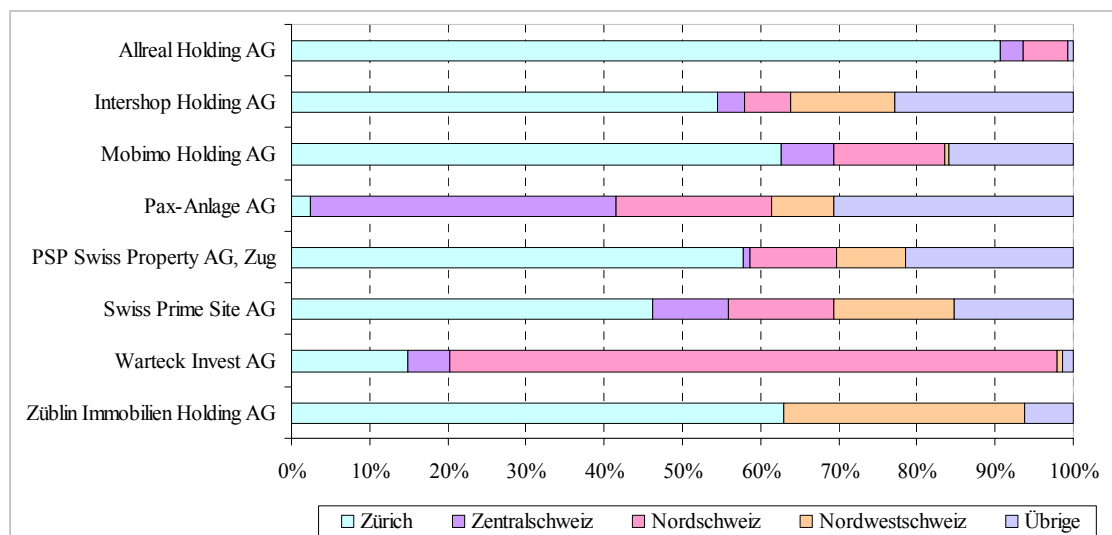
In diesem Zusammenhang ist als einzige die *Warteck Invest AG* zu nennen. Gemäss deren Anlagepolitik dürfen Wohn- und Büroflächen maximal 70% der Mieterträge betragen. Die Zielwerte für Verkaufsflächen liegen bei maximal 30% und die der Gewerbeflächen bei maximal 20% der Mieterträge.

⁸⁷ Vgl. Neue Luzerner Zeitung (2006), Seite 7

3.2.5 Geographische Ausrichtung

Die folgende Darstellung basiert, wie bei den Immobilienfonds, auf der Analyse der Standorte der einzelnen Liegenschaften. Abbildung 9 zeigt die geographische Ausrichtung der Immobiliengesellschaften entsprechend der definierten Bereiche.

Abbildung 9: Geographische Ausrichtung der Immobiliengesellschaften



Quelle: Eigene Darstellung⁸⁸

Der Anteil der in der Deutschschweiz liegenden Immobilien ist bei allen Immobiliengesellschaften grösser als 65%. Häufig nimmt Zürich einen grossen Stellenwert ein. Somit liegt die Vermutung nahe, dass die geographische Ausrichtung mit der Nutzungsart korrespondiert. Denn bei einem Fokus auf Geschäftsliegenschaften resultiert die geographische Ausrichtung auf Wirtschaftszentren.

Die geographische Ausrichtung der einzelnen Gesellschaften erfolgt nachfolgend gemäss deren Anlagerichtlinien:

- Die *Allreal Holding AG* agiert in den wirtschaftlichen Zentren der Schweiz, aber mit dem klaren Schwerpunkt Grossraum Zürich.
- Die *Intershop Holding AG* orientiert sich bei ihrer geographischen Ausrichtung an urbanen Zentren und den Hauptverkehrsachsen der Schweiz.
- Die *Mobimo Holding AG* differenziert ihre Ausrichtung entsprechend der Nutzungsart: Für die Promotion von Wohneigentum werden Lagen in Zürich und Luzern bevorzugt, wo hingegen für Geschäftsliegenschaften lediglich der Standort Zürich in Frage kommt.

Für das Portfolio wird ein Wachstum in der deutschen Schweiz angestrebt, sodass auch ein Suchprofil definiert ist:

- Anlageobjekte: gut erschlossene Lagen in den Wirtschaftsregionen Zürich, Basel, Zug, Luzern und St. Gallen.
- Entwicklungsobjekte: zentrale, gute Lagen in Zürich, Basel, Zug oder Luzern.
- Die *Pax-Anlage AG* ist in der Zentralschweiz sehr aktiv. Sie konzentriert sich jedoch auf die Erstellung und den Verkauf von Eigentumswohnungen.

⁸⁸ Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahresabschlüssen der einzelnen Immobiliengesellschaften, Abrufdatum 13. Juni 2006.

- Bei der *PSP Swiss Property AG* sollen die Investitionsobjekte vorwiegend in den Hauptanlageregionen Zürich, Genf, Basel, Bern, Lausanne liegen. Dort wird wirtschaftliches Wachstumspotential erwartet.
- Die Gesellschaft *Swiss Prime Site AG* hält Immobilien an bevorzugten Lagen in den wichtigsten Schweizer Wirtschaftszentren.
- Die *Wartec Invest AG* nennt mit erster Priorität die Wirtschaftsräume Basel und Zürich-Zug und mit zweiter Priorität grössere Städte und deren Agglomerationen in der Deutschschweiz.
- Der Anteil der Immobilien der *Züblin Immobilien Holding AG* liegt bei 31.8%. Sie investiert in ausgewählten europäischen Wirtschaftsregionen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Immobiliengesellschaften aufgrund ihres hohen Anteils von Geschäftliegenschaften am Portfolio vorwiegend in den bedeutenden Wirtschaftsregionen der Schweiz tätig sind.

3.3 Anlagestiftungen

„Die dritte in der Schweiz übliche Form ist jene der Anlagestiftung, die als Anlagevehikel den Pensionskassen vorbehalten ist.“⁸⁹

„Einige namhafte Pensionskassen (z.B. jene von Roche, Novartis, Nestlé) haben ihren Immobilienbestand in Anlagefonds überführt oder den Aufbau eines Immobilienbestandes von Anfang an im Rahmen von Anlagefonds organisiert (Complan, Post, Telecom, RUAG). Aus den Gesprächen ergibt sich, dass die Überführung des eigenen Immobilienbestandes in Anlagefonds oder Gesellschaften massgeblich durch den Wunsch nach stärkerer Diversifikation des Immobilienportefeuilles bestimmt war. Damit wurde es möglich, die traditionell überwiegende Begrenzung auf die jeweilige Heimatregion des Unternehmens aufzubrechen. Wenn die Immobilienbestände von Pensionskassen in Anlagestiftungen zusammengefasst werden, erleichtert die Grösse des Immobilienbestandes eine Diversifikation und den Aufbau einer professionellen Immobilienbewirtschaftung.“⁹⁰

Der *KGAST⁹¹ Immo-Index* (Schweiz) ist der Index für den Total Return von Immobilienanlagestiftungen.⁹²

3.3.1 Gesetzliche Grundlagen

Als erstes ist das *Schweizerische Zivilgesetzbuch (ZGB)* zu nennen, welches in den Artikeln 80 bis 89 die für Stiftungen geltenden Gesetze aufführt. „Zur Errichtung einer Stiftung bedarf es der Widmung eines Vermögens für einen besonderen Zweck.“⁹³

Für Personalfürsorgestiftungen, die auf dem Gebiet der Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge tätig sind, gelten einige Bestimmungen des *Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG)*.⁹⁴

Das Bundesamt für Sozialversicherung (BSV) als Aufsichtsbehörde über Anlagestiftungen hat *Anforderungen an Anlagestiftungen* (Praxis der Aufsicht Berufliche Vorsorge

⁸⁹ Gantenbein (2003), Seite 178

⁹⁰ Bundesamt für Wohnungswesen (2005), Seite 112

⁹¹ KGAST = Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen

⁹² Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen, Abrufdatum 15. Juni 2006

⁹³ Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 80

⁹⁴ Vgl. Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 89, Absatz 6

zu den Anforderungen an Anlagestiftungen unter ihrer Aufsicht) definiert. Diese dienen dem Schutz der Anleger, denn Anlagestiftungen verwalten Vorsorgegelder von Vorsorgeeinrichtungen.⁹⁵

Des Weiteren ist noch die Verordnung *über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge* (BVV2) zu nennen, die entsprechend des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) ebenfalls zu berücksichtigen ist.

3.3.2 Organisation

Die Gründung einer *Anlagestiftung* erfolgt anhand einer Stiftungsurkunde, auf dessen Grundlage die Eintragung in das Handelsregister erfolgt.⁹⁶

„Der Stiftungszweck soll sich ausschliesslich auf die kollektive Anlage und Verwaltung des von den Mitgliedern (Mitstiftern, Anlegern) eingebrachten Kapitals beschränken. Insbesondere ist nach Praxis des BSV⁹⁷ die Errichtung einer Anlagestiftung, die zugleich Vorsorge- und Anlagefunktion bereinigt, unzulässig.“⁹⁸

Aufgrund der Steuerbefreiung von Anlagestiftungen begrenzt sich der Anlegerkreis auf Einrichtungen der zweiten und dritten Säule, wie zum Beispiel Pensionskassen.⁹⁹

Das von den Anlegern eingebrachte Vermögen kann in verschiedene, rechnerisch selbstständig geführte, unabhängige Anlagegruppen investiert werden.¹⁰⁰ Eine dieser Gruppen stellen Investitionen in direkte Immobilienanlagen dar. Somit gibt es Anlagestiftungen, die als einzige Anlagegruppe Immobilien halten oder Anlagestiftungen, die ausser Immobilien zum Beispiel noch Wertschriften-Anlagegruppen halten. Selbstverständlich gibt es auch Anlagestiftungen, die keine Immobilien halten. Die Marktübersicht (Kapitel 3.3.3) gibt einen entsprechenden Überblick.

Für *Immobilien-Anlagegruppen* bestehen verschiedene Anlagevorschriften:¹⁰¹

- Die Anlagen sind nach Objekten, deren Alter und Lage zu verteilen.
- Die Anlagen sind auf mindestens zehn Grundstücke zu verteilen, wobei aneinandergrenzende Parzellen und Siedlungen, die nach gleichen baulichen Grundsätzen erstellt worden sind, als einziges Grundstück gelten.
- Der Verkehrswert eines Grundstückes darf maximal 25% des Anlagegruppenvermögens betragen.
- Bauland (einschliesslich Abbruchobjekte), angefangene Bauten und mit Baurechten belastete Grundstücke dürfen zusammen maximal 10% des Fondsvermögens ausmachen.
- „Unbebaute Grundstücke einer Immobiliengruppe müssen erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sein.“¹⁰²

Die nachfolgende Abbildung 10 zeigt ein Beispiel für das Prinzip einer Organisation von Anlagestiftungen:

⁹⁵ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 4

⁹⁶ Vgl. Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Juli 2004), Artikel 81

⁹⁷ BSV = Bundesamt für Sozialversicherung

⁹⁸ Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 5

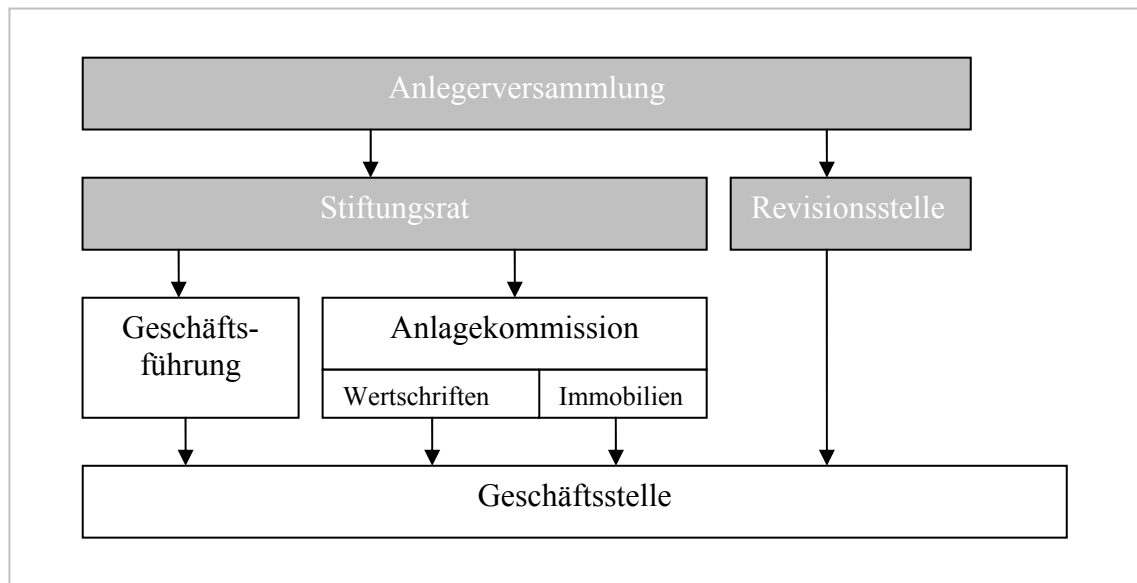
⁹⁹ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 5

¹⁰⁰ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 5

¹⁰¹ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 18

¹⁰² Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 18

Abbildung 10: Beispiel des Prinzips einer Organisation von Anlagestiftungen



Quelle: Vgl. Swisscanto¹⁰³

Das oberste Organ bildet die *Anlegerversammlung*, die gewöhnlich einmal im Jahr einberufen wird. „Sie genehmigt das Geschäftsreglement der Stiftung, den Geschäftsbericht sowie die Jahresrechnung.“¹⁰⁴ Die Anlegerversammlung wählt die Revisionsstelle und den Stiftungsrat.

„Dem *Stiftungsrat* obliegen sämtliche Aufgaben, welche nicht ausdrücklich der Anlegerversammlung, der Revisionsstelle oder der Aufsichtsbehörde vorbehalten sind. Eine allfällige Befugnis zur Delegation von Aufgaben muss in einer statutarischen oder reglementarischen Delegationsnorm verankert sein.“¹⁰⁵ Somit gibt es zwei Regelwerke bei Anlagestiftungen: Zum einen werden in den Statuten die Grundlagen der Organisation sowie sämtliche Organe der Stiftung aufgeführt und zum anderen stehen im Reglement die Detailregelungen.

Anders als bei Anlagefonds haben bei Anlagestiftungen die Anleger die Möglichkeit, im Rahmen des *Stiftungsrates* eine Kontrollfunktion wahrzunehmen. Um diese Aufgaben erfüllen zu können, sind sie auf Transparenz und ausreichende Informationen angewiesen.¹⁰⁶

Eine spezielle Regelung gilt für Anlagestiftungen mit Immobilien-Anlagegruppen. Ein unabhängiger *Schätzungsexperte* muss den Wert jedes Grundstücks, welches die Stiftung erwerben oder veräussern will, überprüfen. Auch bei Bauvorhaben hat der Schätzungsexperte die voraussichtlichen Kosten zu kontrollieren. Eine weitere Aufgabe besteht in der jährlichen Ermittlung von Verkehrswerten, welche in den Rechnungsabschluss übernommen werden.¹⁰⁷

¹⁰³ Swisscanto Anlagestiftung, Abrufdatum: 15. Juni 2006

¹⁰⁴ Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 6

¹⁰⁵ Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 6

¹⁰⁶ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 4

¹⁰⁷ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 17

3.3.3 Marktübersicht einschliesslich Angaben zum Anlagevolumen

Wie bereits erwähnt, verfügen nicht alle Anlagestiftungen über eine Anlagegruppe Immobilien. In der folgenden Tabelle 3 sind die am Markt tätigen Anlagestiftungen aufgeführt, die über Immobilien-Anlagegruppen in der deutschsprachigen Schweiz verfügen.^{108/109}

Tabelle 3: Übersicht der Anlagestiftungen mit Immobilien-Anlagegruppen

Anlagestiftungen	Verkehrswert (CHF)
Credit Suisse Anlagestiftung	2'849'725'196
Swisscanto Anlagestiftung	1'885'439'000
Anlagestiftung Turidomus - Casareal	1'876'576'200
Avadis Anlagestiftung	1'275'965'756
Anlagestiftung Pensimo – Anlagegruppe Casareal	633'045'500
HIG Immobilien Anlagestiftung	546'343'846
Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge	503'000'000
IST Immobilien-Anlagestiftung – Sondervermögen G	412'596'607
Anlagestiftung Turidomus - Proreal	401'451'000
IST Immobilien-Anlagestiftung – Sondervermögen W	363'755'268
„Zürich“ Anlagestiftung – Immobilien-Wohnen Schweiz	355'797'259
„Zürich“ Anlagestiftung – Immobilien-Traditionell Schweiz	299'860'000
Anlagestiftung Imoka	215'071'219
FIDIP	196'870'000
Anlagestiftung Pensimo – Anlagegruppe Proreal	156'338'000

Quelle: Eigene Darstellung¹¹⁰

3.3.4 Nutzungsstruktur

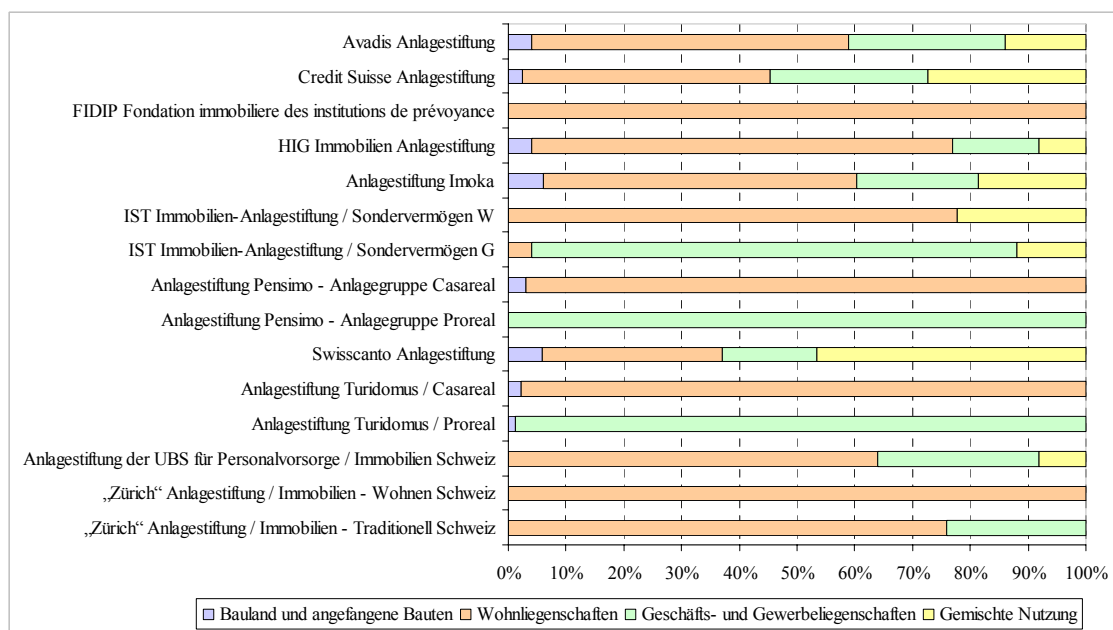
Auch bei der Auswertung der dritten Kategorie institutioneller Investoren finden die vier Nutzungsarten Anwendung. Da eine der Anlagestiftungen (*Swisscanto Anlagestiftung*) Gewerbeliegenschaften im Portfolio hält, wird dies ebenfalls durch die erweiterte Gruppe der Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften repräsentiert. Abbildung 11 zeigt die Nutzungsstruktur der Anlagestiftungen.

¹⁰⁸ Diese Anlagestiftungen werden bei den Analysen aufgrund fehlender Immobilien-Anlagegruppen vernachlässigt: Asset Allocation Access-Stiftung, Allianz Suisse Anlagestiftung, Anlagestiftung Winterthur für Personalvorsorge, Baloise Anlagestiftung für Personalvorsorge, IST Investmentstiftung für Personalvorsorge, Anlagestiftung Lombard Odier Darier Hentsch, Patria Anlagestiftung, Prisma Anlagestiftung, Sarasin Anlagestiftung, Anlagestiftung Swiss Life

¹⁰⁹ Diese Anlagestiftungen werden bei den Analysen aufgrund fehlender Immobilien-Anlagegruppen in der deutschsprachigen Schweiz vernachlässigt: AFIAA, Anlagestiftung Testina

¹¹⁰ Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahresabschlüssen der einzelnen Anlagestiftungen, Abrufdatum: 16. Juni 2006.

Abbildung 11: Nutzungsstruktur der Anlagestiftungen



Quelle: Eigene Darstellung¹¹¹

1. Bauland und angefangene Bauten

Im Vergleich zu den beiden bereits dargestellten Kategorien der institutionellen Investoren fällt auf, dass Anlagestiftungen, wenn überhaupt, nur einen geringen Anteil an Bauland und angefangenen Bauten halten.

Explizit ist die *IST Immobilien-Anlagestiftung Sondervermögen W* zu nennen, die zwar gemäss der Abbildung zurzeit kein Bauland oder angefangene Bauten im Portfolio hat, die aber in ihren Anlagerichtlinien auf Investitionen in Neubauprojekte ausdrücklich hinweist.

2. Schwerpunkt auf Wohnliegenschaften

Die Erläuterungen zu den einzelnen Anlagestiftungen orientieren sich auch hier an den aus den Jahresabschlüssen entnommenen Anlagerichtlinien.

- Die *Avadis Anlagestiftung* fokussiert Wohnimmobilien und ausgewählte Geschäftsimmobilien.
- Die Anlagestiftung *FIDIP (Fondation immobiliere des institutions de prévoyance)* investiert ausschliesslich in Mehrfamilienhäuser. Der kommerzielle Anteil darf maximal 20% des Mietertrages betragen.
- Bei der *HIG Immobilien Anlagestiftung* teilt sich das Portfolio in 75% Wohnliegenschaften und 25% Geschäftliegenschaften auf.
- Die *IST Immobilien Anlagestiftung* unterhält zwei Immobilien-Anlagegruppen, wobei die eine vorwiegend in Wohnliegenschaften investiert und bei der anderen Geschäftliegenschaften im Vordergrund stehen. Die hier zu erwähnende Gruppe *Sondervermögen W* hat zum Ziel, in Mehrfamilienhäuser mit Familienwohnungen zu investieren.
- Das gleiche gilt für die *Anlagestiftungen Pensimo* und *Turidomus*, die mit ihren Anlagegruppen *Casareal* und *Proreal* zwei Immobilien-Anlagegruppen halten, die

¹¹¹ Die Angaben entstammen den aktuellen Jahresabschlüssen der einzelnen Anlagestiftungen, Abrufdatum: 16. Juni 2006

jeweils schwergewichtig im Bereich der Wohnliegenschaften, beziehungsweise Geschäftsliegenschaften, tätig sind. Mit Fokus auf Wohnimmobilien ist die Gruppe *Casareal* zu nennen.

- Des Weiteren ist die *Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge / Immobilien Schweiz* zu erwähnen, die ihren Schwerpunkt auf Wohnbauten legt und maximal 35% in kommerzielle Liegenschaften investiert.
- Auch die „Zürich“ *Anlagestiftung Immobilien* hält zwei Immobilien-Anlagegruppen, wobei beide (*Wohnen Schweiz* und *Traditionell Schweiz*) ihr Schwergewicht im Portfolio auf Wohnliegenschaften legen.

3. Schwerpunkt auf Geschäftsliegenschaften

- Wie bereits erwähnt, zielt die *IST Immobilien Anlagestiftung* mit der Anlagegruppe *Sondervermögen G* auf Geschäftshäuser mit Büro- und Verkaufsflächen.
- Das gleiche gilt für die *Anlagestiftungen Pensimo* und *Turidomus*, welche mit ihrer Anlagegruppe *Proreal* ausschliesslich in Geschäftsimmobilien investieren.

4. Liegenschaften mit gemischter Nutzung im Portfolio

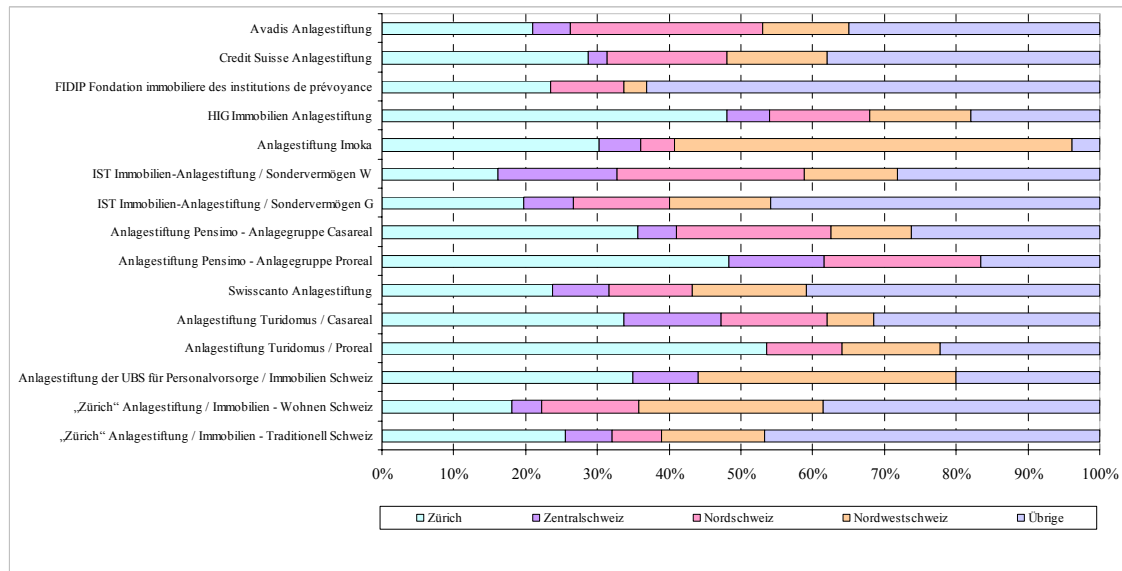
Die drei verbleibenden Anlagestiftungen halten zwar Liegenschaften mit gemischter Nutzung im Portfolio, aber sie zeichnen sich insbesondere durch die gemischte Nutzungsstruktur in ihrem Portfolio aus. Es sind keine Schwergewichte für die eine oder andere Nutzungsart feststellbar.

- Die *Credit Suisse Anlagestiftung* hält das grösste Immobiliensondervermögen der Schweizer Anlagestiftungen und investiert bis zu 40% in Geschäftsimmobilien.
- Bei der *Swisscanto Anlagestiftung* wird das Gleichgewicht zwischen Wohnbauten und kommerziell genutzten Objekten wie Geschäftshäusern, Gewerbe- und Mehrzweckbauten sowie Einkaufszentren angestrebt. Je nach Marktopportunität kann die eine oder andere Nutzungskategorie auf 60% erhöht werden.
- Als letzte ist die *Anlagestiftung Imoka* zu erwähnen, die in Schweizerische Wohn- und Geschäftshäuser investiert.

3.3.5 Geographische Ausrichtung

Analog zu den bisher dargestellten Auswertungen erfolgt auch hier die Auswertung der Standorte der einzelnen Immobilienanlagen der Immobilien-Anlagegruppen. Abbildung 12 zeigt die entsprechende geographische Ausrichtung.

Abbildung 12: Geographische Ausrichtung der Anlagestiftungen



Quelle: Eigene Darstellung¹¹²

Die Auswertung der Nutzungsstruktur der Anlagestiftungen hat gezeigt, dass sie aufgrund der unterschiedlichen Immobilien-Anlagegruppen mit verschiedenen Schwerpunkten kein einheitliches Bild abgeben.

Ähnlich zeigt sich die Abbildung zur geographischen Ausrichtung.

Vernachlässigt man die Stiftung *FIDIP Fondation immobiliere des institutions de prévoyance*, welche Immobilienkäufe ausschliesslich in der Westschweiz tätigt, so liegt die untere Grenze des Anteils der Liegenschaften in der deutschsprachigen Schweiz bei rund 50%.

¹¹² Die Angaben stammen aus den aktuellen Jahresabschlüssen der einzelnen Anlagestiftungen, Abrufdatum: 16. Juni 2006

3.4 Anlagestil – Risiko und Rendite

Bevor auf den Anlagestil der institutionellen Investoren eingegangen wird, bedarf es einiger Erklärungen zum Zusammenhang von Rendite und Risiko.

Immobilien müssen sich am Markt gegenüber anderen Anlagegruppen, wie zum Beispiel Aktien oder Obligationen, behaupten können und demzufolge müssen sie sich ebenfalls an ihre Renditen und Risiken messen lassen.¹¹³ Immobilien als Anlageklasse erweisen sich als Mittelding zwischen Aktien und Obligationen.¹¹⁴

In der Regel besteht der Anreiz für eine Investition in einem zukünftigen Vermögenszuwachs, beziehungsweise mindestens im Erhalt der realen Vermögenssubstanz.¹¹⁵ Für Immobilien sind das positive Mietzahlungen und der Wertzuwachs der Immobilie. Dieses Anlageziel wird durch eine entsprechend höhere Rendite angestrebt. „Eine höhere Rendite kann aber nur durch Eingehen eines höheren Risikos erkaufte werden.“¹¹⁶

Die Begründung dieses Zusammenhangs liefert das Marktgleichgewicht: Bei einer hohen und sicheren Rendite werden Anleger angezogen, die aufgrund des begrenzten Angebotes bereit sind, einen höheren Preis zu zahlen. Der Preisanstieg führt zu sinkenden Renditen und steigendem Risiko. Dadurch wird das Angebot unattraktiver und die Situation kommt zum Ausgleich. Somit kann festgehalten werden, dass Risikovermeidung immer mit einem Renditeverlust verbunden ist.¹¹⁷

Dieser Zusammenhang hat Einfluss auf den *Anlagestil* der einzelnen Investoren – der eine ist risikofreudiger als der andere. Bei den Anlagestilen unterscheidet man Core, Value-added und Opportunistic.

Abbildung 13 zeigt die Einordnung der drei Stile in Bezug auf ihr Rendite-Risiko-Verhalten.

¹¹³ Vgl. Wellner: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, Seite 2f

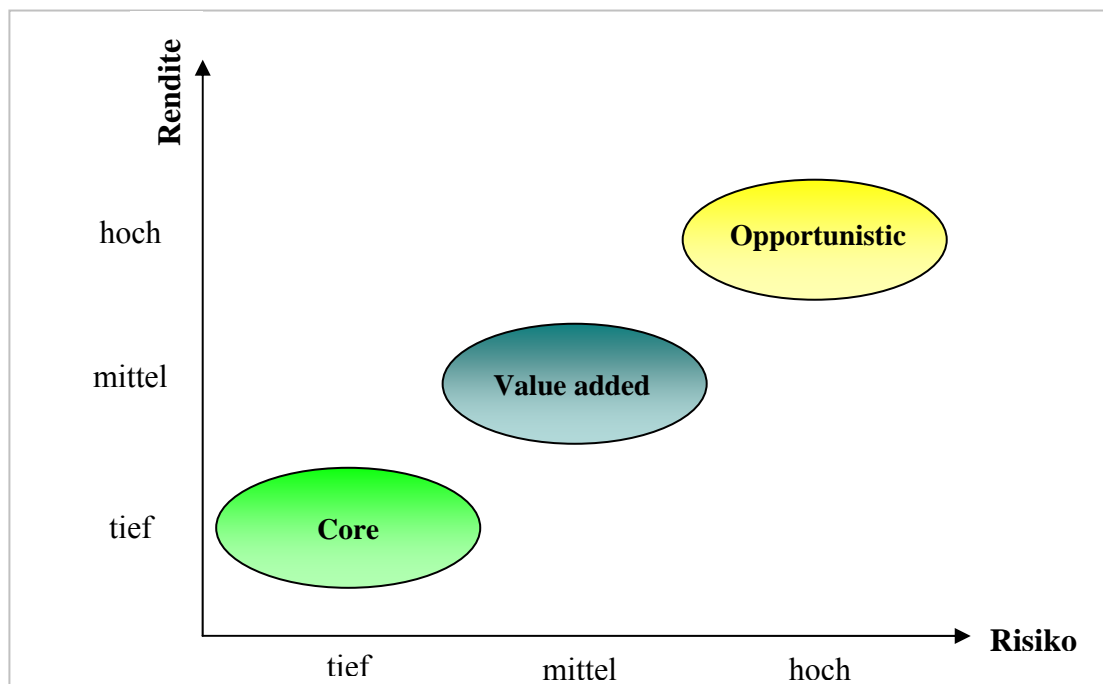
¹¹⁴ Vgl. ZKB, 2004, Seite 93

¹¹⁵ Vgl. Wellner: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, Seite 5

¹¹⁶ Wellner: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, Seite 3

¹¹⁷ Vgl. Wellner: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, Seite 3f

Abbildung 13: Anlagestile



Quelle: In Anlehnung an verschiedene Quellen¹¹⁸

Der Anlagentyp *Core* verfolgt die Strategie des Haltens und Bewirtschaftens von Immobilien mit dem Schwergewicht auf Wohn-, Büro-, und Verkaufsimmobilen.

Die Erzielung eines hohen und stabilen Cashflows steht dabei im Mittelpunkt der Aktivitäten. Somit werden stabile und zahlungskräftige Mieter gesucht, um Leerstände und Fluktuationen zu vermeiden. Der Wertzuwachs einer Immobilie ist zwar willkommen, aber dieser Aspekt steht nicht im Zentrum der Aktivitäten. Der Anteil der Fremdfinanzierung ist kleiner als 60%. Die Vertreter dieser Investitionsstrategie stellen Immobilienfonds und teilweise Immobiliengesellschaften dar.¹¹⁹

Diese These kann durch die Analysen zu Immobilienfonds (Kapitel 3.1) bestätigt werden. Alle Fonds haben in ihrem Fondreglement verankert, dass die Belastung im Durchschnitt aller Grundstücke 50% des Verkehrswertes nicht übersteigen darf.

Im Hinblick auf die Strategie ist der Fonds „CS Real Estate Fund Property Plus“ der einzige, der als Hauptaktivität die Investition in qualitativ hochwertige Bauprojekte anbietet.

Entsprechend der Untersuchungen in Kapitel 3.3 sind sämtliche Immobilienanlagestiftungen dem Anlagentyp *Core* zuzuordnen.

Beim zweiten Anlagestil *Value-Added* geht es hauptsächlich um die Wertsteigerung der einzelnen Immobilien. Dabei gibt es keine Einschränkung auf bestimmte Nutzungsarten. Die Entwicklung von Immobilien und deren Platzierung im Markt stehen im Zentrum der Aktivitäten. Demzufolge gehen sie höhere Risiken ein als *Core*-Investoren und generieren entsprechend höhere Renditen. Auch das Aufkaufen bestehender Liegenschaften und deren Revitalisierung durch Renovationen, Mieterwechsel und ähnliches können zu den Tätigkeiten eines *Value-Added*-Investors gehören. Leerstände werden

¹¹⁸ Vgl.: Handbuch Investition, Seite 30 / Credit Suisse Swiss Issues Immobilien: Fakten und Trends 2006, Seite 58 / UBS research focus: Immobilien Seite 21

¹¹⁹ Vgl. Credit Suisse Swiss Issues Immobilien: Fakten und Trends 2006, Seite 59

bei erkennbarem Wertsteigerungspotential einer Immobilie durchaus in Kauf genommen.

Die Höhe der Fremdfinanzierung beläuft sich zwischen 30 und 70%. Die Immobiliengesellschaft Intershop Holding AG bewegt sich in diesem Segment.

Ebenso der von der Credit Suisse neu aufgelegte Fonds Property Plus fällt in diese Kategorie.¹²⁰

Aufgrund eines Fremdkapitalanteils von bis zu 80% bei Anlageobjekten, entsprechend der vorgegebenen Zielwerte, kann die Allreal Holding AG ebenfalls mit dem Anlagestil Value-Added verbunden werden.

Der Anlagestil *Opportunistic* zeichnet sich durch eine noch höhere Risikobereitschaft der Investoren aus. Wie bei der Value-Added-Strategie steht die Wertsteigerung der Immobilien im Zentrum der Aktivitäten. Aber der Anteil der Fremdfinanzierung steigt über 70%.¹²¹

Von den untersuchten Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Immobilienanlagefonds verhalten sich keine entsprechend des Stils *Opportunistic*.

Vergleicht man abschliessend die Anlagegruppe Immobilien mit Obligationen und Aktien, so wird in der Regel davon ausgegangen, „dass Immobilien (direkter Besitz) bezüglich Rendite und Risiko im langjährigen Durchschnitt zwischen Aktien und Obligationen liegen.“¹²² Dabei sind Obligationen als Core, Immobilien als Value-Added und Aktien als *Opportunistic* zu verstehen.

¹²⁰ Vgl. Credit Suisse Economic Research (2006), Seite 59

¹²¹ Vgl. Credit Suisse Economic Research (2006), Seite 59

¹²² Eckert (2005), Seite 21

4 Immobilienangebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“

Nachdem in Kapitel 3 der Investorenmarkt untersucht wurde und demzufolge nun feststeht, welche Art von Immobilienanlagen nachgefragt werden, erfolgen die Betrachtungen der Angebote des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“. Dabei stehen, wie bis anhin, die Kriterien Volumen der Immobilien, deren Nutzungsstruktur und die geographische Ausrichtung im Vordergrund.

Bei den Analysen der einzelnen Investoren wurden auf der Basis deren bestehender Portfolios zu einem bestimmten Zeitpunkt auf deren Anlagestrukturen geschlossen. Bei dem „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ gibt es kein vergleichbares Portfolio, denn nach der Realisierung der Immobilienanlagen werden diese verkauft und nicht im Bestand gehalten. Folglich ist bei der Analyse auf andere Grundlagen zurückzugreifen, um deren Angebot in Bezug auf Volumen, Nutzungsstruktur und geographische Ausrichtung zu definieren. Zum einen umfasst die Analyse diejenigen Projekte, die in den letzten zehn Jahren als Investitions- und somit Mietprojekte abgesetzt wurden und zum anderen werden Definitionen zur strategischen Ausrichtung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ ausgewertet.

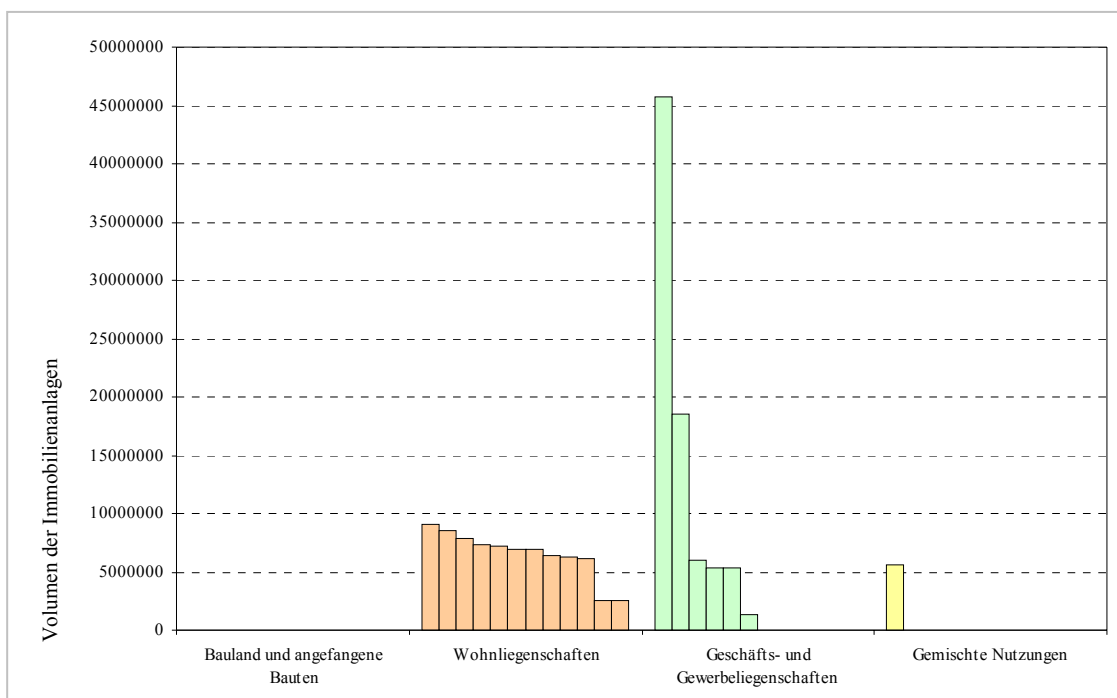
Auf die Darstellung der Kategorie *Bauland und angefangene Bauten* wird in den Kapiteln 4.1, 4.2 und 4.3 aus folgenden Gründen verzichtet: sämtliche am Markt abzusetzenden Immobilienanlagen werden durch den „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ in seiner Funktion als Trader-Developer entwickelt. Aber die in der Entwicklungsphase befindlichen Objekte werden nicht wie bei den Rechnungsabschlüssen der institutionellen Investoren bewertet. Folglich gibt es keinen Bestand an Bauland und angefangenen Bauten. In Kapitel 4.4 folgen weitere Ausführungen zu dieser Kategorie.

4.1 Volumen der angebotenen Immobilienanlagen

Teilweise geben die institutionellen Investoren in ihren Anlagerichtlinien Mindest- oder Maximalvolumina für die einzelnen Immobilienanlagen vor. Somit ist zu prüfen, inwieweit die Angebote des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ den geforderten Volumina der einzelnen Immobilienanlagen entsprechen.

Die folgende Abbildung 14 zeigt die Volumen der einzelnen Immobilienanlagen, sortiert nach deren Nutzung.

Abbildung 14: Volumen der einzelnen angebotenen Immobilienanlagen je nach Nutzungskategorie des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ der letzten zehn Jahre



Quelle: Eigene Darstellung¹²³

Betrachtet man die abgesetzten *Wohnliegenschaften*, so haben die einzelnen Anlagen Volumen zwischen CHF 2.5 und 9.1 Mio. Zwei der Anlagen liegen unter 3 Mio., die übrigen Liegenschaften bewegen sich zwischen CHF 6 und 10 Mio. Insgesamt konnten zwölf Wohnimmobilien an institutionelle Investoren abgesetzt werden.

Die *Geschäftsliegenschaften* zeigen hohe Differenzen auf: es gibt mit CHF 45.7 Mio. einen „Ausreisser“, eine weitere Immobilie mit CHF 18.6 Mio. und die übrigen Anlagen liegen bei rund CHF 6 Mio. und tiefer. Obwohl die Summen der Marktwerte der einzelnen Volumen von Wohn- und Geschäftsimmobilen ungefähr gleich hoch sind, verteilt sich diejenige der Geschäftsimmobilen jedoch nur auf sechs Liegenschaften.

Der Anteil der Liegenschaften mit *gemischten Nutzungen* ist gering, sodass bezüglich Volumen nur ein einziges Objekt mit CHF 5.6 Mio. in den Auswertungen enthalten ist. Die beschriebenen Volumina der einzelnen Immobilienanlagen repräsentieren den *Ist-Zustand* der angebotenen und abgesetzten Immobilienanlagen der letzten zehn Jahre.

Nach Einsicht in die Unternehmensziele des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ ist in den finanziellen Zielen eine minimale Projektgrösse von CHF 5 Mio. bei Neubauten definiert. Vergleicht man diese Minimalgrösse mit den realisierten Projekten, so ist feststellbar, dass bei sechzehn der neunzehn realisierten Immobilienanlagen diese Vorgaben eingehalten wurden.

¹²³ p-4 AG: Bauabrechnungen der realisierten und an institutionelle Investoren abgesetzten Bauprojekte

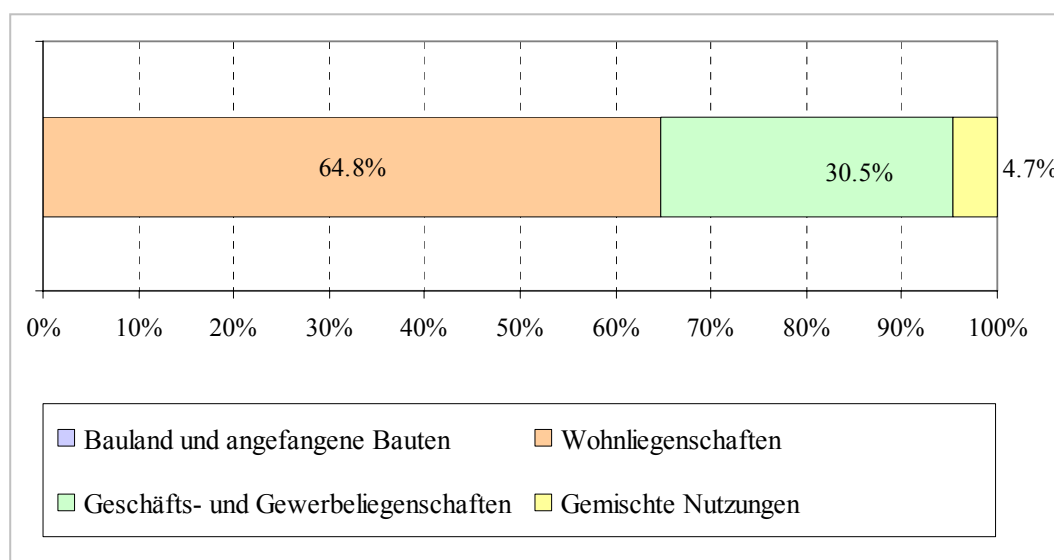
4.2 Nutzungsstruktur

Im Rahmen der Darstellung der Volumen der einzelnen Immobilienanlagen in Kapitel 4.1 wurde der „Ausreisser“ bei den Geschäftsliegenschaften bereits erwähnt. Erfolgt die Auswertung der Nutzungsstruktur der angebotenen Anlagen anhand der Marktwerte einschliesslich dieser Immobilie, so beträgt der Anteil an Wohnliegenschaften 46.9% und der Anteil der Geschäftsliegenschaften 49.7%.

Betrachtet man hingegen die absolute Zahl der Wohn- und Geschäftsimmobilien, so stellt sich mit zwölf zu sechs Anlagen eine differenzierte Relation dar. Aufgrund dieser Sachlage wird bei der Auswertung der Nutzungsstruktur der „Ausreisser“ nicht involviert.

Die nachfolgende Abbildung 15 zeigt die entsprechende prozentuale Verteilung der verbleibenden drei Nutzungskategorien:

Abbildung 15: Nutzungsstruktur der Immobilienangebote



Quelle: Eigene Darstellung¹²⁴

Betrachtet man die dargestellte Nutzungsstruktur, so ist ein Schwergewicht auf *Wohnimmobilien* deutlich erkennbar. Der Anteil der Wohnliegenschaften ist mehr als doppelt so hoch als der Anteil der abgesetzten Geschäftsliegenschaften.

Der Anteil der bereits erwähnten Liegenschaft mit *gemischter Nutzung* ist untergeordnet.

Inwieweit sich die strategische Ausrichtung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ in der dargestellten Abbildung widerspiegelt, ist nicht feststellbar. Im Selbstverständnis des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ werden die Nutzungsarten „Wohn-, Gewerbe- und Dienstleistungsbauten“¹²⁵ erwähnt, jedoch ohne Präferenzen zu setzen.

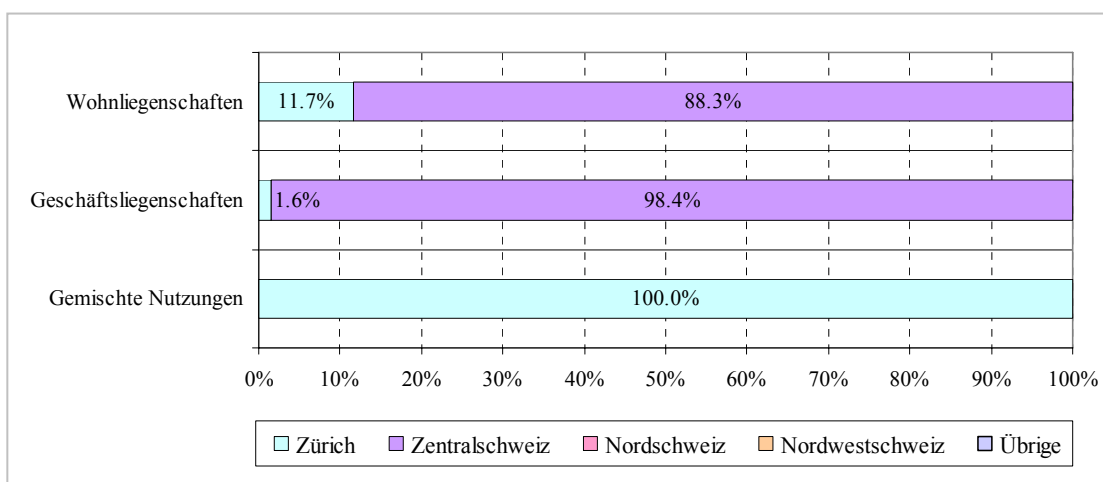
¹²⁴ p-4 AG: Bauabrechnungen der realisierten und an institutionelle Investoren abgesetzten Bauprojekte

¹²⁵ p-4 AG: Selbstverständnis, Abrufdatum: 18. Juli 2006

4.3 Geographische Ausrichtung

Als drittes Kriterium erfolgt nun die Betrachtung der geographischen Ausrichtung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“. In Abbildung 16 ist die geographische Verteilung der Projekte je nach Nutzungsart sichtbar.

Abbildung 16: Geographische Ausrichtung der angebotenen Projekte



Quelle: Eigene Darstellung¹²⁶

Bei den *Geschäftsliegenschaften* erfolgt die Konzentration auf die Zentralschweiz. Das gilt auch für *Wohnliegenschaften*, obwohl der Anteil des Bereiches Zürich rund 10% höher ist als bei den *Geschäftsliegenschaften*.

Da die Liegenschaften mit *gemischten Nutzungen* lediglich aus einem Projekt bestehen und dieses im Bereich Zürich liegt, zeigt die Darstellung 100%, wobei dieser Balken keine Aussagekraft hat.

In den verbleibenden Bereichen der deutschsprachigen Schweiz, der Nord- und Nordwestschweiz, sind keine Absatzaktivitäten feststellbar.

In der Unternehmensstrategie¹²⁷ des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ wird die geographische Ausrichtung aufgezeigt. Jedoch werden für die Säulen Immobilienmarketing, Projektentwicklung und Projektumsetzung unterschiedliche Märkte definiert. Einerseits wird die Deutschschweiz genannt und andererseits der Kanton Zug mit seinen angrenzenden Regionen und Gemeinden, das linke Zürichseeufer, der Kanton Aargau, die Achse der Autobahn A1 sowie die Kantone Schwyz und Luzern. Wie bei den verschiedenen Nutzungsarten werden auch im Hinblick auf die geographische Ausrichtung keine Präferenzen für eine bestimmte Region genannt.

Aufgrund der Differenzen der strategischen Vorgaben als Soll-Vorgaben und der Ist-Situation, die anhand der angebotenen Immobilienanlagen dargestellt wurde, erfolgt im folgenden Kapitel die Gegenüberstellung von Soll und Ist. Ziel des Kapitels 4.4 ist es, eine Angebotsseite zu definieren, die der Nachfrage der institutionellen Investoren in Kapitel 5 gegenübergestellt werden kann.

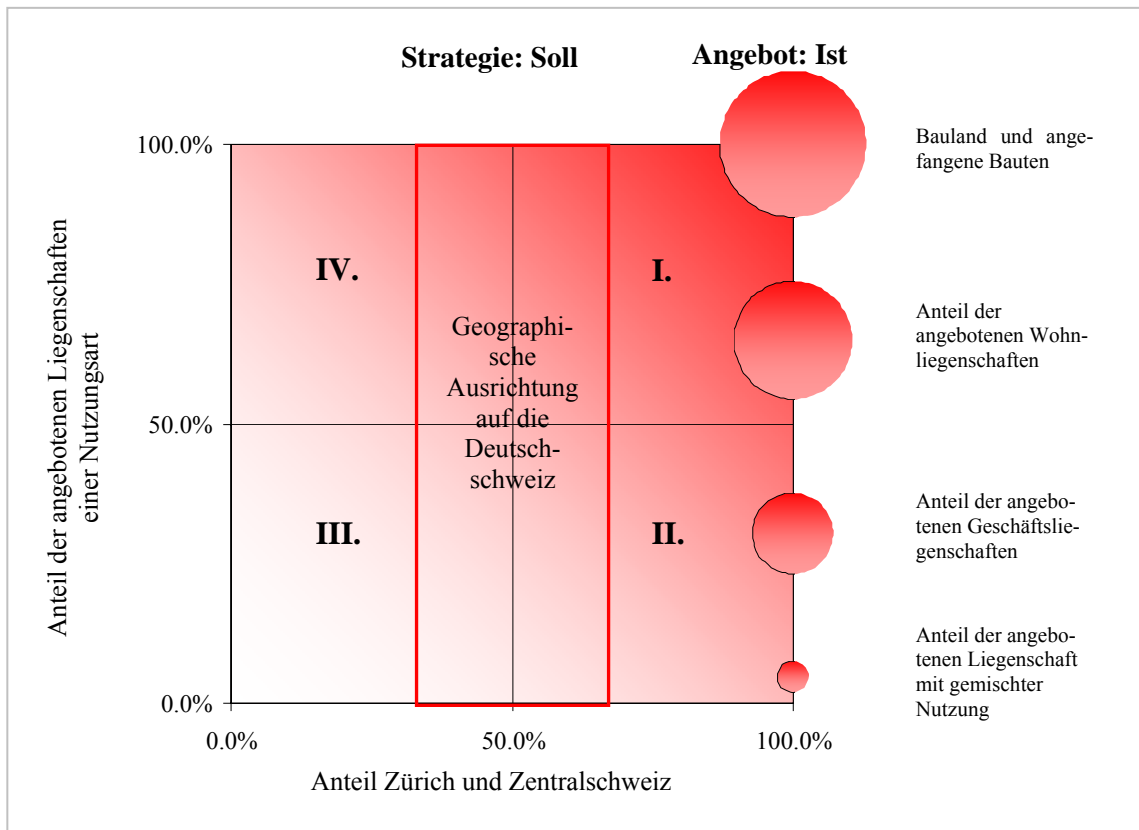
¹²⁶ p-4 AG: Bauabrechnungen der realisierten und an institutionelle Investoren abgesetzten Bauprojekte

¹²⁷ p-4 AG: Strategisches Vorgehen (Unternehmensstrategie), Abrufdatum: 18. Juli 2006

4.4 Gegenüberstellung der Soll- und Ist-Situation des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“

Die Gegenüberstellung der Soll- und Ist-Situation erfolgt anhand der folgenden Abbildung 17.

Abbildung 17: Anteile der angebotenen Liegenschaften des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ je nach Nutzungsart und geographischer Ausrichtung



Quelle: Eigene Darstellung¹²⁸

Die *x-Achse*¹²⁹ repräsentiert die geographische Ausrichtung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“. Da sich die Standorte der angebotenen Immobilienanlagen lediglich in den Bereichen Zürich und Zentralschweiz befinden, beschränkt sich die Darstellung auf diese.

Die *y-Achse* stellt die Nutzungsstruktur dar. 100% entspricht der Summe der angebotenen Liegenschaften. Die Aufteilung der Nutzung erfolgt nach Wohn- und Geschäftsliegenschaften sowie Liegenschaften mit gemischter Nutzung.

Zunächst wird die *Ist-Situation* anhand der dargestellten Blasen erläutert.

Da sämtliche angebotenen Liegenschaften in Zürich beziehungsweise in der Zentralschweiz platziert sind, stellt sich die geographische Ausrichtung als vertikale Achse an der 100%-Marke dar.

¹²⁸ Zusammenfassung der Ergebnisse von Kapitel 4.1 bis 4.3.

¹²⁹ Die *x-Achse* ist die horizontale und die *y-Achse* die vertikale Achse.

Betrachtet man die Nutzungsstruktur, so spiegeln sich der Ergebnisse aus Kapitel 4.2 wider. Die Grösse der Blasen repräsentiert die Summe der Marktwerte der einzelnen Liegenschaften einer Nutzungsart.

Explizit zu erwähnen ist die Blase von *Bauland und angefangenen Bauten*, welche symbolischen Charakter hat. Sie soll zeigen, dass jede realisierte und abgesetzte Immobilienanlage durch den „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ entwickelt wurde und somit seine Bedeutung als Trader-Developer unterstreichen. Die Grösse der Blase zeigt die Summe aller mit Marktwerten bewerteten, abgesetzten Liegenschaften.

Anhand der schriftlich fixierten, strategischen Ausrichtung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ wird die *Soll-Situation* dargestellt.

Der Zielmarkt der Deutschschweiz teilt sich in vier Bereiche, die Nord-, Nordwest-, Zentralschweiz sowie Zürich, auf. Da diese Bereiche nicht gewichtet sind, kann bei gleichmässiger Verteilung jedem ein Viertel des definierten Marktanteils zugewiesen werden. Demzufolge wird angenommen, dass der Anteil an der Zentralschweiz und Zürich (x-Achse) etwa 50% beträgt. Berücksichtigt man Toleranzen von +/- 10%, so spannt sich der Rahmen der *Soll-Situation* im Hinblick auf die geographische Ausrichtung zwischen 40 und 60% auf.

Wie bereits erwähnt, gibt es von Seite „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ keine Präferenzen im Hinblick auf eine bestimmte Nutzungsart. Somit deckt der gesetzte Rahmen der *Soll-Situation* das komplette Spektrum möglicher Kombinationen von Anteilen verschiedener Nutzungsarten ab.

Nun stellt sich die Frage, in welchem Quadranten I. bis IV. die angebotenen Immobilienanlagen liegen sollten, um möglichst hohe Absatzchancen am institutionellen Investorenmarkt zu haben.

Rein geographisch betrachtet, ist die Wahrscheinlichkeit des Absatzes einer Immobilie am höchsten, wenn die institutionellen Investoren ebenfalls im Bereich der Zentralschweiz und Zürich aktiv sind, das heisst deren Anteil möglichst weit rechts (im Quadranten I. und II.) zu finden ist.

Versucht man eine Immobilie einer bestimmten Nutzungsart abzusetzen, so ist auch hier die Wahrscheinlichkeit, auf einen institutionellen Investor zu treffen am grössten, wenn der Anteil dieser Nutzungsart im Portfolio des angesprochenen Investors hoch ist. Das bedeutet, dass der Anteil der Nutzungsart im IV. oder I. Quadranten liegt.

Die Überschneidung von Nutzungsart und geographischer Ausrichtung repräsentiert demzufolge der I. Quadrant, dessen Bedeutung in Abbildung 17 durch die rot unterlegte Fläche ersichtlich ist.

Jedoch ist anzumerken, dass auch institutionelle Investoren, die in anderen Quadranten liegen, potentielle Ansprechpartner sein können, jedoch ist die Wahrscheinlichkeit der Korrespondenz geringer.

Für das weitere Vorgehen steht somit die Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im I. Quadranten im Zentrum der Betrachtungen.

5 Gegenüberstellung von Angebot (Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen) und Nachfrage (institutionelle Investoren)




Als nächstes erfolgt die Gegenüberstellung der Ergebnisse von Kapitel 4 mit den Resultaten zum Investorenmarkt aus Kapitel 3.

Die einzelnen Nutzungsarten Wohn- und Geschäftsnutzung, Liegenschaften mit gemischter Nutzung sowie Bauland und angefangene Bauten werden separat in den Kapiteln 5.1 bis 5.4 dargestellt. Auf eine separate Darstellung der Nutzungskategorie Gewerbeliegenschaften wird verzichtet, denn lediglich eine Immobiliengesellschaft und eine Anlagestiftung halten gewerblich genutzte Grundstücke.

Die in den genannten Kapiteln vertretenen Diagramme zeigen einerseits den Anteil einer bestimmten Nutzungsart am Gesamtportfolio der institutionellen Investoren (y-Achse) und zum anderen deren Standorte, indem der prozentuale Anteil der geographischen Ausrichtung in Zürich und der Zentralschweiz repräsentiert ist (x-Achse).

Die Grösse der Blasen als dritte Dimension symbolisiert den absoluten Wert, der von den einzelnen Investoren in die verschiedenen Nutzungen investiert wird.

Die Farben der Blasen stehen für die jeweilige Kategorie, zu denen die Investoren zu zählen sind. Dabei stellen die unterschiedlichen Farben die drei betrachteten Kategorien Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen gemäss Legende dar:

Legende	
	Immobilienfonds
	Immobiliengesellschaften
	Anlagestiftungen

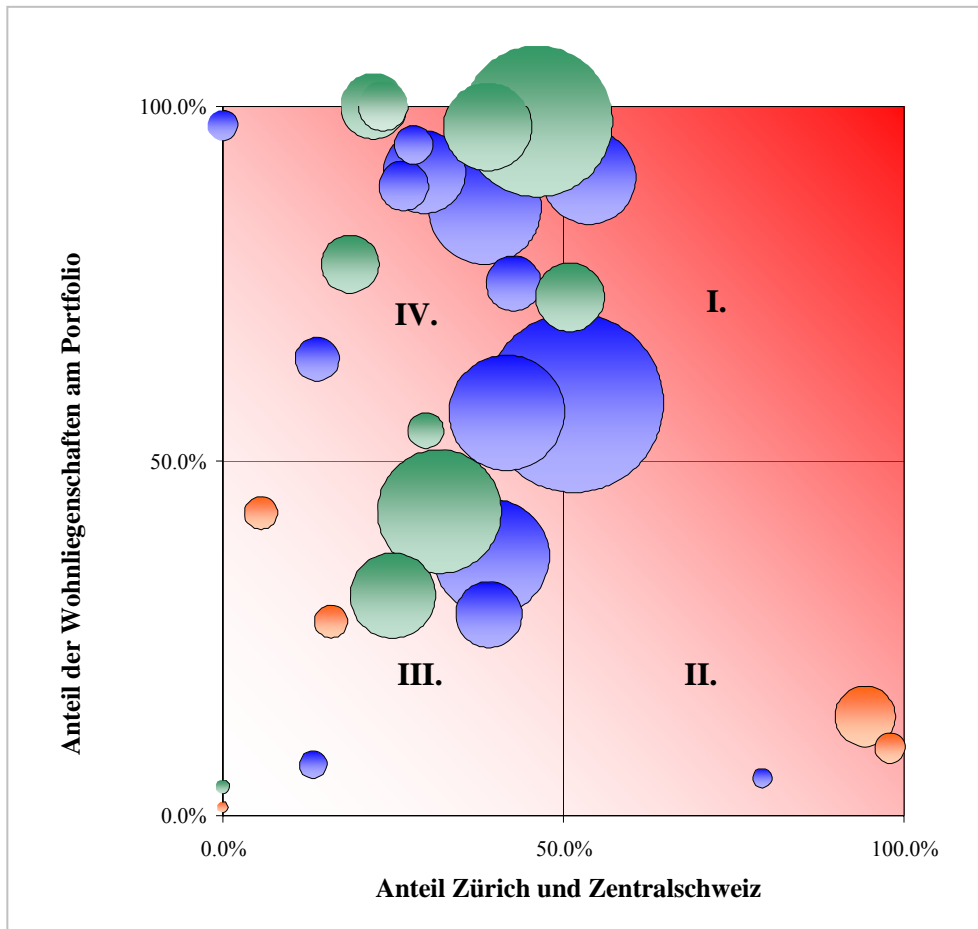
Entsprechend der Resultate aus Kapitel 4.4 ist der I. Quadrant rot eingefärbt. Diejenigen Investoren, die aufgrund ihrer Kombination von Volumen, Nutzung und geographischer Ausrichtung im I. Quadrant liegen, sind explizit zu erwähnen.

5.1 Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Wohnliegenschaften

Als erstes erfolgt die Betrachtung der Liegenschaften mit Wohnnutzung.

Demzufolge wird in Abbildung 18 gegenübergestellt, inwieweit die Nachfrage der institutionellen Investoren nach Wohnimmobilien mit dem Angebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ korrespondiert.

Abbildung 18: Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an Wohnliegenschaften am Portfolio



Quelle: Eigene Darstellung¹³⁰

Immobilien-gesellschaften

Schnell ist erkennbar, dass *Immobilien-gesellschaften* auf dem Wohnungsmarkt eher eine untergeordnete Rolle spielen. Von den betrachteten acht Immobilien-gesellschaften investieren fünf in Wohnliegenschaften, wobei der durchschnittliche Wohnanteil am Gesamtportfolio unter 20% liegt. Untermauert wird diese These, wenn man das Wohnanlagevolumen der einzelnen Gesellschaften betrachtet. Dieses liegt deutlich unter denen von Immobilienfonds und Anlagestiftungen.

Betrachtet man das Volumen einer einzelnen Liegenschaft, so geben die Anlagerichtlinien Mindestgrössen für die einzelne Immobilie vor, die zwischen CHF 5 Mio. und CHF 10 Mio. liegen, was mit der strategischen Ausrichtung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ korrespondiert.

Bezüglich der geographischen Ausrichtung lässt sich festhalten, dass die Gesellschaften keine bestehenden Wohnimmobilien in der Zentralschweiz halten und sich die Liegenschaften ausschliesslich in Zürich befinden.

Da sich das Angebot für Wohnimmobilien des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ fast ausschliesslich in der Zentralschweiz befindet und sämtliche Angebote

¹³⁰ Die Daten entsprechen den Auswertungen zu Immobilienfonds (Kapitel 3.1), Immobilien-gesellschaften (Kapitel 3.2) und Anlagestiftungen (Kapitel 3.3).

die Grenze von CHF 10 Mio. unterschreiten, kann festgehalten werden, dass Immobiliengesellschaften keine Ansprechpartner für den Absatz von Wohnliegenschaften darstellen.

Somit liegt auch keine der Immobiliengesellschaften im I. Quadranten.

Immobilienfonds

Im Gegensatz zu der Anlagepolitik der Immobiliengesellschaften sind die *Immobilienfonds* zu sehen. Bis auf wenige Ausnahmen liegt der Wohnanteil am Gesamtportfolio deutlich über 50%, was die Lage der Blasen im I. und IV. Quadranten zeigt. Auch anhand der Grösse der Blasen ist die Bedeutung der Wohnportfolios der Fonds erkennbar. Wirft man einen Blick auf die Anlagerichtlinien der einzelnen Fonds, so werden vereinzelt Mindestvolumen von CHF 5 Mio. angegeben. In der Regel liegen die Wohnimmobilienangebote des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ über dieser Grenze, sodass Immobilienfonds potentielle Investoren für den Absatz von Wohnimmobilien darstellen.

Vergleicht man die geographische Ausrichtung von Angebot und Nachfrage, so halten lediglich fünf der fünfzehn Immobilienfonds keine Wohnliegenschaften in der Zentralschweiz. Dabei liegt der durchschnittliche Anteil derer, die in Liegenschaften in der Zentralschweiz investieren, bei 40% (Zürich und Zentralschweiz). Somit ist auch hier eine Übereinstimmung von Angebot und Nachfrage durchaus feststellbar.

Hervorzuheben sind die beiden Immobilienfonds, die den I. Quadranten tangieren. Es handelt sich zum einen um den Fonds *UBS Swiss Commercial „Swissreal“* und zum anderen um den *Immofonds*, dessen Volumen geringer ist als das des Fonds der UBS.

Anlagestiftungen

Anlagestiftungen vermitteln im Hinblick auf den Wohnanteil im Portfolio ein ähnliches Bild wie Immobilienfonds. Ein Teil der Stiftungen investiert gar nicht in Wohnliegenschaften. Aber diejenigen, die Kapital in Wohnimmobilien anlegen, tun dies mit durchschnittlich 75%, denn die Blasen der einzelnen Investoren sind überwiegend im IV. Quadrant zu finden.

Die Mindestgrenzwerte für das Volumen der einzelnen Immobilien bewegen sich zwischen CHF 3 und 6 Mio., was sich mit dem Angebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ grösstenteils deckt.

Geographisch betrachtet liegen die Anteile an Zürich und der Zentralschweiz um die 30%, was als relativ niedrig einzustufen ist und folglich wenig mit dem Angebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ korrespondiert.

Erwähnenswert sind die beiden Anlagestiftungen, die sich an der Grenze zum I. Quadranten bewegen. Einerseits ist die *Anlagestiftung Turidomus* mit der Anlagegruppe *Casareal* zu nennen und andererseits die *HIG Immobilien Anlagestiftung*, wobei das Volumen der Wohnliegenschaften bei der Stiftung Turidomus umfangreicher ist.

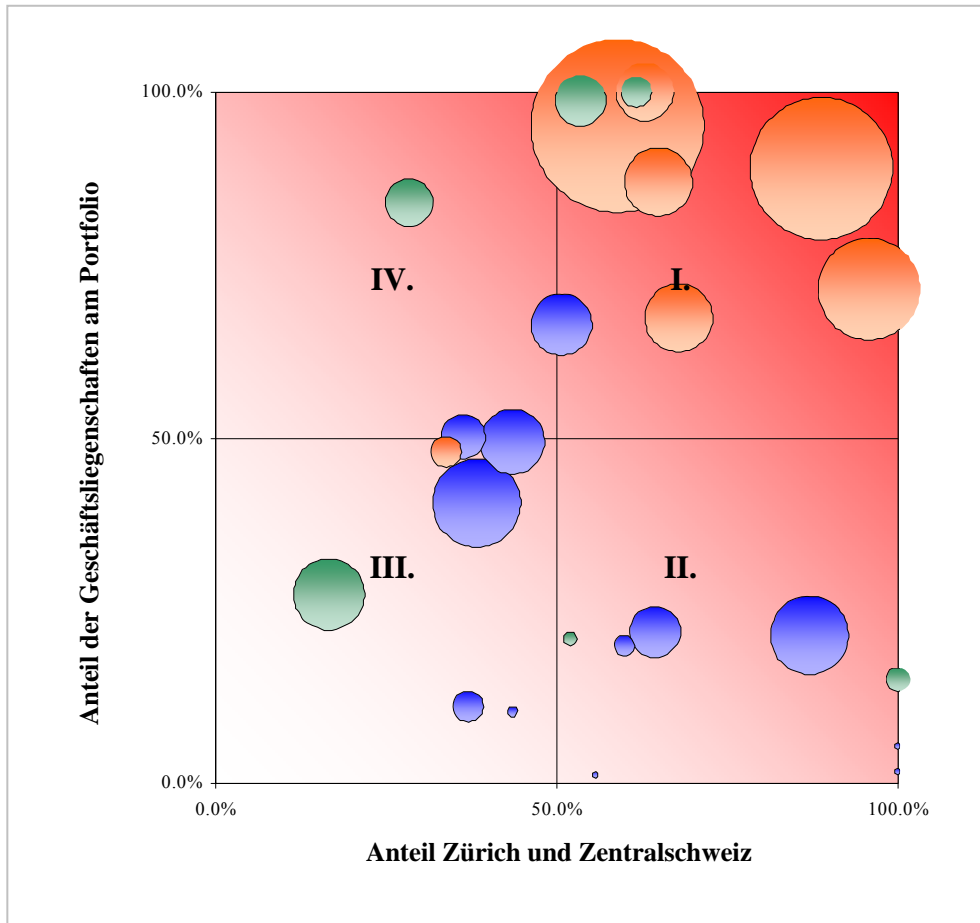
Fazit

Somit lässt sich festhalten, dass für den Absatz von Wohnliegenschaften Immobilienfonds und Anlagestiftungen potentielle Ansprechpartner darstellen.

5.2 Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Geschäftsliegenschaften

In der folgenden Abbildung 19 erfolgt die Gegenüberstellung von Angebot und Nachfrage in Bezug auf die Geschäftsliegenschaften.

Abbildung 19: Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an *Geschäftsliegenschaften* am Portfolio



Quelle: Eigene Darstellung¹³¹

Die Auswertung der Geschäftsliegenschaften zeigt ein konträres Bild zur Darstellung des Vergleichs von Angebot und Nachfrage der Wohnliegenschaften.

Immobilien-gesellschaften

Die *Immobilien-gesellschaften* heben sich deutlich von den Immobilienfonds und Anlagestiftungen ab. Sie befinden sich alle - bis auf die *Warteck Invest AG* - im I. Quadranten, was zum einen den hohen Anteil der Geschäftsliegenschaften am Portfolio und zum anderen die Standorte der Liegenschaften in Zürich verdeutlicht. Bis auf eine Gesellschaft halten alle, die in Geschäftsimmobilien investieren, auch Liegenschaften in der Zentralschweiz.

¹³¹ Die Daten entsprechen den Auswertungen zu Immobilienfonds (Kapitel 3.1), Immobilien-gesellschaften (Kapitel 3.2) und Anlagestiftungen (Kapitel 3.3).

Dabei sind die grössten Volumen durch *PSP Swiss Property AG* und *Swiss Prime Site AG* vertreten.

Folglich stellen Immobiliengesellschaften potentielle Investoren für den Absatz von Geschäftsliegenschaften dar.

Jedoch ist darauf zu achten, dass lediglich Liegenschaften mit einem Volumen von mindestens CHF 10 Mio. von Interesse sind. Diese Grenze wurde auf der Angebotsseite des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ in lediglich zwei von sechs Fällen eingehalten.

Immobilienfonds

Betrachtet man die *Immobilienfonds*, so sind sie in nahezu allen Quadranten vertreten und zeigen kein einheitliches Bild. Der I. Quadrant wird lediglich von einem Fonds geschnitten. Dabei handelt es sich um den Fonds *Swiss Re ImmoPLUS*. Sein Volumen an Geschäftsliegenschaften im Portfolio ist jedoch deutlich kleiner als die einzelnen Volumina der Immobiliengesellschaften.

Die Mehrheit der Fonds investiert sowohl in Wohn-, als auch in Geschäftsnutzung, wobei das Schwergewicht - entgegen der Immobiliengesellschaften - deutlich in Richtung Wohnen tendiert, was auch anhand der Grösse der Blasen erkennbar ist.

Somit spielen Immobilienfonds für den Absatz von Geschäftsliegenschaften eine eher untergeordnete Rolle.

Anlagestiftungen

Anlagestiftungen zeigen ein differenziertes Bild auf, da es einige wenige gibt, die in Anlagegruppen mit ausschliesslich Geschäftsliegenschaften investieren. Betrachtet man jedoch die Grösse der Blasen, so erkennt man die geringe Bedeutung im Vergleich zu den Immobiliengesellschaften.

Trotzdem sind die beiden im I. Quadranten platzierten Anlagestiftungen aufzuführen. Als erste und grössere der beiden ist die *Anlagestiftung Pensimo* mit der Anlagegruppe *Proreal* zu nennen und zweitens die *Anlagestiftung Turidomus*, ebenfalls mit der auf Geschäftsliegenschaften spezialisierten Anlagegruppe *Proreal*.

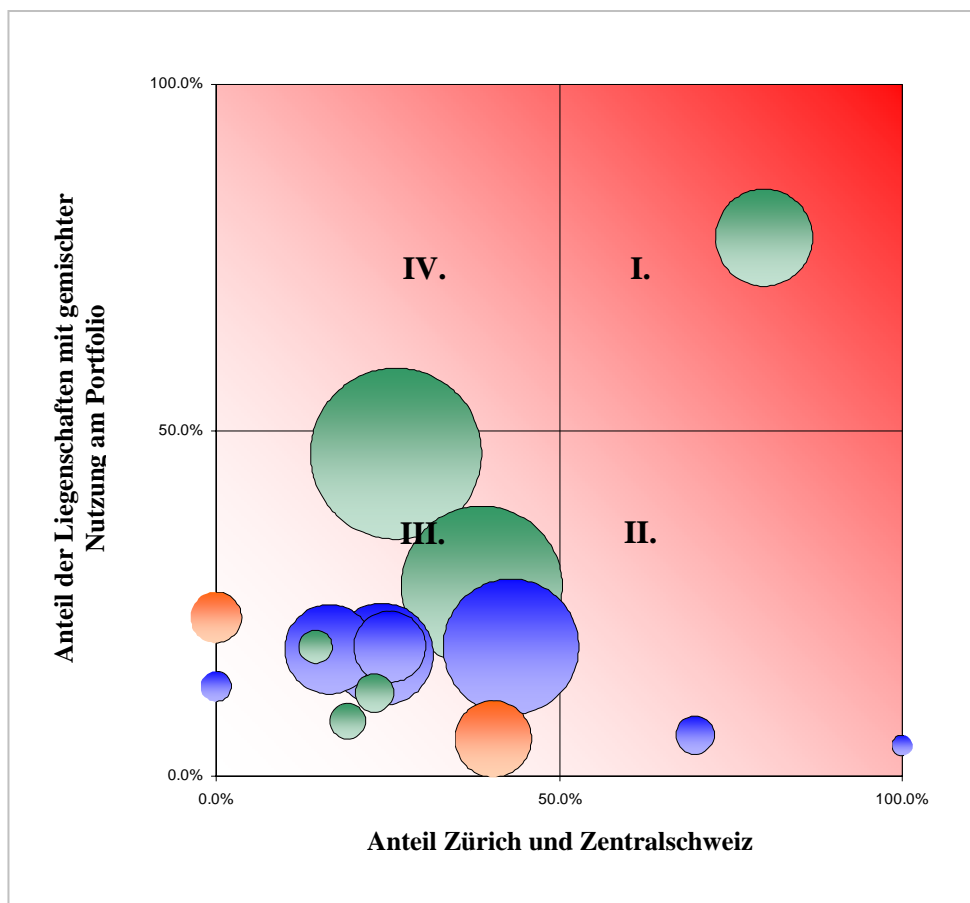
Fazit

Zusammenfassend wird deutlich, dass Immobiliengesellschaften die geeigneten Partner für den Absatz von Geschäftsliegenschaften darstellen, wobei das Augenmerk auf die Platzierung in Wirtschaftszentren und das Volumen der einzelnen Immobilie zu richten ist.

5.3 Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Liegenschaften mit gemischten Nutzungen

Als dritte Nutzungsart werden nun in Abbildung 20 Angebot und Nachfrage der Liegenschaften mit gemischter Nutzung verglichen.

Abbildung 20: Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an *Liegenschaften mit gemischter Nutzung* am Portfolio



Quelle: Eigene Darstellung¹³²

Grundsätzlich befinden sich fast alle der betrachteten institutionellen Investoren im III. Quadranten. Dies bedeutet einen geringen Anteil an Liegenschaften mit gemischten Nutzungen im Portfolio und diese befinden sich eher selten in den Bereichen Zürich und Zentralschweiz.

Trotzdem gibt die Abbildung 20 Aufschluss darüber, welche Investoren eventuell offen für die Ansprache beim Absatz von Liegenschaften mit gemischten Nutzungen sein können.

Immobilien-gesellschaften

Lediglich zwei der *Immobilien-gesellschaften* halten überhaupt Liegenschaften mit gemischter Nutzung in ihrem Portfolio. Somit wird aufgrund dieser geringen Gewichtung im Portfolio bei Immobilien-gesellschaften nicht näher darauf eingegangen.

¹³² Die Daten entsprechen den Auswertungen zu Immobilienfonds (Kapitel 3.1), Immobilien-gesellschaften (Kapitel 3.2) und Anlagestiftungen (Kapitel 3.3).

Immobilienfonds

Auch bei den Immobilienfonds ist der in den Portfolios gehaltene Anteil an Liegenschaften mit gemischten Nutzungen gering, das heisst unter 20%. Der Fonds mit dem grössten Volumen ist der *Credit Suisse 1a Immo PK*.

Anlagestiftungen

Am ehesten kommen Anlagestiftungen für den Absatz von Liegenschaften mit gemischter Nutzung in Frage.

Die beiden Stiftungen im III. Quadranten mit den grössten Volumen sind die *Credit Suisse* und die *Swisscanto* Anlagestiftung.

Exponiert steht die *IST Immobilien-Anlagestiftung* mit dem Sondervermögen W im I. Quadranten.

Fazit

Beim Absatz von Liegenschaften mit gemischten Nutzungen sind Anlagestiftungen anzusprechen.

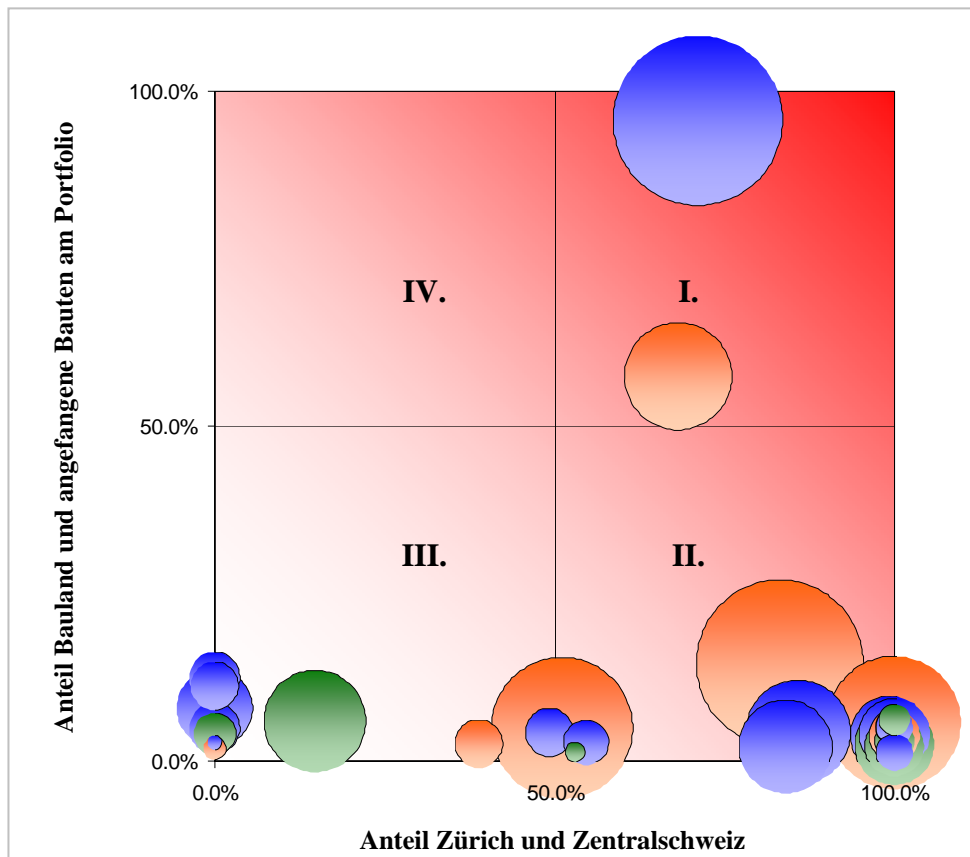
5.4 Korrespondenz von Angebot und Nachfrage im Hinblick auf Bauland, angefangene Bauten und Entwicklungsliegenschaften

Da es sich beim „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ um einen Trader-Developer handelt, ist es wichtig zu wissen, welcher der institutionellen Investoren für den Einstieg in ein Projekt überhaupt offen ist. Die Betrachtung erfolgt grundsätzlicher Art und ist somit unabhängig von der Nutzung der entwickelten Immobilien.

Auf der Basis des Bestandes von Bauland und angefangenen Bauten in den Portfolien der institutionellen Investoren wird auf deren Interesse an dem Einstieg in ein Bauprojekt geschlossen.

Die folgende Abbildung 21 zeigt potentielle Partner.

Abbildung 21 Vergleich des Angebotes des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ und der Nachfrage der institutionellen Investoren im Hinblick auf den Anteil an Bauland und angefangenen Bauten am Portfolio



Quelle: Eigene Darstellung¹³³

Immobilien-gesellschaften

Betrachtet man nun die einzelnen Kategorien von Investoren, so ist erkennbar, dass die drei grössten Volumen von *Immobilien-gesellschaften* investiert werden. Bis auf eine haben sämtliche untersuchten Gesellschaften Neubau- bzw. Entwicklungsprojekte in ihren Portfolios. Eine mögliche Begründung für dieses Verhalten ist in der Tragung potentieller Risiken zu sehen. Im Gegensatz zu den gesetzlichen Vorgaben, denen Immobilienfonds und Anlagestiftungen unterliegen, bei denen baureife Projekte für einen Einstieg zwingend vorhanden sein müssen, können sich Immobilien-gesellschaften zu einem früheren Zeitpunkt beteiligen und potentielle Risiken übernehmen.

In Bezug auf die geographische Ausrichtung ist festzustellen, dass die angefangenen Bauten ausschliesslich im Bereich Zürich zu finden sind und keine der Immobilien-gesellschaften in der Zentralschweiz investiert.

Explizit ist die *Pax-Anlage AG* zu erwähnen, die sich im I. Quadranten befindet. Der Zweck ihrer Projektentwicklungen im Wohnbereich besteht im Absatz der Wohneinheiten als Eigentumswohnungen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Immobilien-gesellschaften zu den potentiellen Ansprechpartnern für Projektentwicklungen zählen.

¹³³ Die Daten entsprechen den Auswertungen zu Immobilienfonds (Kapitel 3.1), Immobilien-gesellschaften (Kapitel 3.2) und Anlagestiftungen (Kapitel 3.3).

Immobilienfonds

Die zweite Kategorie der *Immobilienfonds* hält ebenfalls angefangene Bauten in ihrem Portfolio.

Sie können jedoch, wie bereits geschildert, kein Entwicklungsrisiko tragen. Zwar sind gemäss Anlagefondsverordnung Bauland (inklusive Abbruchobjekten) und angefangene Bauten bis höchstens 20% des Fondsvermögens zugelassen¹³⁴, aber die unbebauten Grundstücke eines Fonds müssen erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sein, das heisst sie müssen baureif sein.¹³⁵

Das Volumen der angefangenen Bauten beschränkt sich auf einige wenige Projekte, sodass je nach deren Plazierung eine allgemeine Tendenz für die geographische Ausrichtungen abzulesen ist. Die einzelnen Fonds liegen zum einen Teil im II. und anderen Teil im III. Quadranten. Das zeigt, dass etwa die Hälfte der Fonds im Bereich Zürich und Zentralschweiz zu finden sind.

Besonders erwähnenswert ist der Fonds *Credit Suisse Real Estate Fund Property Plus*. Er ist „der erste Schweizer Immobilienfonds, der vorwiegend in baureife und baubewilligte Projekte an wirtschaftlich attraktiven Standorten in der Schweiz investiert“¹³⁶ und somit prädestiniert ist für die Ansprache bezüglich Neubauprojekten. Dabei investiert er sowohl in Wohn- als auch Geschäftsliegenschaften. Geographisch betrachtet bewegen sich die angefangenen Bauten mit einem Anteil von über 70% im Bereich Zürich und Zentralschweiz.

Des Weiteren ist auch der *Mi-Fonds Immo* zu nennen. Er propagiert eine strategische Ausrichtung darin, dass das Wohnungsangebot mit einer aktiven Neubautätigkeit dynamisch an die sich veränderte Nachfrage im Wohnungsmarkt angepasst werden soll.¹³⁷

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Immobilienfonds zwar an Neubauprojekten interessiert sind, ihre Aktivitäten jedoch aufgrund der gesetzlichen Vorgaben eingeschränkt sind.

Anlagestiftungen

Auch *Anlagestiftungen* haben Bauland und angefangene Bauten in ihrem Portfolio. Jedoch werden an sie - ähnlich wie Immobilienfonds - Anforderungen¹³⁸ gestellt. Dabei gelten zwei Grundsätze: Bauland (einschliesslich Abbruchobjekten), angefangene Bauten und mit Baurecht belastete Grundstücke dürfen zusammen maximal 10% des Fondsvermögens ausmachen, was somit einen geringeren Anteil als bei Immobilienfonds ausmacht. Als zweites gilt, wie bei Immobilienfonds, der Grundsatz, dass unbebaute Grundstücke erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sein müssen.

Geographisch betrachtet, investieren lediglich zwei der ausgewerteten Anlagestiftungen, nicht nur in Zürich, sondern auch in der Zentralschweiz.

Fazit

Zusammenfassend können folgende Aussagen getroffen werden: Aufgrund der Fähigkeit der Risikoübernahme sind mit erster Priorität Immobiliengesellschaften anzusprechen. An zweiter Stelle folgen Immobilienfonds und Anlagestiftungen, die durchaus Interesse an Neubauprojekten zeigen, aber kein Entwicklungsrisiko übernehmen können.

¹³⁴ Vgl. Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004), Artikel 46, Absatz 1

¹³⁵ Vgl. Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004), Artikel 53

¹³⁶ Credit Suisse Real Estate Fund Property Plus (2006), Seite 6

¹³⁷ Vgl. Berninvest AG: Mi- Fonds Immo (2006), Seite 7

¹³⁸ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherung (2005), Seite 18

6 Positionierung eines „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“

„Insgesamt geht es bei der *Positionierung* um die Bestimmung des Verhältnisses zwischen einem Unternehmen und den Anspruchsgruppen seiner Umwelt“.¹³⁹ Die in der Definition angesprochenen Anspruchsgruppen stellen im Rahmen dieser Thesis die betrachteten institutionellen Investoren dar. Das heisst: wie positioniert sich der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ auf dem Absatzmarkt gegenüber den institutionellen Investoren?

Nachdem die Korrespondenz von Angebot und Nachfrage analysiert wurde, können nun die Konsequenzen im Sinn einer veränderten Positionierung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ gegenüber den institutionellen Investoren aufgezeigt werden. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich dabei auf die betrachteten Anlagekriterien Volumen, Nutzungsstruktur und geographische Ausrichtung.

Im Zuge der Auswertungen der Investorenkategorien sind weitere Faktoren aufgetaucht, die als relevant einzustufen sind und somit ebenfalls bei der Positionierung zu berücksichtigen sind.

6.1 Volumen der Immobilienanlagen

Die Mehrzahl der institutionellen Investoren legt Mindestgrenzwerte für das Volumen einzelner Immobilienanlagen fest. Der tiefste Grenzwert beträgt CHF 3 Mio. und der höchste Mindestwert liegt bei CHF 10 Mio. für bestehende Immobilien, wobei Anlagestiftungen die tiefsten Grenzwerte festlegen, Immobiliengesellschaften die höchsten und Immobilienfonds dazwischen liegen.

An diesen Grenzwerten kann sich der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ orientieren. Für Investitionsvolumen unter CHF 3 Mio. sind institutionelle Investoren nicht die richtigen Ansprechpartner. Falls Immobilienanlagen für institutionelle Investoren attraktiv sein sollen, ist ein Volumen von mindestens CHF 5 Mio. einzuhalten.

Diese minimale Projektgrösse ist bereits in den Unternehmenszielen des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ verankert.

6.2 Nutzungsstruktur

Da die einzelnen institutionellen Investoren unterschiedliche Anlagepräferenzen in Bezug auf Investitionen in verschiedene Nutzungsarten haben, werden diese separat betrachtet. Dabei ist insbesondere der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ als Projektentwickler beziehungsweise Trader-Developer zu betrachten. Auf die Nutzungsart Gewerbeliegenschaften wird aus bereits erwähnten Gründen nicht näher eingegangen.

6.2.1 Wohnliegenschaften

Immobiliengesellschaften zeigen ein geringes Interesse am Erwerb von Wohnliegenschaften, sodass die positiven Standortfaktoren umso ausgeprägter sein müssen, damit Wohnimmobilien auch für Immobiliengesellschaften attraktiv sein können.

Ein anderes Bild vermitteln Immobilienfonds und Anlagestiftungen. Will der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ Wohnimmobilien absetzen, so stellen Immobilienfonds und Anlagestiftungen potentielle Investoren dar. Grundsätzlich ist dabei

¹³⁹ Vgl. Müller-Stewens / Lechner (2005), Seite 29

jedoch die Anlagepolitik der einzelnen Fonds und Stiftungen zu berücksichtigen. Der Schwerpunkt der Investitionen kann bei dem einen Investor auf der Seite der Wohnnutzung liegen und bei einem anderen auf der Seite von Geschäftsnutzungen. Des Weiteren definieren die Anlagerichtlinien der einzelnen Investoren die Mindestvolumen für die einzelnen Immobilienanlagen.

6.2.2 Geschäftsliegenschaften

Für den Absatz von Geschäftsliegenschaften sind eindeutig Immobiliengesellschaften anzusprechen. Auch hier sind die Angaben zu den Grenzwerten der Mindestvolumen pro Liegenschaft zu berücksichtigen, die sich tendenziell bei CHF 10 Mio. bewegen. Erst an zweiter Stelle sind Immobilienfonds oder Anlagestiftungen zu akquirieren, wobei wiederum, wie beim Absatz von Wohnimmobilien, die Vorschriften der Anlagepolitik der einzelnen Investoren einzuhalten sind.

6.2.3 Gemischte Nutzung von Liegenschaften

Der Anteil der im Portfolio gehaltenen Liegenschaften mit gemischter Nutzung ist gering, sodass dadurch auf ein geringes Interesse institutioneller Investoren an Liegenschaften mit gemischter Nutzung geschlossen werden kann. Man gewinnt den Eindruck, dass es sich um Kompromiss-Liegenschaften handelt, die bezüglich Anlagepolitik nicht zu fassen sind. Sie passen im Hinblick auf die Strategie weder zu Wohn- noch zu Geschäftsimmobilien.

6.2.4 Bauland, angefangene Bauten und Entwicklungsliegenschaften

Im Absatz von Projektentwicklungen ist unter Berücksichtigung verschiedener Kriterien, unabhängig von der Kategorie der institutionellen Investoren, Potential zu sehen. Der Anlagedruck ist insbesondere bei Immobilienfonds und Anlagestiftungen sehr hoch. Viel Kapital ist vorhanden, welches aufgrund fehlender attraktiver Immobilienangebote nicht investiert werden kann. Das folgende Zitat repräsentiert verschiedene in den Geschäftsberichten angetroffenen Bemerkungen: „Indirekte Immobilieninvestitionen haben sich in den vergangenen Jahren vor allem bei institutionellen Anlegern stark etabliert, so dass heute bereits von einem Anlagedruck gesprochen wird. Das heisst, es ist mehr Investitionskapital für Immobilien vorhanden als rentable Liegenschaften auf dem Markt verfügbar sind.“¹⁴⁰ So werden die institutionellen Investoren zunehmend gezwungen sein, Projektentwicklungen als Alternative zum Erwerb von bereits realisierten Liegenschaften anzusehen.

Jedoch sind Immobiliengesellschaften von Immobilienfonds und Anlagestiftungen in Bezug auf den Zeitpunkt des Einstiegs in ein Projekt zu differenzieren.

Wie bereits erwähnt, sollte das Bauland entsprechend der gesetzlichen Vorschriften für Immobilienfonds und Anlagestiftungen erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sein. Grösstenteils wird sogar das Vorliegen einer Baubewilligung gefordert.

Aufgrund der möglichen Risikoübernahme können Immobiliengesellschaften früher in ein Projekt einsteigen als Fonds und Stiftungen.

Höchste qualitative Anforderungen an den Standort werden von institutionellen Investoren gefordert, wenn sie in ein Entwicklungsprojekt einsteigen. Weitere Ausführungen zur geographischen Ausrichtung erfolgen im nachfolgenden Kapitel.

¹⁴⁰ Credit Suisse Economic Research (2006), Seite 55

Für den „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ bedeutet dies, dass bei der Ansprache von Immobilienfonds und Anlagestiftungen das Entwicklungsrisiko von ihm allein getragen wird und nicht auf potentielle Investoren abgewälzt werden kann. Für eine mögliche Beteiligung am Risiko kommen lediglich Immobiliengesellschaften in Frage.

6.3 Geographische Ausrichtung

Unabhängig von der Nutzungsart streben alle untersuchten institutionellen Investoren eine Diversifikation durch die breite Streuung ihrer Immobilienanlagen über diverse Kantone an, um dadurch das Risiko der Einzelimmobilie zu senken. Konzentrationsbewegungen beschränken sich zum Beispiel auf die West- oder die Deutschschweiz.

Ein ebenfalls einheitliches Bild liefern die Anforderungen der einzelnen Investoren an den Standort ihrer Liegenschaften. Dabei liegt der Schwerpunkt eindeutig in der Nennung von Wirtschaftszentren und Grosstädten mit deren Agglomerationen. Auch wenn die Vermutung nahe liegt, dass dies hauptsächlich für Geschäftsimmobilien gilt, so werden diese Kriterien auch im Zusammenhang mit Investitionen in Wohnimmobilien genannt. Der Hauptgrund liegt in der Risikovermeidung. Wirtschaftliche Zentren gelten als krisensicher und verfügen über Wertsteigerungspotential.

Bei den durchgeführten Analysen der institutionellen Investoren ist die geographische Ausrichtung in der Deutschschweiz mit dem Fokus auf Zürich deutlich erkennbar. Auf der anderen Seite spielt die Zentralschweiz eine eher untergeordnete Rolle. Falls in der Zentralschweiz investiert wird, dann sind lediglich die Städte Zug und Luzern zu nennen, wobei deren Anteil trotz Nennung sehr gering ist.

Somit korrespondiert die geographische Ausrichtung des „Gesamtanbieters von Immobiliendienstleistungen“ lediglich in Bezug auf Zürich mit den Anforderungen institutioneller Investoren.

6.4 Weitere Anforderungen an eine Positionierung

Der Fokus der Analysen in Kapitel 3 zu Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen richtet sich auf das Volumen der einzelnen Immobilienanlage, die Nutzungsstruktur der Portfolien und deren geographische Ausrichtung. Des Weiteren sind aber im Rahmen der Untersuchungen der einzelnen institutionellen Investoren zusätzliche Kriterien aufgetaucht, die für die deren Ansprache relevant sind und demzufolge Hinweise auf eine mögliche Positionierung liefern. Zum einen ist die Bewertung, zum anderen der Lebenszyklus von Immobilien und drittens der Anlagestil der einzelnen Investoren zu nennen, die nun näher erläutert werden.

6.4.1 Bewertung von Immobilien

Der Verkehrs- beziehungsweise Marktwert, dessen Definition bereits in Kapitel 2.1.1 erfolgt ist, stellt eine der Grundlagen für den Absatz einer Immobilienanlage dar. Die institutionellen Investoren übernehmen die Immobilien in ihren Bestand und halten sie je nach Anlagepolitik über eine längere Zeit. Somit ist für die Bewertung der Immobilie eine dynamische Bewertungsmethode anzuwenden. Anhand der Untersuchungen der einzelnen Investoren kann festgehalten werden, dass lediglich noch zwei der betrachte-

ten Investoren statische Berechnungen durchführen. Alle anderen bewerten ihre Immobilien mit der Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode).¹⁴¹

6.4.2 Lebenszyklus von Immobilien

Wie bereits erwähnt, ist der relativ langfristige Anlagehorizont einer Immobilie für institutionelle Investoren relevant. Für den „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ endet die Betrachtung einer Immobilie mit ihrer Fertigstellung und Übergabe an den Abnehmer.

Nach der Realisierung der Immobilie beginnt gemäss des Immobilien-Lebenszyklus¹⁴² die Nutzungsphase, die erst mit dem Abriss des Gebäudes endet.

Während der Nutzungsphase stellen - neben möglichen Leerständen - die Betriebs- und Unterhaltskosten wesentliche Faktoren dar. Somit sind für einen potentiellen Investor günstige Kostenstrukturen im Einklang mit der Werterhaltung beziehungsweise -steigerung einer Immobilie während der Nutzungsphase von Interesse.

In Bezug auf die Positionierung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ bedeutet dies eine Ausdehnung der Sichtweise auf den gesamten Immobilienlebenszyklus. Die Kriterien der Nutzungsphase sind bereits bei der Projektentwicklung zu berücksichtigen.

6.4.3 Rendite–Risiko–Verhalten von Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen

Für den „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ ist es von Interesse, welchen Anlagestil die institutionellen Investoren verfolgen.

In Anbetracht des Rendite-Risiko-Verhaltens ist feststellbar, dass Immobilienfonds und Anlagestiftungen dem Anlagetyp „Core“ entsprechen. Das heisst, sie verfolgen die Strategie des Haltens und Bewirtschaftens und gehen folglich nur ein geringes Risiko ein und nehmen somit eine entsprechend tiefe Rendite in Kauf.

Beim Anlagetyp „Value-Added“ steht die Wertsteigerung der Immobilie im Zentrum der Aktivitäten. Die Investoren sind bereit, mittleres Risiko zu tragen. Zwei der betrachteten Immobiliengesellschaften und ein Immobilienfonds sind diesem Anlagestil zuzuordnen.

¹⁴¹ Schulte (2005), Seite 470: „Bei der DCF-Methode werden die zukünftig aus einem Grundstück anfallenden Zahlungen auf den Bewertungsstichtag abgezinst.“

¹⁴² Vgl. Schulte (2005), Seite 211

7 Zusammenfassung

Ziel dieser Thesis war es, zu analysieren, inwieweit das Angebot des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ mit der Nachfrage der institutionellen Investoren (bestehend aus Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen mit Immobilien-Anlagegruppen) nach Immobilienanlagen korrespondiert. Entsprechend dieser Resultate ist der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ zu positionieren.

Bei den durchgeführten Analysen zur Angebots- und Nachfrageseite standen drei Faktoren im Zentrum der Überlegungen: das Volumen der einzelnen Immobilienanlage, die Nutzungsstrukturen und deren geographische Ausrichtung.

Betrachtet man die Investitionsvolumen einer einzelnen Immobilie, so sind in den Anlagerichtlinien verschiedener Investoren Mindest- und Maximalwerte für das Volumen einer Immobilienanlage verankert. Diese Kriterien sind bei der Ansprache institutioneller Investoren unbedingt zu berücksichtigen und einzuhalten.

Je nach Nutzungsstruktur der einzelnen Immobilien-Portfolien stellen unterschiedliche institutionelle Investoren potentielle Ansprechpartner dar. Bei Wohnliegenschaften stehen Immobilienfonds und Anlagestiftungen im Vordergrund der Ansprache, wo hingegen für den Absatz von Geschäftliegenschaften Immobiliengesellschaften zu akquirieren sind.

In Bezug auf die Entwicklung von Bauprojekten ist feststellbar, dass nahezu jeder der betrachteten Investoren über Bauland beziehungsweise angefangene Bauten verfügt. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Zeitpunkt des Einstiegs in die Entwicklung eines Projektes entsprechend ihrer Möglichkeiten der Risikübernahme bei dem einen Investor früher und bei einem anderen erst später möglich ist. Der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ als Trader-Developer kann jede der drei betrachteten Kategorien der institutionellen Investoren im Hinblick auf die Entwicklung von Projekten ansprechen. Immobiliengesellschaften jedoch sind in der Lage, Entwicklungsrisiko zu übernehmen und können demzufolge früher in ein Projekt einsteigen als Immobilienfonds und Anlagestiftungen.

Der „Gesamtanbieter für Immobiliendienstleistungen“ konzentriert sich geographisch auf die deutschsprachige Schweiz, wobei die Zentralschweiz im Vergleich zu Zürich die grössere Rolle spielt. Diese Orientierung korrespondiert nur in wenigen Fällen mit denen der betrachteten Investoren. Qualitativ hochwertige Standorte stehen für die untersuchten Investoren im Zentrum ihrer geographischen Anlageentscheidung.

Im Rahmen der Analysen zu den erwähnten Kriterien Volumen, Nutzung und geographische Ausrichtung sind zusätzliche Aspekte aufgetaucht, die in Anbetracht der Positionierung des „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ gegenüber institutionellen Investoren zu bedenken sind:

Bis auf zwei Ausnahmen wird die Discounted Cash Flow Methode zur Bewertung von Immobilien angewendet.

Bei den Überlegungen zur Entwicklung einer Immobilienanlage ist die Nutzungsphase zu involvieren.

Bis auf wenige Ausnahmen sind die betrachteten institutionellen Investoren im Hinblick auf ihren Anlagestil dem Typ „Core“ zuzuordnen. Das bedeutet, die Strategie des Halten und Bewirtschaftens steht im Zentrum ihrer Investitionsaktivitäten.

Literaturverzeichnis

Allreal Holding: Geschäftsbericht 2005, Zürich 2006.

Anlagestiftung Imoka. Halbjahresbericht per 31. März 2006, Zürich 2006.

Anlagestiftung Imoka. Leitbild, Statuten, Reglement, Anlagerichtlinien, Zürich 2005.

Anlagestiftung Pensimo: Geschäftsbericht 2005, Zürich 2006.

Anlagestiftung Pensimo: Leitbild, Statuten, Reglement, Anlagerichtlinien, Zürich 2006.

Anlagestiftung Turidomus: Geschäftsbericht per 31. Dezember 2005, Zürich 2006.

Anlagestiftung Turidomus: Leitbild, Statuten, Reglement, Anlagerichtlinien, Zürich 2003.

Avadis Anlagestiftung: Immobilien Schweiz Anlagerichtlinien, Baden 2005.

Avadis Anlagestiftung: Anlagestrategie Anlagegruppe Immobilien Schweiz, Baden 2005.

Avadis Anlagestiftung: Geschäftsbericht 2005, Baden 2005.

Bone-Winkel, Stephan: Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner: Schriften zur Immobilienökonomie, Band 1, Köln 1994.

Berninvest AG (Hrsg): Mi-Fonds Immo, Geprüfter Jahresbericht 05, Bern 2006.

Bundesamt für Sozialversicherung: Anforderungen an Anlagestiftungen, Bern 2005.

Bundesamt für Wohnungswesen (Hrsg.): Was treibt und hemmt den Wohnungsmarkt? Ergebnisse einer Bauträger- und Investorenbefragung, Band 76, Schriftenreihe Wohnungswesen, Grenchen 2005.

Bundesamt für Wohnungswesen: Eine Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz, Basel 2003.

Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG) vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004).

Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz BEHG) vom 24. März 1995 (Stand am 31. Januar 2006).

Credit Suisse Anlagestiftung: 31. Jahresbericht 2005, Zürich 2005.

Credit Suisse Anlagestiftung Real Estate Switzerland: Data Report, Kennzahlen und Objektinventar über die Immobiliengruppe CSA Real Estate Switzerland per 30. Juni 2005, Zürich 2005.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse Real Estate Fund Inter-swiss, Verkaufsprospekt mit integriertem Reglement April 2006 Vertrieb Schweiz und Liechtenstein, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse Real Estate Fund Inter-swiss, Ungeprüfter Halbjahresbericht per 31. März 2006, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse Real Estate Fund Property Plus, Fondsreglement mit Anhang April 2006, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse Real Estate Fund Property Plus, Geprüfter Jahresbericht per 31. Dezember 2005, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse 1a Immo PK, Fondsreglement mit Anhang April 2006, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse 1a Immo PK, Ungeprüfter Halbjahresbericht per 31. März 2006, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse Real Estate Fund Siat, Verkaufsprospekt mit integriertem Reglement April 2006 Vertrieb Schweiz und Liechtenstein, Zürich 2006.

Credit Suisse Asset Management Funds (Hrsg.): Credit Suisse Real Estate Fund Siat, Ungeprüfter Halbjahresbericht per 31. März 2006, Zürich 2006.

Credit Suisse Economic Research: Swiss Issues Immobilien, Fakten und Trends 2006, Zürich 2006.

Den Otter, Matthäus: Stärkung des Fondsplatzes Schweiz dank dem neuen Kapitalanlagegesetz, in: Neue Zürcher Zeitung, 24. Januar 2006.

Diederichs, Claus Jürgen: Grundlagen der Projektentwicklung / Teil 1, in: Bauwirtschaft 1994, Heft 1, Seite 46.

Eckert, Jan P.: 10 Jahre VIV, 10 Jahre Immobilienmärkte im Umbruch – Ein Rück- und Ausblick, Zürich 2005.

Eidgenössische Bankenkommission: Aufsicht über die Anlagefonds, <www.ebk.admin.ch/d/ebk/taetigkeit/taetigkeit4.html>, Abrufdatum 2. Juni 2006

Eidgenössische Bankenkommission: Liste der bewilligten schweizerischen Anlagefonds, <www.ebk.admin.ch/d/insitute/pdf/daf/afch.xls>, Abrufdatum: 8. Juni 2006

Fondation immobilière des institutions de prévoyance: Jahresrechnung 2005, Genf 2005.

Gantenbein, Pascal: Immobilien als Anlage, in: Schalcher, Hans R. (Hrsg.): Immobilienmanagement – Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftsliegenschaften, Zürich 2003, 173 – 191.

Gantenbein, Pascal: Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes, Bern/Stuttgart/Wien 1999.

HIG Immobilien Anlage Stiftung: Geschäftsbericht 2005, Zürich 2006.

HIG Immobilien Anlage Stiftung: <www.hig.ch/liegenschaften_detail/>, Abrufdatum 27. Juni 2006.

Hugentobler, Walter / Schaufelbühl Karl / Blattner, Matthias: Integrale Betriebswirtschaftslehre, Zürich 2005.

Immofonds: Anlagerichtlinien, Zug 2005.

Immofonds: Grundstrategie 2005, Zug 2005.

Immofonds: Halbjahresbericht per 31. Dezember 2005, Zug 2006.

Immofonds: Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Zug 2005.

Immovit: Halbjahresbericht per 30. September 2005, Zürich 2005.

Immovit: Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Zürich 2005.

Intershop Holding AG: Geschäftsbericht 2005, Winterthur 2006.

Intershop Holding AG: Statuten der Intershop Holding AG Winterthur, Winterthur 2003.

IST Immobilien-Anlagestiftung: Halbjahresbericht Geschäftsjahr 2005/2006, Zürich 2005.

Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen: KGAST Immo-Index (Schweiz), <www.kgast.ch>, Abrufdatum 15. Juni 2006

Mobimo Holding AG: Geschäftsbericht 2005, Luzern 2006.

Müller-Stewens, Günter / Lechner, Christoph: Strategisches Management, 3. aktualisierte Auflage, Stuttgart 2005.

Neue Luzerner Zeitung (red.): Mobimo Holding erhöht Kapital, Nr. 123, 29. Mai 2006, Seite 7

Pax-Anlage AG: Geschäftsbericht 2005, Basel 2006.

PricewaterhouseCoopers AG: Das schweizerische Anlagefondswesen, Zürich 2005.

PSP Swiss Property AG: Geschäftsbericht 2005, Zürich 2006.

p-4 AG: Bauabrechnungen der realisierten und an institutionelle Investoren abgesetzten Bauprojekte, Zug 2006.

p-4 AG: Firmenbroschüre, Zug 2006.

p-4 AG: Profil, Zug 2006.

p-4 AG: Selbstverständnis, Abrufdatum: 18. Juli 2006.

p-4 AG: Strategisches Vorgehen (Unternehmensstrategie), Abrufdatum: 18. Juli 2006.

Schäfers, Wolfgang: Strategisches Management von Unternehmensimmobilien – Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, Karl-Werner: Schriften zur Immobilienökonomie, Band 3, Köln 1999.

Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias: Handbuch Immobilien-Investition, 2. vollständig überarbeitete Auflage, Köln 2005.

Schulte, Karl-Werner: Immobilienökonomie, Bd.1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005.

Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan unter Mitarbeit von Carsten Fischer: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. aktualisierte und erweiterte Auflage, Köln 2002.

Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (Hrsg.): Finanzkennzahlen für Immobilien, Dokumentation D 0213, Zürich 2005.

Swisscanto Anlagestiftung: Anlagerichtlinien der Anlagegruppe Immobilien, <www.swisscanto.ch>, Abrufdatum 15. Juni 2006.

Swisscanto Anlagestiftung: Geschäftsbericht 2004/2005, Zürich 2005.

Swisscanto Anlagestiftung: Quartalsbericht 1/2006, Zürich 2006.

Swisscanto Fondsleitung AG: Optimale Diversifikation mit Immobilienfonds – Mehr Sicherheit und Rentabilität im Portefeuille, Bern 2005.

Swisscanto Fondsleitung AG (Hrsg.): Swisscanto (CH) Real Estate Fund IFCA - Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Bern 2005.

Swisscanto Fondsleitung AG (Hrsg.): Swisscanto (CH) Real Estate Fund IFCA - Jahresbericht per 31. Dezember 2005, Bern 2006.

Swisscanto Fondsleitung AG (Hrsg.): Swisscanto (CH) Real Estate Fund Immo Value - Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Bern 2005.

Swisscanto Fondsleitung AG (Hrsg.): Swisscanto (CH) Real Estate Fund Immo Value - Jahresbericht per 31. Dezember 2005, Bern 2006.

Swisscanto Fondsleitung AG (Hrsg.): Swisscanto (CH) Real Estate Fund Revit - Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Bern 2006.

Swisscanto Fondsleitung AG (Hrsg.): Swisscanto (CH) Real Estate Fund Revit - Jahresbericht per 31. Dezember 2005, Bern 2006.

Swiss Funds Association SFA Schweizer Anlagefondsverband: SFA News 01/06 – Frühjahr 2006, Basel 2006.

Swiss Funds Association SFA Schweizer Anlagefondsverband: Richtlinien für die Immobilienfonds, 25. November 2004.

Swissinvest: Halbjahresbericht per 31. Dezember 2005, Zürich 2006.

Swissinvest: Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Zürich 2005.

Swiss Prime Site AG: Swiss Prime Insight – Jahresbericht per 31. Dezember 2005, Olten 2006.

Swiss Re Asset Management Funds (Hrsg.): Swiss Re ImmoPLUS, Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Zürich 2002.

Swiss Re Asset Management Funds (Hrsg.): Swiss Re ImmoPLUS, Ungeprüfter Halbjahresbericht 31. März 2006, Zürich 2006.

SWX Swiss Exchange (Hrsg.): Kotierungsreglement, 2005.

SWX Swiss Exchange: SPI Sektoren,
<www.swx.com/market/indices/spi_sectors_de.html>, Abrufdatum: 4. Juni 2006

SWX Swiss Exchange: Rüd Blass Immobilienfonds-Index,
< www.swx.com/trading/products/indices/customer_indices/rbi_de.html>, Abrufdatum: 3. Juni 2006

SWX Swiss Exchange: SWX Immofonds Index,
< www.swx.com/trading/products/indices/immofonds_index_de.html>, Abrufdatum: 3. Juni 2006

SWX Swiss Exchange (Hrsg.): Zusatzreglement für die Kotierung von Immobiliengesellschaften, 2001.

Thommen, Jean-Paul: Managementorientierte Betriebswirtschaftslehre, aktualisierte und ergänzte 7. Auflage, Zürich 2004.

UBS Global Asset Management: Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge. 1.Quartal 2006, Basel 2005.

UBS Global Asset Management: Jahresbericht 2005, UBS (CH) Property Fund – Swiss Commercial „Swissreal“, Basel 2006.

UBS Global Asset Management: UBS (CH) Property Fund – Swiss Commercial „Swissreal“, Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Basel 2005.

UBS Global Asset Management: Jahresbericht 2005, UBS (CH) Property Fund – Swiss Mixed „Sima“, Basel 2006.

UBS Global Asset Management: UBS (CH) Property Fund – Swiss Mixed „Sima“, Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Basel 2005.

UBS Global Asset Management: Halbjahresbericht 2005/2006, UBS (CH) Property Fund – Swiss Residential „Anfos“, Basel 2006.

UBS Global Asset Management: UBS (CH) Property Fund – Swiss Residential „Anfos“, Prospekt mit integriertem Fondsreglement, Basel 2005.

Verordnung über die Anlagefonds (Anlagefondsverordnung, AFV) vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004).

Walbröhl, Victoria: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlage-managements institutioneller Anleger, in: Schulte, Karl-Werner: Schriften zur Immobilienökonomie, Band 15, Köln 2001.

Warteck Invest AG: 150 Jahre Warteck Invest – Berichterstattung über das Geschäftsjahr 2005, Basel 2006

Wellner, Kristin: Entwicklung eines Immobilien–Portfolio–Management–Systems, in: Pelzl, Wolfgang: Immobilienmanagement, Band 3, Norderstedt 2003.

Weimar, Peter (Hrsg.): Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Juli 2004), vollständige Textausgabe mit wichtigen Nebengesetzen und Verordnungen, 16. Auflage, Zürich 2004.

Weimar, Peter: Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Juli 2004), Vollständige Textausgabe mit wichtigen Nebengesetzen und Verordnungen, 16. Auflage, Zürich 2004.

Züblin Immobilien Holding AG: Halbjahresbericht 2005/2006, Zürich 2006.

Zürcher Kantonalbank: Preise, Mieten und Renditen, Zürich 2004.

Zürich Anlagestiftung: Jahresbericht 2005, Zürich 2006

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

Positionierung eines „Gesamtanbieters für Immobiliendienstleistungen“ in Bezug auf die Ansprache institutioneller Investoren in der deutschsprachigen Schweiz

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Luzern, 28. Juli 2006