Universität Zürich[UZH]

Masterarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Miteigentumsanteile an Grundstücken

Alternative Immobilienanlage für institutionelle Anleger

Verfasser: Manuel Schneider
Museggstrasse 35
CH-6004 Luzern
Tel: + 41 79 415 67 42
E-Mail: manuel.schneider2@uzh.ch

Eingereicht bei: Dr. Urs Hausmann
Partner, Präsident des Verwaltungsrats, Wüest & Partner AG, Zürich

Abgabedatum: 12.08.2011

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis V
Abbildungsverzeichnis VII
Tabellenverzeichnis VIII
Executive Summary IX

1 Einleitung 1
1.1 Problemstellung 1
1.1.1 Definition des Betrachtungsgegenstandes 2
1.1.2 Eingrenzung der Betrachtung 2
1.2 Zielsetzung 2
1.3 Vorgehen 3
1.4 Hypothesen 4

2 Immobilien als Anlageklasse 5
2.1 Definitionen 5
2.1.1 Grundstücke 5
2.1.2 Miteigentumsanteile an Grundstücken 5
2.1.3 Miteigentümer 6
2.1.4 Miteigentümergemeinschaft 6
2.2 Kapitalmarkt Schweiz 6
2.3 Die verschiedenen Arten von Immobilienanlagen 7
2.4 Das Miteigentum 8
2.4.1 Die Entstehung von Miteigentum 8
2.4.2 Die Stellung des Miteigentümers innerhalb der Gemeinschaft 9
2.4.3 Organisation einer Miteigentümergemeinschaft 9
2.4.4 Die Bedeutung des Reglements der Miteigentümergemeinschaft 10
2.4.5 Das gesetzliche Vorkaufsrecht bei Grundstücken 10
2.4.6 Der Untergang des Miteigentums 11

3 Institutionelle Anleger in der Schweiz 12
3.1 Vorsorgeeinrichtungen 13
3.1.1 Pensionskassen 14
3.1.2 Anlagestiftungen 14
3.1.3 Lebensversicherungen 15
3.2 Kollektive Kapitalanlagen – kotierte Immobilienfonds 16

3.3 Kotierte Immobiliengesellschaften 16
3.4 Öffentlich-rechtliche Körperschaften 17
3.5 Immobilienanlagen institutioneller Anleger 17
3.5.1 Ziele eines Investors 18
3.5.2 Grundstrategien bei Immobilienanlagen 18
3.5.3 Risiko-Rendite-Tradeoff 19

4 Empirische Untersuchung über Miteigentumsanteile an Grundstücken 19
4.1 Methode und Konzeption 19
4.2 Analyse von 26 Liegenschaften im Miteigentum 19
4.2.1 Grundlagen 19
4.2.2 Untersuchungsobjekte 20
4.2.3 Analyse der Eigentümerstrukturen 20
4.2.4 Transaktionen von Miteigentumsanteilen 21
4.2.5 Analyse der Performance 22
4.2.5.1 Performancemessung von Liegenschaften in Miteigentum 22
4.2.5.2 Bestimmung der Performance pro Liegenschaft 22
4.2.5.3 Bestimmung der Performance der Teilportfolios 23
4.2.6 Vergleich der Performance mit einem Benchmark 23
4.2.7 Risiko-Rendite-Tradeoff 24
4.2.8 Auswertungsverfahren 24
4.3 Befragung von Entscheidungsträgern bei institutionellen Anlegen 24
4.3.1 Grundlage der Befragung 24
4.3.2 Auswahl der befragten institutionellen Anleger 25
4.3.3 Online-Befragung – Aufbau und Inhalt 25
4.3.3.1 Einsatz eines Onlinetools 25
4.3.3.2 Fragebogengestaltung 26
4.3.3.3 Befragungsstruktur der Erhebung 26
4.3.4 Auswertungsverfahren 26

5 Ergebnisse der empirischen Untersuchung 27
5.1 Analyse von 26 Liegenschaften im Miteigentum 27
5.1.1 Ergebnisse der Eigentümerstruktur 27
5.1.2 Gehandelte Miteigentumsanteile zwischen 2001 – 2010 28
5.1.3 Performance der analysierten Liegenschaften im Miteigentum 30

5.1.3.1 Performance-Vergleich Teilportfolio gemischt genutzte Liegenschaften 30
5.1.3.2 Performance-Vergleich Teilportfolio Geschäftsliegenschaften 31
5.1.4 Risiko-Rendite-Tradeoff 32
5.2 Ergebnisse aus der Befragung 32
5.2.1 Teilnehmer an der Befragung 32
5.2.2 Die Anlageziele der institutionellen Anleger 33
5.2.3 Die Anlagewerte und der jährliche Anlagebedarf 35
5.2.3.1 Gesamtanlagen – Anteil Schweizer Immobilienanlagen 35
5.2.3.2 Anteil direkter und indirekter Immobilienanlagen 35
5.2.3.3 Anlagebedarf der institutionellen Anleger in Schweizer Immobilien 36
5.2.3.4 Aufteilung der jährlichen Investitionen 36
5.2.3.5 Nutzungsarten der Immobilienanlagen 37
5.2.4 Miteigentumsanteile an Grundstücken 38
5.2.4.1 Bestehende Kenntnisse über Miteigentumsanteile an Grundstücken. 38
5.2.4.2 Bestehende Immobilienanlagen in Miteigentum 39
5.2.4.3 Geeignete Liegenschaften für Miteigentum 40
5.2.4.4 Aussagen zu Miteigentumsanteile an Grundstücken 40
5.2.5 Anlagekriterien für Investitionen in Miteigentum 41
5.2.5.1 Risikozuschlag auf dem Diskontsatz für Miteigentum 41
5.2.5.2 Miteigentumsanteile und Anzahl Miteigentümer 42

6 Schlussbetrachtung 44
6.1 Fazit 44
6.2 Diskussion 45
6.3 Ausblick 46
Anhang A – Liegenschaftsverzeichnis der Untersuchungsobjekte 47
Anhang B – Online-Befragung 48
Literaturverzeichnis 58

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
Abs.	Absatz
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
ASV	Verordnung über die Anlagestiftung
Aufl.	Auflage
BFS	Bundesamt für Statistik
BPV	Bundesamt für Privatversicherungen
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft
BVG	Bundesgesetzt über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CAPEX	Capital Expenditure – Instandsetzungskosten
CV	Capital Value – Kapitalwert
CHF	Schweizer Franken
CR	Capital Return – Wertänderungsrendite
EBK	Eidgenössische Bankenkommission (heute FINMA)
d.	des
Diss.	Dissertation
DCF	Discounted Cashflow
ff.	folgende
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GBV	Verordnung betreffend das Grundbuch
Hrsg.	Herausgeber
IPD	Investment Property Databank
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
Techn.	Technische
KAG	Bundesgesetz über die kollektive Kapitalanlagen (Kollektivanlagegesetzt)
LIK	Landesindex der Konsumentenpreise
μ	Erwartungswert

Max.	Maximal
ME	Miteigentum
MEG	Miteigentumsgemeinschaft
Mia.	Milliarden
Min.	Mininmal
Mio.	Millionen
NI	Net Income
rechtl.	rechtlich
resp.	respektive
p	Prozentsatz
®	registered (registrierte Handelsmarke)
RS	Rundschreiben
SICAF	Sociéte d'investissement à capital fixe – Investmentgesellschaft mit fixem Kapital
SICAV	Sociéte d'investissement à capital variable – Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SIX	Swiss Exchange – Schweizer Börse
SNB	Schweizerische Nationalbank
t	Formelzeichen für Zeit
TR	Total Return – Gesamtrendite (Performance)
Univ.	Universität
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
VMWG	Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch
zugl.	zugleich

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1 Eigentumsanteile im Schweizer Kapitalmarkt 7
Abb. 2 Übersicht der Immobilienanlagen – Bestimmung Betrachtungsgegenstand..... 7
Abb. 3 Eingrenzung der betrachteten institutionellen Anleger 13

Tabellenverzeichnis

Tab. 1 Regionale Verteilung der analysierten Liegenschaften im Miteigentum 20
Tab. 2 Bestimmung der Anlegerkategorien 21
Tab. 3 Veränderung der Anzahl Miteigentümer von 2001 – 2010 27
Tab. 4 Veränderung der Eigentumsverhältnisse von 2001 – 2010 28
Tab. 5 Transaktionsvolumen im Zeitraum von 2001 – 2010 28
Tab. 6 Gehandelte Miteigentumsanteile zwischen 2001 – 2010 29
Tab. 7 Performance-Vergleich gemischt genutzte Liegenschaften 30
Tab. 8 Performance-Vergleich Geschäftsliegenschaften 31
Tab. 9 Risiko-Rendite-Tradeoff Teilportfolio gemischt genutzte Liegenschaften 32
Tab. 10 Risiko-Rendite-Tradeoff Teilportfolio Geschäftsliegenschaften 32
Tab. 11 Rücklaufquote der Online-Befragung 33
Tab. 12 Anlagemotive und –ziele bei Immobilienanlagen 34
Tab. 13 Die drei wichtigsten Anlagemotive und -ziele 34
Tab. 14 Gesamt- und Immobilienanlagen der teilnehmenden Anleger 35
Tab. 15 Aufteilung der Schweizer Immobilien in Direkt- oder Indirektanlagen 36
Tab. 16 Aufteilung der jährlichen Investitionen 37
Tab. 17 Nutzungsübersicht der einzelnen Anlegerkategorien 38
Tab. 18 Kenntnis der institutionellen Anleger über Miteigentum 39
Tab. 19 Wertanteile der Direkt-, Indirekt- und Miteigentums-Anlagen 39
Tab. 20 Geeignete Liegenschaften für Miteigentum 40
Tab. 21 Aussagen zu Miteigentumsanteile an Grundstücken 41
Tab. 22 Risikozuschlag auf dem Diskontsatz aus Sicht der institutionellen Anleger 42
Tab. 23 Anforderungen für eine Investition in ein Geschäftshaus in Miteigentum 42
Tab. 24 Anforderungen für eine Investition in ein Shopping Center in Miteigentum 43
Tab. 25 Verzeichnis der untersuchten Liegenschaften 47

Executive Summary

Die vorliegende Masterarbeit untersucht Miteigentumsanteile an Grundstücken als direkte Immobilienanlagen für institutionelle Anleger. Spezifisch wird untersucht, ob Miteigentumsanteile an Grundstücken eine alternative Immobilienanlage für Pensionskassen, Anlagestiftungen, Versicherungen, kotierte Immobilienfonds und kotierte Immobiliengesellschaften sowie öffentlich-rechtliche Körperschaften sind.

Die Masterarbeit basiert auf einer zweiteiligen Untersuchung. Zum einen sind 26 Liegenschaften im Miteigentum ausführlich analysiert und mit den IAZI Swiss Property Benchmarks® verglichen worden. Der zweite Teil umfasst eine Expertenbefragung bei institutionellen Anlegern über ihre Immobilienanlagen und Anlagekriterien in Verbindung mit Grundstücken im Miteigentum.

Die Resultate ergeben, dass die wichtigsten Akteure bei Immobilienanlagen im Miteigentum Pensionskassen und Anlagestiftungen sind. Sie halten gemeinsam über 70.0 % der untersuchten Liegenschaften. Für Versicherungen, kotierte Immobilienfonds und –gesellschaften sowie für die öffentlich-rechtliche Körperschaft sind Miteigentumsanteile an Grundstücken nicht oder wenig attraktiv.

Miteigentum eignet sich hauptsächlich für kommerziell genutzte Liegenschaften. Besonders geeignet sind aus Sicht der Anleger und den Auswertungen Shopping Center und grosse Geschäftshäuser.

Für institutionelle Anleger sind bei Immobilienanlagen im Miteigentum entscheidend, dass die Liegenschaften maximal von zehn institutionellen Anlegern gehalten werden. Sie erwarten für ihre Investition im Miteigentum ein höheres Risiko. Der Risikozuschlag beträgt aus Sicht der institutionellen Anleger knapp 0.25 Prozentpunkte.

Die Auswertungen der Performance zeigen für die Geschäftsliegenschaften im Miteigentum gute Werte. Im Vergleich mit der Benchmark erzielen sie die Erwartungsrenditen der befragten Anleger teilweise. Das Teilportfolio der gemischt genutzten Liegenschaften kann die Erwartungsrenditen hingegen nicht erreichen.

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Immobilien sind eine von vielen Anlagemöglichkeiten, in welche institutionelle Anleger investieren können. Dabei besitzt jede Anlage ihre bestimmten Eigenschaften, die von unterschiedlicher Attraktivität für verschiedene Anleger, mit unterschiedlichen Anforderungen, sind.[1] Durch neue indirekte und internationale Immobilienanlagen ist die Vielschichtigkeit der Immobilienanlagen zusätzlich erhöht worden.

Bei den institutionellen Anlegern hat sich deshalb die objektbezogene Betrachtungsweise zu einer Portfoliosicht erweitert. „Bestandsorientiertes Objektmanagement, naive Diversifikation und kurzfristige ´best Deals´ sind zunehmend einer strukturierten Planung von Immobilienportfolios sowie einer Professionalisierung des Immobilienportfolio-Managements gewichen.“[2]

Schweizer Direktanlagen in Immobilien sind bei institutionellen Anlegern eine bedeutende Anlagekategorie.[3] Einen Teil davon haben die Anleger in Miteigentumsanteile an Grundstücken investiert. Die vorliegende Masterarbeit untersucht aus Sicht der institutionellen Anleger, ob die Investition in *Miteigentumsanteile an Grundstücken* für sie eine geeignete Anlageart ist oder sein kann.

Miteigentumsanteile an Grundstücken sind bisher nicht wissenschaftlich untersucht worden. Die Anlageform hat auch in der Literatur nur wenig Beachtung gefunden.[4] Die vorliegende Masterarbeit wird anhand einer empirischen Untersuchung den Stellenwert, die Akzeptanz und die Anlageeffizienz von Miteigentumsanteilen an Grundstücken bei Anlegern beurteilen. Die Beurteilung erfolgt anhand der Gesichtspunkte von institutionellen Anlegern in der Schweiz.

---

[1] vgl. Hoesli/MacGregor 2000, S. 9

[2] Gantenbein 2005, S. 269

[3] vgl. Kapitel 5.2.3.2

[4] vgl. Gantenbein 1999, S. 33, 119-121, 134; Hoesli/MacGregor 2000, S. 238

1.1.1 Definition des Betrachtungsgegenstandes

In der Masterarbeit wird das gemeinschaftliche Eigentum nur in Form des selbständigen Miteigentums[5] untersucht, welches durch ein Rechtsgeschäft zustande gekommen ist. Den Besonderheiten der Miteigentumsanteile an Grundstücken soll in dieser Arbeit nachgegangen werden. Spezifisch wird untersucht, ob Miteigentumsanteile an Grundstücken eine Alternativanlage für eine bestimmte Auswahl institutioneller Anlegern sind. Als Alternativanlage wird dabei der Vergleich mit anderen direkten Immobilienanlagen in der Schweiz verstanden.

Unter institutionelle Anleger werden Pensionskassen, Anlagestiftungen, Lebensversicherungen, kotierte Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften sowie öffentlich-rechtliche Körperschaften verstanden.

1.1.2 Eingrenzung der Betrachtung

Eine besondere Ausgestaltung des Miteigentums ist das Stockwerkeigentum.[6] Auf diese Form des Miteigentums wird in dieser Arbeit nicht näher eingegangen. Die Zuordnung von Miteigentumsanteile an Grundstücken als Anlageform erfolgt anhand den gesetzlichen Bestimmungen und Kriterien von Immobilienanlagen. Die Masterarbeit beschränkt sich dabei ausschliesslich auf direkte Immobilienanlagen in der Schweiz in Verbindung mit Kapitalanlagen durch institutionelle Anleger.

Die Arbeit bezieht sich nur auf kommerziell oder hauptsächlich kommerziell genutzte Liegenschaften. Immobilien mit reiner Wohnnutzung sowie Betreiberliegenschaften sind nicht Teil der Untersuchung.

1.2 Zielsetzung

Gegenüber Liegenschaften im Alleineigentum weisen Miteigentumsanteile an Grundstücken Besonderheiten auf. Die bestimmenden Faktoren (Determinanten) sowie ihre Auswirkungen auf die Struktur und Ausgestaltung der Anlageform sollen in der Masterarbeit untersucht und erklärt werden.

---

[5] vgl. Art. 646-651 ZGB

[6] vgl. Art. 712a-712t ZGB

Die Studie soll aufzeigen, welche Anleger in Miteigentumsanteile an Grundstücken investiert und wie hoch ihre Investitionsanteile sind sowie welche Anforderungen institutionelle Anleger bei Investitionen in Miteigentumsanteile an Grundstücken erwarten. Es werden praxisorientierte Kennzahlen definiert und erhoben. In der empirischen Untersuchung werden diese Themen detailliert analysiert. Für die Bestimmung des Risiko-Rendite-Tradeoffs wird von den Risiko-Einschätzungen der Anleger bei Immobilienanlagen in Miteigentumsanteile an Grundstücken ausgegangen. Anhand der Benchmarks und den Erwartungsrenditen können Aussagen über die Anlageeffizienz von Miteigentumsanteile an Grundstücken gemacht werden. Dadurch soll Miteigentum als direkte Immobilienanlage mit anderen Anlagen vergleichbar werden.

Die Arbeit hat eine Orientierungsfunktion und stellt Wissen über Immobilienanlagen in Miteigentumsanteile an Grundstücken zur Verfügung. Die rechtlichen Bestimmungen beschränkten sich auf die wesentlichen Merkmale dieser Grundstücksart.

Mithilfe der verschiedenen Erkenntnisse und den gefassten Arbeitshypothesen soll beurteilt werden, ob Miteigentumsanteile an Grundstücken, im Vergleich zu Direktanlagen, sinnvolle Alternativanlagen für institutionelle Anleger sind.

1.3 Vorgehen

In der Masterarbeit wird zu Beginn auf die besonderen Eigenschaften von Immobilien als Anlageklasse und die wichtigsten Akteure auf dem Kapitalmarkt Schweiz eingegangen. Dabei werden die unterschiedlichen Immobilienanlagen und die Abgrenzung des Betrachtungsgegenstands dargestellt. Im theoretischen Teil werden die wichtigsten Definitionen und rechtlichen Bestimmungen zu Miteigentum und Miteigentumsanteilen an Grundstücken erläutert.

Der zweite theoretische Teil widmet sich den institutionellen Anlegern. Ihre Zwecke und Funktionen, Gesellschaftsformen, die Anzahl Institutionen und ihre Immobilienanlagen werden im Detail beschrieben. Die wichtige Rolle von Risiko und Rendite bei Investitionen, sowie die Ziele institutioneller Anleger, ihre Anlagekriterien und Grundstrategien werden erklärt.

Im Zentrum der Arbeit steht die empirische Untersuchung von Miteigentumsanteile an Grundstücken als Immobilienanlage für institutionelle Anleger. Die Untersuchung hat einen hohen Praxisbezug und besteht aus zwei Teilen.

Im ersten Teil sind insgesamt 26 Liegenschaften in Miteigentum[7] statistisch ausgewertet worden. Die Auswertungen basieren auf ausführlichen Geschäftsberichten, die pro Liegenschaft für die Jahre 2001 –2010 vorliegen, und umfassen folgende Themenschwerpunkte:

- Eigentümerstruktur
- Performance
- Vergleich der Performance mit dem IAZI Swiss Property Benchmark®[8]

Der zweite Teil umfasst eine Onlineumfrage bei 50 institutionellen Anlegern. Im Zentrum der Befragung standen:

- Anlagekriterien bei Immobilien
- Anlagewert von Immobilien direkt oder indirekt
- jährlicher Anlagebedarf in Immobilien
- Kenntnis und Erfahrung der Anleger mit Miteigentum
- Anforderungen für Investitionen in Miteigentum, kritische Faktoren

Die Auswertungen der Rohdaten ist anhand von EXCEL durchgeführt worden. Die Analyse und Erarbeitung der Resultate ist anhand der deskriptiven Statistik erfolgt. Anhand der qualitativen Stichprobenerhebung werden Schlussfolgerungen aus den Resultaten und Antworten gezogen.

In der Schlussbetrachtung werden die wichtigsten Erkenntnisse zusammengefasst und in der Diskussion in Verbindung mit der Fragestellung und den Hypothesen kritisch gewürdigt. Es wird beurteilt, inwieweit die Ziele erreicht sind und welche Lehren aus den Resultaten gezogen werden können. Im Ausblick wird geklärt, welche Aspekte nicht beleuchtet werden konnten.

1.4 Hypothesen

Die Eigentümerstrukturen in Miteigentümergemeinschaften verändern sich. Der Einfluss der institutionellen Anleger wird stärker. Verschiedene Anlagestiftungen haben ihre Eigentumsanteile deutlich erhöht. Kommerzielle Liegenschaften eignen sich besonders für Miteigentumsanteile an Grundstücken. Institutionelle Anleger meidet Inves-

---

[7] vgl. Anhang A – Liegenschaftsverzeichnis der Untersuchungsobjekte

[8] vgl. IAZI 2011b, o. S.

titionen in Miteigentumsanteile an Grundstücken. Die Liquidität von Miteigentumsanteilen an Grundstücken ist gering.

2 Immobilien als Anlageklasse

Immobilien zeichnen sich gegenüber anderen Anlageklassen durch einige Besonderheiten aus. „Sie sind in ihrer physischen Substanz weitgehend unbeweglich und weisen eine hohe *Dauerhaftigkeit* auf. Da ein und derselbe Boden oder Raum nur einmal besetzt werden kann, sind Grundstücke geographisch und topographisch *einzigartig*."[9] Zusätzliche Charakteristiken sind eine langfristige Bindung bei Immobilieninvestitionen, ein hoher Kapitaleinsatz und die Erzielung geplanter Konsequenzen im Sinne einer Vergrösserung des Nutzens für alle Anspruchsgruppen der Liegenschaft.[10] Immobilien haben bei den institutionellen Anlegern in der Anlage Allokation ihrer Portfolios schon immer eine wichtige Rolle gespielt. Die Besonderheiten von Immobilien sowie Diversifikationseffekte sorgen dafür, dass Immobilien eine eigene Anlageklasse darstellt.[11]

2.1 Definitionen

2.1.1 Grundstücke

Den unterschiedlichen Begriffe Grundstück, Immobilie, Grundeigentum oder Liegenschaft kommen in der vorliegenden Arbeit die gleiche Bedeutung zu. Gegenstand des Grundeigentums sind Grundstücke, welche im rechtlichen Sinne sind:[12]

- Liegenschaften
- in das Grundbuch aufgenommene selbständige und dauernde Rechte
- Bergwerke
- *Miteigentumsanteile an Grundstücken*

2.1.2 Miteigentumsanteile an Grundstücken

Beabsichtigen mehrere Personen gemeinsam eine Liegenschaft zu erwerben, dann wer-

---

[9] Ganteinbein 1999, S. 34

[10] vgl. Suter 1995, S. 15-16

[11] vgl. Miller/Geltner 2005, S. 247

[12] vgl. Art. 655 ZGB

den dafür entsprechende Miteigentumsanteile errichtet. Die Errichtung von Miteigentum an Grundstücken erfolgt durch Vertrag und öffentliche Beurkundung. Für jeden Miteigentumsanteil wird ein Grundbuchblatt angelegt.[13] Miteigentumsanteile an Grundstücken werden in der Masterarbeit auch mit dem Begriff Miteigentum (ME) bezeichnet. In der Praxis ist diese Bezeichnung sehr gebräuchlich.

2.1.3 Miteigentümer

Als Miteigentümer werden Eigentümer (Personen) von Miteigentumsanteilen bezeichnet.[14]

2.1.4 Miteigentümergemeinschaft

Die Miteigentümer einer Liegenschaft bilden zusammen die Miteigentümergemeinschaft. Die Miteigentümergemeinschaft entscheidet über alle Angelegenheiten der Liegenschaft.

2.2 Kapitalmarkt Schweiz

Die Beratungsfirma Wüest & Partner hat eine Erhebung über den Kapitalmarkt erstellt. Im entsprechenden Berechnungsmodell geht die Beratungsfirma von einem Gesamtwert aller Schweizer Immobilien am Kapitalmarkt in der Höhe von rund CHF 960 Mia. aus.[15] Der Grossteil der Immobilienanlagen (CHF 800 Mia.) sind im Eigentum von Privatpersonen oder –unternehmen. Wie in Abbildung 1 ersichtlich, sind ein Sechstel aller Immobilienanlagen (CHF 160 Mia.) im Eigentum von institutionellen Anlegern.

---

[13] vgl. Art. 10a GBV

[14] vgl. Art. 646 Abs. 1 ZGB

[15] vgl. Bleisch 2010, Folie 63

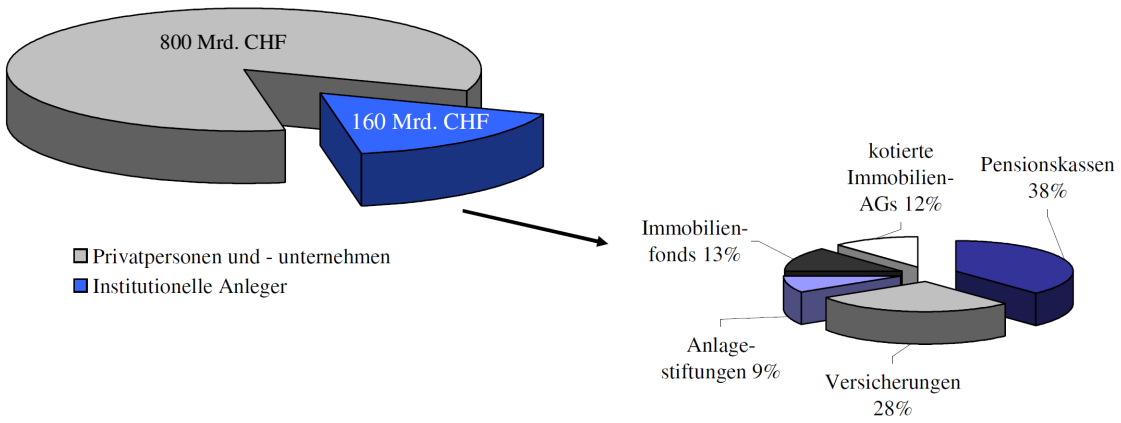


Abb. 1 Eigentumsanteile im Schweizer Kapitalmarkt, vgl. Bleisch 2010, Folie 63

2.3 Die verschiedenen Arten von Immobilienanlagen

Auf dem Kapitalmarkt stehen Investoren verschiedene Anlagearten zur Auswahl. Die Immobilienanlagen lassen sich in direkte und indirekte Anlagen unterteilen. Bei den Direktanlagen wird zwischen Alleineigentum und gemeinschaftlichem Eigentum differenziert. In der vorliegenden Masterarbeit wird nur auf direkte Schweizer Immobilienanlagen eingegangen. Spezifisch wird dabei Miteigentum untersucht und mit gleichartigen Immobilienanlagen im Alleineigentum beurteilt. Der diesbezügliche Betrachtungsgegenstand ist in Abbildung 2 dargestellt.

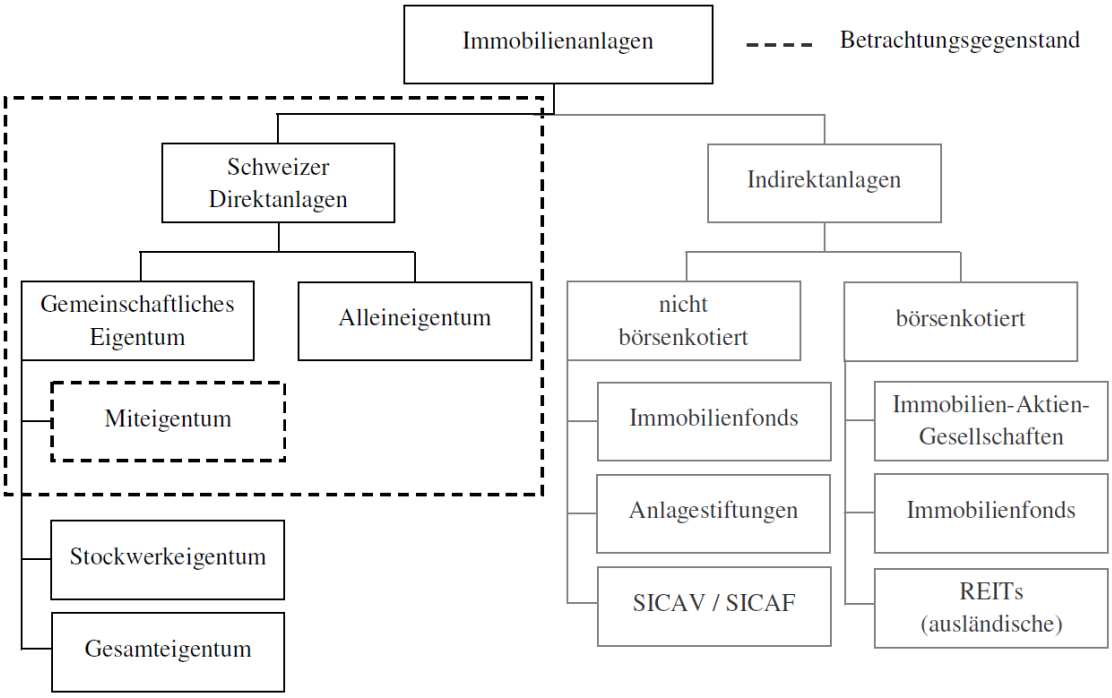


Abb. 2 Übersicht der Immobilienanlagen – Bestimmung Betrachtungsgegenstand

2.4 Das Miteigentum

"In der Regel wird das Eigentumsrecht an einer Sache von einer einzigen Person ausgeübt (Alleineigentum). Das wirtschaftliche Interesse fordert jedoch in zahlreichen Fällen, dass *mehrere Personen zusammen Eigentümer an der gleichen Sache sind* […]. Das Gesetzt sieht daher die Möglichkeit vor, dass die Sache mehreren Personen zu Eigentum zusteht, wobei alle Berechtigten (qualitativ) auf der gleichen Stufe stehen."[16]

Nach dem Gesetz sind Miteigentümer Personen, die eine Sache nach Bruchteilen und ohne äussere Abteilung in ihrem Eigentum haben.[17] Zwischen den Miteigentümern wird nicht die Sache selber, sondern die Ausübung daran geteilt. Jedem berechtigten Miteigentümer steht demnach die Verfügungsmacht seines Anteils zu. Dieser Anteil ist jedoch nicht real an der Sache ausgeschieden.[18] Sind beispielsweise zwei Miteigentümer je zu 50.0 % an einer viergeschossigen Liegenschaft berechtigt, so werden nicht je zwei Geschosse den Miteigentümern A oder B ausgeschieden. Die beiden Miteigentümer sind vielmehr je zur Hälfte an der gesamten Liegenschaft nutzungsberechtigt.

2.4.1 Die Entstehung von Miteigentum

Miteigentum kann durch ein Rechtsgeschäft, eine gesetzliche Anordnung oder durch ein richterliches Urteil entstehen.[19] In der vorliegenden Arbeit wird nur auf die Entstehung durch ein Rechtsgeschäft eingegangen. Dabei entsteht Miteigentum an einer Sache, wenn mehrere Personen, die keine besondere Gemeinschaft (auch keine einfache Gesellschaft) bilden, diese gemeinsam erwerben. Da Miteigentumsanteile an Grundstücken im Sinne des Gesetzes Liegenschaften darstellen, werden sie im Grundbuch aufgenommen.[20] Für jeden Miteigentumsanteil wird dafür ein eigenes Grundbuchblatt erstellt.

---

[16] Schmid/Hürlimann 2009, S. 164

[17] vgl. Art. 646, Abs. 1 ZGB

[18] vgl. Schmid/Hürlimann 2009, S. 165

[19] vgl. Schmid/Hürlimann 2009, S. 166

[20] vgl. Art. 655 Abs. 2, Art. 943 ZGB

2.4.2 Die Stellung des Miteigentümers innerhalb der Gemeinschaft

Nach Gesetz hat jeder Miteigentümer für seinen Anteil die Rechte und Pflichten eines Eigentümers. Er kann seinen Anteil veräussern oder verpfänden.[21] Im Gesetz wird die Stellung des Miteigentümers in Bezug auf die gemeinsame Sache bestimmt. Unter der gemeinsamen Sache wird die gesamte Liegenschaft verstanden. Es sind dies die Verwertung der Sache, die Nutzung und Verwaltung, die rechtliche Verfügung und Zweckänderung sowie die Tragung der Kosten und Lasten.

Auf die Verwertung der Sache wird nicht im Detail eingegangen. Wichtig erscheinen die zwingenden Rechtsnormen bei der Nutzung und Verwaltung. Das Gesetz sieht zwingend vor, dass ein Miteigentümer verlangen kann, dass notwendige Verwaltungshandlungen durchgeführt oder nötigenfalls vom Gericht angeordnet werden. Dazu gehören alle Unterhalts- oder Erneuerungsarbeiten, die für den Erhalt und die Gebrauchsfähigkeit der Sache notwendig sind. Ebenfalls kann ein Miteigentümer auf Kosten aller Miteigentümer Massnahmen ergreifen, um die Sache vor drohendem oder wachsendem Schaden zu bewahren.[22]

2.4.3 Organisation einer Miteigentümergemeinschaft

Die *Miteigentümerversammlung ist oberstes Organ* der Gemeinschaft. Sie beschliesst über alle Angelegenheiten der Gemeinschaft, soweit nicht gemäss Gesetz oder der Nutzungs- und Verwaltungsordnung die Zuständigkeit anderweitig vorsehen ist. Eine Miteigentümerversammlung hat mindestens einmal jährlich stattzufinden. Anlässlich der Versammlung werden die übrigen Organe bestimmt und gewählt, die Jahresrechnung mit der Kostenverteilung sowie ein Budget genehmigt und Beschlüsse über bauliche Massnahmen oder sonstige Ausgaben gefällt. Weitere Organe bei Miteigentümergemeinschaften sind:

- der Ausschuss
- die Verwaltung
- die Revisionsstelle

---

[21] vgl. Art. 646, Abs. 3 ZGB

[22] vgl. Schmid/Hürlimann 2009, S. 169

Die Aufgaben und Befugnisse dieser Organe werden in der Nutzungs- und Verwaltungsordnung oder anlässlich einer Miteigentümerversammlung bestimmt. Dabei kommt der Verwaltung der Gemeinschaft eine grosse Bedeutung zu. Die Aufgaben der Verwaltung im Sinne einer Geschäftsführung werden im Gesetz in gewöhnliche und wichtige Verwaltungshandlungen unterteilt.[23] Die detaillierten Aufgaben der Verwaltung werden dabei meistens in einem separaten Geschäftsführung- und Verwaltungsvertrag zwischen der Miteigentümergemeinschaft und einer natürlichen oder juristischen Person geregelt.

2.4.4 Die Bedeutung des Reglements der Miteigentümergemeinschaft

Die Miteigentümer können – innerhalb der Schranken des zwingenden Rechts – eine von den gesetzlichen Bestimmungen abweichende Nutzungs- und Verwaltungsordnung vereinbaren und *im Grundbuch anmerken* lassen. Der Erlass einer solchen Ordnung bedarf einer Zustimmung aller Miteigentümer. Das gilt auch für nachträgliche Änderungen. Die Nutzungs- und Verwaltungsordnung ist auch für Rechtsnachfolger eines Miteigentümers verbindlich.

Ein zentraler Punkt in der Nutzungs- und Verwaltungsordnung ist die Rechtsstellung der Miteigentümergemeinschaft, die aus sämtlichen Miteigentümern besteht. Die Miteigentümergemeinschaft übt sämtliche Rechte obligatorischer und dinglicher Natur, welche den gesamten Grundbesitz betreffen, gemeinschaftlich aus.

Die Nutzungs- und Verwaltungsordnung enthält weiter Regelungen über die Organisation der Miteigentümergemeinschaft, die Kostenordnung der gemeinschaftlichen Erträge, Kosten sowie Lasten und möglicherweise über die Bildung eines Erneuerungsfonds. Die Miteigentümer haften für sämtliche Kosten und sonstige gemeinschaftlichen Verpflichtungen Dritten gegenüber anteilsmässig im Verhältnis ihrer Miteigentumsanteile.

2.4.5 Das gesetzliche Vorkaufsrecht bei Grundstücken

Im Gegensatz zu Immobilienanlagen in Alleineigentum besteht beim Miteigentum eine gesetzliche Veräusserungsbeschränkung. Gegenüber jedem Nichteigentümer räumt das Gesetz den Miteigentümern ein gesetzliches Vorkaufsrecht am verkauften Anteil ein.

---

[23] vgl. Art. 647a,b ZGB

Der Anspruch kann von Miteigentümern innerhalb von drei Monaten seit Kenntnis von Abschluss und Inhalt des Vertrages geltend gemacht werden. Machen mehrere Miteigentümer ihr Vorkaufsrecht geltend, so wird ihnen der Anteil im Verhältnis ihrer bisherigen Miteigentumsanteile zugewiesen.[24]

Das gesetzliche Verkaufsrecht kann vertraglich aufgehoben werden. Eine entsprechende Aufhebung bedarf zur Gültigkeit der öffentlichen Beurkundung. Eine Aufhebung des gesetzlichen Vorkaufsrechts erscheint für die Liquidität des Miteigentumsanteils sinnvoll. Ein Käufer eines Miteigentumsanteils will im Vorfeld einer Transaktion Gewissheit darüber, dass er die Liegenschaft erwerben kann. Bei einem Vorkaufsrecht ist dies jedoch ungewiss. Diese Unsicherheit kann zu einer schlechteren Verkäuflichkeit eines Miteigentumsanteils an einem Grundstück führen.

Für das gesetzliche Vorkaufsrecht spricht wiederum der Schutz der Gemeinschaft vor ungewollten Strukturänderungen. Das Vorkaufsrecht ermöglicht es den übrigen Miteigentümern, durch Ausübung des Vorkaufsrechts unerwünschten Personen den Zugang zur Miteigentümergemeinschaft zu verwehren. So kann beispielsweise eine Gemeinschaft, bestehend aus verschiedenen institutionellen Anlegern, den Verkauf eines Miteigentumsanteils an eine Privatperson verhindern.

2.4.6 Der Untergang des Miteigentums

Miteigentum ist *nicht auf Dauer angelegt*. Jeder Miteigentümer hat einen gesetzlichen Anspruch, jederzeit die Aufhebung des Miteigentums zu verlangen. Um den Fortbestand von Miteigentum an einem Grundstück zu gewähren, wird der Teilungsanspruch aufgehoben. Eine solche Bestimmung lässt sich höchstens für dreissig Jahre gültig vereinbaren und bedarf zu ihrer Gültigkeit der öffentlichen Beurkundung. Die befristete Aufhebung wird im Grundbuch vorgemerkt. In der Nutzungs- und Verwaltungsordnung werden die Miteigentümer in der Regel zudem verpflichtet, dass sie nach Ablauf der dreissig Jahre einer weiteren Bestimmung über den Ausschluss des Rechts auf Aufhebung des Miteigentums für dreissig Jahre zustimmen.

---

[24] vgl. Schmid/Hürlimann 2009, S. 173

3 Institutionelle Anleger in der Schweiz

„Kapitalanleger können grundsätzlich in private und institutionelle Anleger eingeteilt werden.“[25]

Als institutionelle Anleger gelten Anleger mit professioneller Tresorerie, das heisst Banken und Effektenhändler, Fondsleitungen, Versicherungsgesellschaften, SICAV, öffentlich-rechtliche Körperschaften sowie Handels- und Industriebetriebe. Daneben gelten auch Vorsorgeeinrichtungen (wie Pensionskassen oder Anlagestiftungen) sowie gemeinnützige Stiftungen als institutionelle Anleger, sofern sie über eine professionelle Tresorerie verfügen.[26]

„Charakteristika und Erscheinungsformen sind bestimmend für die Definition institutioneller Investoren.“[27] “Bezüglich der Charakteristika zeichnen sich institutionelle Investoren – in Abgrenzung zu privaten Investoren – in erster Linie durch die Eigenschaft der juristischen Person, die spezielle Ausbildung der Mitarbeiter in Vermögensverwaltung, durch den Kontakt zu anderen Institutionen sowie durch die treuhänderische Geldanlage fremder Geldmittel für einen bestimmten Zweck bzw. Zeitraum aus.”[28]

In der Masterarbeit werden unter dem Begriff der institutionellen Anleger nur die in Abbildung 3 eingegrenzten Gesellschaften oder Körperschaften behandelt.

---

[25] Suter 1995, S. 18

[26] vgl. EBK 2007, S. 3, Randnote 11

[27] Kloess 1999, S.11

[28] Kaiser 1990, S. 129-130 zit. in Suter 1995, S. 18; zit. in Kloess 1999, S. 11

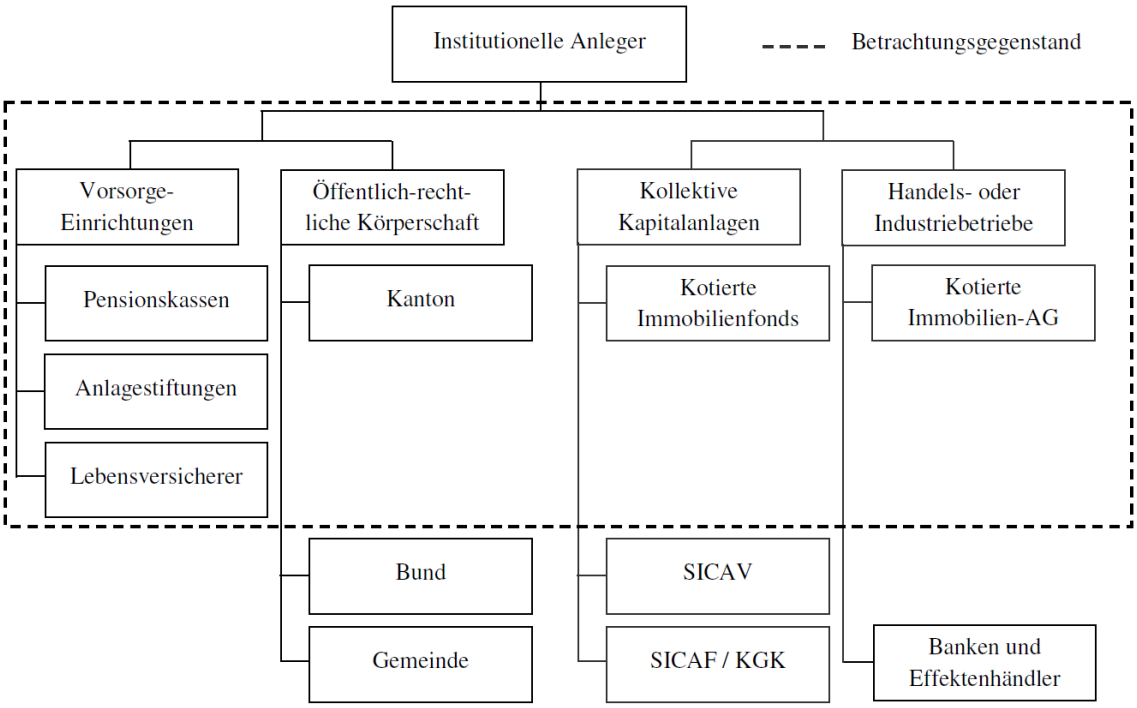


Abb. 3 Eingrenzung der betrachteten institutionellen Anleger

3.1 Vorsorgeeinrichtungen

Als Vorsorgeeinrichtung im Sinne des BVG gelten alle Einrichtungen, die im Register für die berufliche Vorsorge eingetragen sind. Voraussetzung für die Registrierung sind Gewähr für finanzielle Sicherheit, Integrität der Personen, die mit der Führung und Verwaltung betraut sind, eine anerkannte Kontrollstelle und ein anerkannter Experte.[29] Aufsichtsbehörde über die Vorsorgeeinrichtungen sind die jeweiligen zentralen kantonalen Instanzen resp. der Bund für Vorsorgeeinrichtungen mit nationalem oder internationalem Charakter.[30] Der gesetzliche Rahmen regelt das 1985 in Kraft getretene Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge sowie deren Verordnung. „Der Bund trifft dabei Massnahmen für eine ausreichende Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge. Diese beruht auf drei Säulen, nämlich der eidgenössischen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenversicherung [1. Säule; Anm. d. Verf.], der beruflichen Vorsorge [2. Säule; Anm. d. Verf.] und der Selbstvorsorge [Säulen 3a und b; Anm. d. Verf.].“[31]

[29] vgl. BVV 1 Art. 6

[30] vgl. BVV 1 Art. 1 und 3

[31] BV Art. 111 Abs. 1

3.1.1 Pensionskassen

In der Schweiz sind die Pensionskassen selbständige Rechtspersönlichkeiten, die entweder als Stiftung, als Genossenschaft oder als Einrichtung des öffentlichen Rechts organisiert sind. Die häufigste Rechtsform ist die Stiftung, da sie gegenüber einer Genossenschaft umfassender anwendbar ist und der Mitspracheaspekt der Arbeitnehmer weniger ausgeprägt ist.[32]

Ende 2009 haben in der Schweiz 2'351 Pensionskassen mit insgesamt 3'643'300 Versicherten existiert. Die Pensionskassen sind die wichtigsten Einrichtungen im Bereich der beruflichen Vorsorge, der 2. Säule. Per 31.12.2009 haben sie ein Anlagevermögen von CHF 598.9 Mia. ausgewiesen. Nach den Obligationen und Aktien sind die Immobilien die drittwichtigste Anlageform. Der Immobilien-Anlagewert hat insgesamt CHF 95.7 Mia. betragen. Dies entspricht einem Anteil an der Bilanzsumme von rund 16.0 %. Davon waren CHF 89.2 Mia. oder über 90.0 % in Schweizer Immobilien direkt oder indirekt über Kollektivanlagen[33] investiert.[34]

3.1.2 Anlagestiftungen

Bei Anlagestiftungen handelt es sich um eine besondere Kategorie kollektiver Anlageformen, welche bis anhin keine selbständige gesetzliche Regelung erfahren haben. Eine entsprechende Verordnung (ASV) soll per 01.01.2012 in Kraft treten. Anlagestiftungen stellen ein komplexes Gebilde dar. Sie sind eigenständige Rechtsinstitute auf Basis des Stiftungsrechts nach ZGB[35] und der Vorsorgegesetzgebung.[36] Anlagestiftungen stehen nur steuerbefreiten Schweizer Anlegern der beruflichen Vorsorge offen.

In der beruflichen Vorsorge sind per 31.12.2009 total CHF 240.6 Mia. über Anlagestiftungen, -fonds oder Beteiligungsgesellschaften investiert gewesen. Der Anteil der Immobilienanlagen hat CHF 38.8 Mia. betragen, davon sind CHF 32.4 Mia. oder über

---

[32] vgl. Scherer 1996, S. 17

[33] vgl. Kapitel 3.1.2

[34] vgl. BFS 2011, S. 14

[35] vgl. Art. 80 ZGB

[36] vgl. Art. 61f BVG; Art. 47, 59 BVV 2; Art. 4b BVV 1

80.0 % in Schweizer Immobilien investiert.[37] Dieser Anteil entspricht rund 36.3 % der entsprechenden Anlagen bei den Pensionskassen.

3.1.3 Lebensversicherungen

Als Lebensversicherung werden diejenigen Versicherungen bezeichnet, die an die Ungewissheit der Dauer des menschlichen Lebens anknüpfen. Aus der Perspektive des Kunden dient die Lebensversicherung als Absicherungsinstrument gegen finanzielle Risiken und auch als steuerbegünstigte Sparmöglichkeit. Gebräuchlichste Ausprägungen der Lebensversicherung sind Kapital-, Renten- und Invaliditätsversicherung.

Die Versicherung der beruflichen Vorsorge (2. Säule) dominiert mit einem Anteil von zwei Dritteln das Geschäftsvolumen der schweizerischen Lebensversicherer. Von zurzeit 25 Lebensversicherern, die durch die FINMA beaufsichtigt werden, betreiben elf die Versicherung der beruflichen Vorsorge (Stand Ende Januar 2011).[38]

Die Lebensversicherer bieten in der privaten Vorsorge die gebundene Selbstvorsorge (Säule 3a) und die freie Selbstvorsorge (Säule 3b) an. Per 31.12.2010 haben die Lebensversicherungen Kapitalanlagen in der Höhe von CHF 291.3 Mia. ausgewiesen. Der Anteil an Immobilien hat knapp CHF 35.0 Mia. oder 12.0 % betragen.[39] Anlässlich einer Umfrage durch die Beratungsgesellschaft Sal. Oppenheim im Jahr 2008 bei Schweizer Versicherungen haben die teilnehmenden Gesellschaften einen Anteil an Schweizer Immobilien von 84.0 % angegeben.[40] Dies würde einen Wert an Schweizer Immobilienanlagen von rund CHF 29.4 Mia. bedeuten.

Immobilienanlagen in Miteigentum sind für Versicherungen aufgrund der Anlagerichtlinien nur eingeschränkt möglich, denn Immobilienanlagen in Miteigentum dürfen nicht dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden.[41]

---

[37] vgl. BFS 2011, S. 14-17

[38] vgl. FINMA 2011a, S. 1-8

[39] vgl. FINMA 2011b, S. 10-13

[40] vgl. Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance (Schweiz) AG, S. 14

[41] vgl. BPV 2008, S. 35-36

3.2 Kollektive Kapitalanlagen – kotierte Immobilienfonds

Kollektive Kapitalanlagen sind Vermögen, die von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Die Anlagebedürfnisse der Anleger werden in gleichmässiger Weise befriedigt. Diese kollektiven Kapitalanlagen können offen oder geschlossen sein.[42] Der Grossteil sind offene kollektive Kapitalanlagen in Form von vertraglichen Anlagefonds oder SICAV. Geschlossene kollektive Kapitalanlagen sind selten und kommen nur in Form von KGK vor.

In der vorliegenden Arbeit werden von den kollektiven Kapitalanlagen nur die an der Börse notierten Immobilienfonds beurteilt. An der SIX Swiss Exchange sind insgesamt 22 Immobilienfonds kotiert. Aus den zehn liquidesten und grössten Immobilienfonds bildet die Schweizer Börse den Subindex SXI Real Estate®[43] Funds. Die Aufnahmebedingungen sind im Reglement SXI®-Indexfamilie bestimmt.[44]

Nach Einschätzung von Schroders Investment Management (Switzerland) AG beläuft sich das verwaltete Immobilienvermögen bei den Immobilienfonds auf ca. CHF 25.0 Mia.[45] Dieser Wert entspricht ziemlich genau dem ausgewiesenen Marktwert der frei handelbaren Anteile (Free Float) von CHF 24.3 Mia. per 30.06.2011.[46]

3.3 Kotierte Immobiliengesellschaften

An der SIX Swiss Exchange sind zehn Immobilienaktiengesellschaften kotiert. Davon sind neun Gesellschaften hauptsächlich in Schweizer Immobilien investiert (Anteil über 75.0 %). Aus den fünf liquidesten und grössten Aktientiteln bildet die Schweizer Börse den Subindex SXI Real Estate® Shares. Schroders Investment Management (Switzerland) AG schätzt den Wert der kotierten Immobiliengesellschaften auf ca. CHF 20.6 Mia.[47]

---

[42] vgl. Art. 7 KAG

[43] vgl. SIX Swiss Exchange 2011a, o. S.

[44] vgl. SIX Swiss Exchange 2010, S. 6-7

[45] vgl. Schroders Investment Management (Switzerland) AG 2011, S. 4

[46] vgl. SIX Swiss Exchange 2011b, o. S.

[47] vgl. Schroders Investment Management (Switzerland) AG 2011, S. 5

An der Berner Börse (Berne eXchange) sind ebenfalls zehn Immobilienaktiengesellschaften notiert. Bei den Gesellschaften handelt es sich mehrheitlich um kleinere Aktiengesellschaften.

3.4 Öffentlich-rechtliche Körperschaften

Öffentlich-rechtliche Körperschaften nehmen, ausserhalb der durch die Behörden dargestellten unmittelbaren Staatsverwaltung, öffentliche Aufgaben wahr. Sie stehen unter staatlicher Aufsicht und verfügen gegebenenfalls über staatliche Mittel. Öffentlich-rechtliche Körperschaften sind juristische Personen, die Rechte und Pflichten im eigenen Namen wahrnehmen können. In der vorliegenden Arbeit beschränkt sich die öffentlich-rechtliche Körperschaft auf die Immobilienabteilung eines Kantons mit Immobilienanlagen in der Höhe von knapp CHF 1.5 Mia.[48]

3.5 Immobilienanlagen institutioneller Anleger

Bei der Entscheidung für eine bestimmte Immobilien-Anlageform und der Auswahl des Investitionsobjektes sind mehrere Kriterien zu berücksichtigen. Die Auswahlkriterien der Investoren sind dabei abhängig von den individuellen Anlagemotiven[49], -zielen und den daraus abgeleiteten Anlagestrategien. Die objektspezifischen Risiken und die Erwartungsrendite hängen bei Direktanlagen in Immobilien vor allem von folgenden Faktoren ab:[50]

- Anschaffungskosten (Kaufpreis und Transaktionskosten)
- Makro- und Mikrostandort
- Mieterstruktur und –bonität
- Entwicklung der Cashflows (Mieten, Betriebskosten und CAPEX)
- Flexibilität der Nutzungsmöglichkeiten
- Nachhaltigkeit des Investitionsobjekts
- Künftiger Verkaufspreis

---

[48] Angabe des institutionellen Anlegers anlässlich der Online-Befragung, vgl. Kapitel 5.2.4.2

[49] Anlagemotive bei Immobilienanlagen vgl. Suter 1995, S. 10-12

[50] vgl. Leichnitz 2008, S. 221

3.5.1 Ziele eines Investors

"Der Investor verfolgt […] zwei Ziele gleichzeitig: Erstens versucht er, seine erwartete Rendite zu maximieren und zweitens beabsichtigt er, das Risiko (Varianz der Renditen) seiner Anlage möglichst klein zu halten".[51]

3.5.2 Grundstrategien bei Immobilienanlagen

Vier bewährte Grundstrategien beziehen sich auf die jeweiligen Risiko-Rendite-Profile der Anleger. Den konservativsten Anlagestil pflegen *Core-Investoren*. Sie erwerben gut vermietete Bestandesliegenschaften an sehr guten Lagen. Ihr Ziel ist es, die Immobilien langfristig im Portfolio zu halten und stetige Cashflows zu generieren. Ihre Risikoakzeptanz ist relativ gering. Die Kontinuität der erzielbaren Renditen ist ihnen wichtig. Die Renditen der Liegenschaften und der Einsatz von Fremdkapital sind eher tief. Ein späterer gewinnbringender Verkauf der Liegenschaft ist beabsichtigt, steht jedoch nicht im Zentrum. Typische Core-Investoren sind Pensionskassen, Anlagestiftungen, Versicherungen, kotierte Immobilienfonds und öffentlich-rechtliche Körperschaften.

Hat ein Investor etwas höhere Renditeanforderungen und ist deshalb bereit, höhere Risiken einzugehen, spricht man von *Core-Plus-Investoren*. Kotierte Immobiliengesellschaften zählen zu den Core-Plus-Investoren.

Ist das Risiko-Rendite-Profil eines Investors noch stärker ausgeprägt, so werden die betreffenden Anleger als *Value-Added-Investoren* bezeichnet. Zu den Value-Added-Investments werden Objekte mit Revitalisierungs- oder Repositionierungspotenzial gezählt. Die Investoren erwarten in solchen Investments Veräusserungsgewinne durch Wertsteigerung ihrer Immobilien. Für die Finanzierung werden je die Hälfte Eigen- und Fremdkapital verwendet.

Die höchsten Risiken gehen *opportunistische Investoren* ein. Bei dieser Anlagestrategie gehen die Investoren von markanten Wertsteigerungen und kurzen Haltedauer der Immobilien aus. Die Projektentwicklung von Neubauten ist eine typische opportunistische Anlagestrategie. Bei diesen Investments wird normalerweise auch einen sehr hoher Anteil Fremdkapital einsetzt.[52]

---

[51] Scherer (1995), S. 142

[52] vgl. Leichnitz 2008, S. 222

3.5.3 Risiko-Rendite-Tradeoff

Risiko und Rendite spielen in der Investitionstheorie und –praxis eine entscheidende Rolle. Denn je höher das erwartete Risiko einer Investition ist, desto höher ist die benötigte Rendite. Sowohl die vergangenen (ex post) als auch die erwarteten (ex ante) Risiken und Renditen spielen dabei eine Rolle. Die Messung der historischen Renditen wird für die Analyse von Risiko und Wertminderung verwendet. Die Daten eignen sich für Vergleiche unterschiedlicher Immobilienkategorien und Regionen. Zudem werden die historischen Daten für das Modellieren der Zukunft verwendet, unter der Annahme, dass die Zukunft gleich wie die Vergangenheit sein wird.[53]

4 Empirische Untersuchung über Miteigentumsanteile an Grundstücken

4.1 Methode und Konzeption

Die folgenden Ausführungen erläutern die Methode und Konzeption der Untersuchung. Diese besteht aus zwei Teilen. Zum einen sind 26 Liegenschaften im Miteigentum[54] ausführlich analysiert und mit den IAZI Swiss Property Benchmarks® verglichen worden. Der zweite Forschungsteil umfasst eine Befragung von Entscheidungsträgern bei institutionellen Anlegern über Immobilienanlagen und Anlagekriterien in Verbindung mit Miteigentumsanteilen an Grundstücken.

4.2 Analyse von 26 Liegenschaften im Miteigentum

4.2.1 Grundlagen

Für die Masterarbeit sind insgesamt 26 Liegenschaften in Miteigentum detailliert analysiert worden. Die statistischen Auswertungen basieren auf ausführlichen Geschäftsberichten, die pro Liegenschaft für die Jahre 2001 – 2010 vorgelegen haben.

Die Geschäftsberichte enthalten Angaben über die Organisation der Miteigentümergemeinschaften, Eigentumsverhältnisse, Vermietungssituation, das Gebäude und die Grundstücksverhältnisse, der Mietverhältnisse, die Jahresrechnung und das Budget, der

---

[53] vgl. Hoesli/MacGregor 2000, S. 32

[54] vgl. Anhang A – Liegenschaftsverzeichnis der Untersuchungsobjekte

Bericht der Revisionsgesellschaft, Finanzkennzahlen und die aktuellen Marktwerte.

Die untersuchten Geschäftsberichte stammen alle von der Immobiliendienstleisterin PRIVERA AG in Bern. Als Verwaltung hat sie sämtliche Liegenschaften vom Januar 2001 bis Dezember 2010 bewirtschaftet und die jeweiligen Miteigentümergemeinschaften geführt. Die PRIVERA AG erstellt jährlich pro Liegenschaften im Miteigentum einen ausführlichen Geschäftsbericht, der allen beteiligten Miteigentümern zugestellt wird.

4.2.2 Untersuchungsobjekte

Bei der Auswahl der Untersuchungsobjekte ist darauf geachtet worden, dass die Liegenschaften aus verschiedenen Regionen der Schweiz sind. Die regionale Verteilung der analysierten 26 Liegenschaften im Miteigentum ist in Tabelle 1 dargestellt.

Region	*Anz. Liegenschaften*
Bern	8
Basel	1
Baden/Brugg	3
Genf	4
Lausanne/Nyon	2
Sion	1
St. Gallen	2
Zürich	5
Total	*26*

Tab. 1 Regionale Verteilung der analysierten Liegenschaften im Miteigentum

4.2.3 Analyse der Eigentümerstrukturen

Anhand der Geschäftsberichte wird die Anzahl Miteigentümer pro Liegenschaft erhoben. Es wird dargestellt, wie sich die Miteigentümeranzahl innerhalb der Untersuchungsperiode 2001 – 2010 verändert hat. Anhand von Gruppen werden die Anzahl Miteigentümer dargestellt.

Um die Eigentumsverhältnisse zu klären wird analysiert, wie sich die Anteile der einzelnen institutionellen Anlegern und Privatinvestoren innerhalb des Betrachtungszeitraums vom Januar 2001 bis Dezember 2010 verändert haben. Dafür sind die einzelnen Miteigentümer einer Anlegerkategorie zugeordnet worden. In Tabelle 2 sind die Anlegerkategorien aufgezeigt.

Institutionelle Anleger		
Pensionskassen	Versicherungen	Anlagestiftungen
Kotierte Immobilienfonds	Kotierte Immobilien-gesellschaften	Öffentlich-rechtliche Körperschaften

Private Anleger	
Natürliche Personen	Juristische Personen

Tab. 2 Bestimmung der Anlegerkategorien

Durch die Auswertung der Anlegerkategorien wird erkennbar, in welchem Verhältnis die institutionellen Anleger an den untersuchten Liegenschaften investiert sind. Zudem wird geklärt, wie sich die Eigentumsverhältnisse innerhalb des Betrachtungszeitraums verändert haben.

4.2.4 Transaktionen von Miteigentumsanteilen

Die Geschäftsberichte geben Auskunft über vollzogene Transaktionen einzelner Miteigentümer. Dabei sind die gehandelten Miteigentumsanteile und der neue Eigentümer erwähnt. Anhand dieser Daten werden die Anzahl Transaktionen pro Jahr und über die gesamten zehn Jahre berechnet. Die Resultate dienen als statistische Grösse und zur Beurteilung der durchschnittlichen jährlichen Transaktionen.

Die Geschäftsberichte enthalten keine Angaben über Transaktionspreise. Durch die Informationen über die gehandelten Miteigentumsanteile wird das jährliche Transaktionsvolumen dennoch bestimmbar. Dafür werden die ausgewiesenen Marktwerte herangezogen. Die Marktwerte der Liegenschaften sind jährlich mittels der DCF-Methode durch Immobilienbewerter ermittelt worden. Der Wert der einzelnen gehandelten Miteigentumsanteile ist in der Untersuchung wie folgt bestimmt worden.

$$W_t = \frac{p}{100} \bullet CV_t$$

W_t = Wert gehandelter Miteigentumsanteil

p = Miteigentumsanteil

CV_t = Marktwert einer Liegenschaft am Ende der Periode

Die Summe aller gehandelten Miteigentumsanteile ergibt das Transaktionsvolumen pro Jahr und über den gesamten Betrachtungszeitraum. Die Resultate dienen als Grundlage für die Einschätzung der jährlichen Transaktionsvolumen. Gemeinsam mit der Anzahl Transaktionen werden Auswertungen möglich sein, die Aussagen über die Liquidität von Miteigentumsanteilen an Grundstücken zulassen.

4.2.5 Analyse der Performance

4.2.5.1 Performancemessung von Liegenschaften in Miteigentum

Die Performance berechnet sich anhand der Veränderung des Wertes einer Anlage, zuzüglich der erzielten Erträge während einer bestimmten Periode[55]. Die errechnete Summe wird ins Verhältnis zum Anfangswert der Periode gesetzt und in Form einer prozentualen Veränderung dargestellt. Anhand der Performance werden Immobilienanlagen mit anderen Anlagen vergleichbar.

Die 26 Liegenschaften im Miteigentum sind dafür zwei Teilportfolios zugeordnet. Die beiden Portfolios fassen die Liegenschaften je nach ihren Nutzungsarten zusammen. Das eine Portfolio umfasst *gemischt genutzte Liegenschaften (total 8 Liegenschaften)* das zweite *Geschäftsliegenschaften (total 18 Liegenschaften).*

Die Bestimmung der Performance der 26 Liegenschaften in Miteigentum basiert auf den in den Geschäftsberichten ausgewiesenen Jahresrechnungen und Marktwerten. Die Jahresrechnungen sämtlicher Miteigentümergemeinschaften sind von Revisionsgesellschaften geprüft worden und somit für die Analyse gut geeignet. Die Berechnung der Performance erfolgt anhand der historischen Daten (ex post) des Betrachtungszeitraums von Januar 2006 bis Dezember 2010.

4.2.5.2 Bestimmung der Performance pro Liegenschaft

Basierend auf den Jahresrechnungen 2006 – 2010 werden für die 26 Liegenschaften im Miteigentum die jährlichen Netto-Cashflows (Net Income) bestimmt. Für die Bestimmung der Renditen werden jeweils die Marktwerte aus den Geschäftsberichten verwendet.

Mittels der folgenden Formel werden die Netto-Cashflow-Rendite (Income Return)[56] aller Liegenschaften für die Jahre 2006 – 2010 berechnet.

$$IR_t = \frac{NI_t}{CV_{t-1}}$$

IR_t = Income Return

CV_{t-1} = Marktwert einer Liegenschaft am Start der Periode *t-1*

---

[55] vgl. Gantenbein P. 1999, S. 47

[56] vgl. Hoesli M./MacGregor B.D. 2000, S. 33

NI_1 = Netto-Cashflow für die Periode t

In der Folge werden die Wertänderungsrenditen pro Liegenschaft (Capital Return)[57] anhand der Marktwerte am Start und am Ende einer Periode errechnet.

$$CR_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1})}{CV_{t-1}}$$

CR_t = Capital Return

CV_t = Marktwert einer Liegenschaft am Ende der Periode t

Die Summe der Income Return und Capital Return ergeben den Total Return[58] pro Liegenschaft. Die Formel für die Berechnung lautet:

$$TR_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1}) + NI_t}{CV_{t-1}}$$

TR_t = Total Return

4.2.5.3 Bestimmung der Performance der Teilportfolios

Die Rendite der Teilportfolios sind anhand eines gewichteten Durchschnitts aller Renditen der einzelnen Anlagen im Portfolio berechnet worden. Die Gewichtung basiert auf den Marktwerten der einzelnen Liegenschaften im Verhältnis zum Gesamtwert des Teilportfolios.

4.2.6 Vergleich der Performance mit einem Benchmark

Zur Performancemessung wird in der Masterarbeit der Total Return[59] angewendet. Anhand der oben beschriebenen Berechnungen werden die zwei Teilportfolios mit vergleichbaren Portfolios direkter Immobilienanlagen beurteilt. Zu diesem Zweck werden die Netto-Cashflow-, Wertänderungs- und Gesamtrendite der Teilportfolios dem IAZI Swiss Property Benchmark®[60] gegenübergestellt. Der ausgewählte Benchmark ist aufgrund seiner enthaltenen Anzahl Liegenschaften und des hohen Bezugs zu institutionellen Anlegern als Vergleichswert gut geeignet.

---

[57] vgl. Hoesli M./MacGregor B.D. 2000, S. 33

[58] vgl. Hoesli M./MacGregor B.D. 2000, S. 33

[59] vgl. Gantenbein 1999, S. 47-48

[60] vgl. IAZI 2011a, o. S.

Der Benchmark weist die beschriebenen Renditen für drei unterschiedliche Liegenschaftskategorien aus, Wohnliegenschaften, gemischt genutzte Liegenschaften und Geschäftsliegenschaften.

In der Masterarbeit werden die Gesamtperformance, Netto-Cashflow- und Wertänderungsrenditen von gemischten Liegenschaften und Geschäftsliegenschaften in den Jahren 2006 – 2010 mit den Benchmarks[61] verglichen. Der IAZI Swiss Property Benchmark® hat Ende 2010 aus 1'231 gemischt genutzten Liegenschaften mit einem Marktwert von ca. CHF 15'340 Mio. und 875 Geschäftsliegenschaften mit einem Marktwert von ca. CHF 10'740 Mio.[62] bestanden. Das Teilportfolio der gemischt genutzten Liegenschaften weist einen Wert von CHF 777 Mio. aus. Dies entspricht rund 5.1 % des Benchmarks. Der Wert des Teilportfolio Geschäftshäuser beträgt CHF 1'305 Mio. Dies entspricht rund 12.2 % des Benchmarks.

4.2.7 Risiko-Rendite-Tradeoff

Im zweiten Teil der empirischen Untersuchung geben die institutionellen Anleger ihre Einschätzung zu den zusätzlichen Risiken von Immobilienanlagen in Form von Miteigentumsanteilen an Grundstücken bekannt. Das zusätzliche Risiko wird in Form eines Zuschlags auf dem Diskontierungssatz für gleichartige Liegenschaften im Alleineigentum erhoben. Die erwartende Rendite (Erwartungswert μ) für Miteigentumsanteile an Grundstücke berechnet sich aus dem Mittelwert des Total Returns der Benchmark plus dem Risikozuschlag aus den Jahren 2006 – 2010.

4.2.8 Auswertungsverfahren

Die Auswertungen der Rohdaten erfolgen mit Einsatz von EXCEL. Die Analyse und Erarbeitung der Resultate wird anhand der deskriptiven Statistik dargestellt. Diese erfolgt mittels Tabellen oder in Textform.

4.3 Befragung von Entscheidungsträgern bei institutionellen Anlegen

4.3.1 Grundlage der Befragung

Anhand einer Expertenbefragung sind die Immobilienanlagen von institutionellen Anle-

---

[61] vgl. IAZI 2007 – 2011b: Ergebnisse IAZI Swiss Property Benchmark® 2006 – 2010, o. S.

[62] vgl. IAZI 2011b, o. S.

gern und ihren Anlagekriterien in Verbindung mit Grundstücken im Miteigentum untersucht worden. Ebenfalls ist die aktuelle Meinung der Anleger über Grundstücke in Miteigentum in Erfahrung gebracht worden. Die Befragung ist anhand einer Onlineumfrage durchgeführt worden.

4.3.2 Auswahl der befragten institutionellen Anleger

Die Befragung umfasst eine Auswahl von 50 institutionellen Anlegern, die aus 25 Pensionskassen, 7 Versicherungen, 5 Anlagestiftungen, 1 öffentlich-rechtlichen Institution, 3 kotierten Immobilienfonds und 7 Immobilienaktiengesellschaften sowie je einer Bank und einer Reisekasse bestehen. Die bestimmten Gesellschaften sind in ihren Segmenten mittlere bis grosse Unternehmen. Sie verfügen aufgrund stetiger Marktpräsenz und wiederholten Immobilientransaktionen über ein spezifisches Immobilienmarkt-Know-how.

Damit die Vertraulichkeit der Daten der teilnehmenden Anleger sichergestellt werden kann, sind in der Masterarbeit keine detaillierten Angaben über die ausgewählten institutionellen Anleger veröffentlicht.

4.3.3 Online-Befragung – Aufbau und Inhalt

Bei der Befragung sind primär folgende Themen im Fokus gestanden:

- Anlagekriterien bei Immobilien
- Anlagewert von Immobilien direkt oder indirekt
- jährlicher Anlagebedarf in Immobilien
- Kenntnis und Erfahrung der Anleger mit Miteigentum
- Anforderungen für Investitionen in Miteigentum, kritische Faktoren

4.3.3.1 Einsatz eines Onlinetools

Die Befragung ist mittels des Programms der oFb[63] – der online Befragung – erstellt und durchgeführt worden. Um die Qualität und Verständlichkeit der Fragen sowie die Funktionsweise der Onlinebefragung zu prüfen, sind Pretests mit einem Vertreter einer Pensionskasse und dem Betreuer der Masterarbeit durchgeführt worden. Anhand der Feedbacks und Verbesserungsempfehlungen sind einzelne Fragen umformuliert worden.

---

[63] oFb wurde speziell für die wissenschaftliche Befragung konzipiert. Die Grundlage für oFb entstand 2003 am Institut für Kommunikationswissenschaft an der Universität München.

4.3.3.2 Fragebogengestaltung

Bei der Erarbeitung der Fragestellungen ist darauf geachtet worden, dass ein hoher Bezug zum Betrachtungsgegenstand und den formulierten Hypothesen besteht. Die Resultate aus der Befragung sollen weitere Erkenntnisse über die Beurteilung von Miteigentumsanteilen an Grundstücken aus Sicht institutioneller Anleger vermitteln und eine Überprüfung der Hypothesen zulassen.

Für eine möglichst gute Rücklaufquote sind bei der Erarbeitung der Fragen folgende Punkte beachtet worden:

- Möglichst kurze und präzise Fragen.
- Die Fragestellungen erfolgten hauptsächlich in geschlossenen Fragen mit vorgegebenen Antwortalternativen.
- Bei der Anzahl Fragen ist darauf geachtet worden, dass die Fragen innerhalb eines vertretbaren Zeitrahmens zu beantworten sind.
- Komplexere Fragen sind im letzten Drittel platziert worden.

4.3.3.3 Befragungsstruktur der Erhebung

Der Fragebogen ist in folgende Bereiche unterteilt[64]:

Teil I: Teilnehmer / Anlegerkategorie

Teil II: Anlageziele

Teil III: Anlagewert per 31.12.2010 / Jährlicher Anlagebedarf

Teil IV: Miteigentum an Grundstücken

Teil V: Anlagekriterien für Investitionen in Miteigentum

4.3.4 Auswertungsverfahren

Durch den Einsatz der oFb-Software sind während der gesamten Befragungszeit die Rücklaufquote sowie der Beantwortungsstatus der Teilnehmer verfolgbar gewesen.

Die Auswertungen der Rohdaten sind anhand von EXCEL durchgeführt worden. Verglichen werden die relative und absolute Häufigkeitsverteilung sowie die Mittelwerte

[64] vgl. Anhang B – Online Befragung

der Grössenklassen der Anlegerkategorien. Die Darstellung erfolgt mittels Kontingenztafeln. Anhand der qualitativen Stichprobenerhebung werden Schlussfolgerungen aus den Antworten der Anleger zur herrschenden Meinung über Miteigentum an Grundstücken gezogen.

5 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

5.1 Analyse von 26 Liegenschaften im Miteigentum

5.1.1 Ergebnisse der Eigentümerstruktur

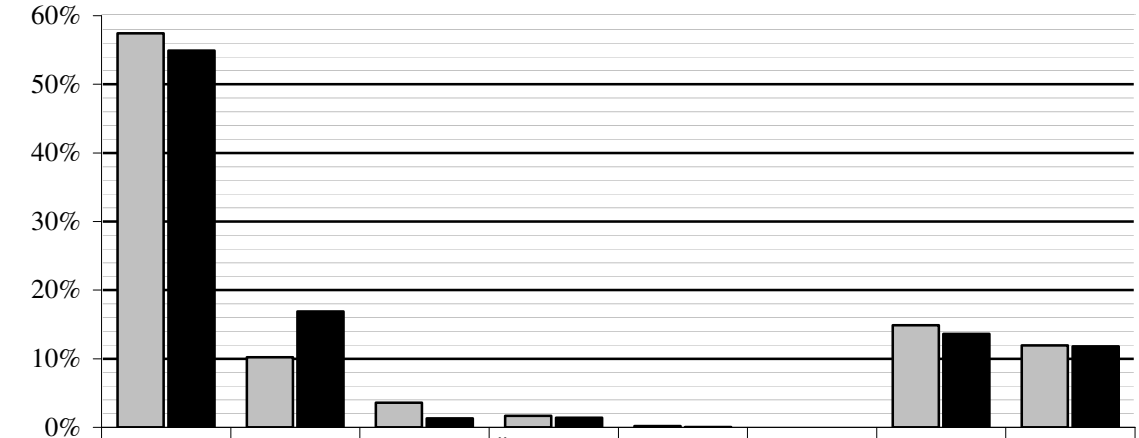
Im Januar 2001 sind 768 Anleger an den 26 analysierten Liegenschaften beteiligt gewesen. Pro Liegenschaft ergibt dies einen Mittelwert von 30 Miteigentümern. Ende Dezember 2010 hat sich die Miteigentümeranzahl auf 705 reduziert. Das entspricht einem Mittelwert von 27 Miteigentümern pro Liegenschaft. In der Tabelle 3 sind die Liegenschaften nach Anzahl Miteigentümer in vier Gruppen unterteilt. Rund die Hälfte aller Liegenschaften weisen 21 – 40 Miteigentümer auf.

Anzahl Miteigentümer (ME)	*2001*	*2010*
bis 20 ME	10	11
21 - 40 ME	14	13
41 - 60 ME	0	1
über 61 ME	2	1

Tab. 3 Veränderung der Anzahl Miteigentümer von 2001 – 2010

In Tabelle 4 sind die Eigentumsverhältnisse in den Jahren 2001 und 2010 dargestellt. Der Anteil der institutionellen Anleger hat sich innerhalb des Betrachtungszeitraums leicht von 73.2 % (2001) auf 74.5 % (2010) erhöht. In dieser Zeit ist eine deutliche Zunahme bei den Anlagestiftungen erkennbar, von 10.2 % (2001) auf 16.9 % (2010).

Die höchsten Investitionen in Miteigentum weisen die Pensionskassen aus. Bei den 26 analysierten Liegenschaften halten sie über die Hälfte aller Anteile.

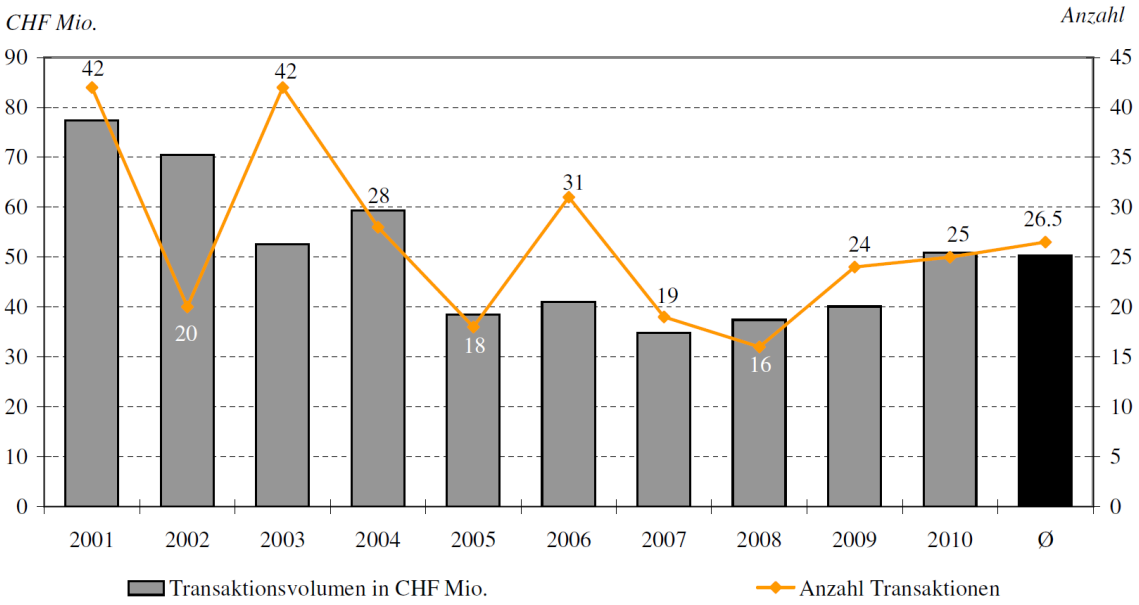


	Pensions-kassen	Anlage-stiftungen	Versiche-rungen	Öffentlich-rechtliche	Kotierte Immo-AG	Kotierte Immofond	Juristische Personen	Naütrliche Personen
2001	57.5%	10.2%	3.6%	1.7%	0.2%	0.0%	14.9%	11.9%
2010	54.9%	16.9%	1.3%	1.4%	0.0%	0.0%	13.6%	11.8%

Tab. 4 Veränderung der Eigentumsverhältnisse von 2001 – 2010

5.1.2 Gehandelte Miteigentumsanteile zwischen 2001 – 2010

Wie in Tabelle 5 dargestellt, haben innerhalb der Betrachtungsperiode durchschnittlich 26.5 Transaktionen pro Jahr stattgefunden. Das Transaktionsvolumen pro Jahr liegt zwischen CHF 77.4 Mio. im Jahr 2001 und 34.8 Mio. im Jahr 2007.



Tab. 5 Transaktionsvolumen im Zeitraum von 2001 – 2010

Während der 10-jährigen Betrachtungsperiode hat das durchschnittliche Transaktionsvolumen CHF 50.3 Mio. betragen. Pro veräusserten Miteigentumsanteil resultiert somit ein durchschnittlicher Transaktionspreis von knapp CHF 1.9 Mio.

Die Tabelle 6 veranschaulicht die Anzahl Miteigentumsanteile, welche die unterschiedlichen Anleger innerhalb des Betrachtungszeitraums entweder veräussert oder gekauft haben. Die höchsten Investitionen (total 109 Miteigentumsanteile) und Devestitionen (total 137 Miteigentumsanteile) haben die Pensionskassen getätigt. 53 Miteigentumsanteile sind innerhalb den Pensionskassen gehandelt worden, 47 Miteigentumsanteile haben Pensionskassen an Anlagestiftungen veräussert. Die restlichen Miteigentumsanteile von Pensionskassen haben hauptsächlich natürliche oder juristische Personen erworben.

Die Versicherungen haben in den 10 Jahren hauptsächlich Miteigentumsanteile veräussert (minus acht Anteile) und nur gerade einen Miteigentumsanteil erworben.

Bei den Anlagestiftungen zeigt sich ein gegenteiliger Trend. Während den 10 Jahren haben sie 80 Miteigentumsanteile gekauft und nur vier Anteile veräussert. Die übrigen institutionellen Anleger sind im Betrachtungszeitraum kaum aktiv in Transaktionen mit Miteigentumsanteilen involviert gewesen.

Die privaten Anleger haben ihre Miteigentumsanteile in den 10 Jahren leicht reduziert.

Käufer / Verkäufer	Pensions-kassen	Versiche-rungen	Anlage-stiftungen	Kotierte Immobilien-fonds	Kotierte Immobilien-AG	Öffentlich-rechtl. Körperschaft	Natürliche Personen	Juristische Personen	**Devesti-tionen**
Pensionskasse	53	1	47	1		1	17	17	137
Versicherungs-gesellschaft	2		8						10
Anlagestiftung	2		1					1	4
Kotierter Immobilienfonds									0
Kotierte Immobilien-AG	1								1
Öffentlich-rechtl. Körperschaft			2			1	1	1	5
Natürliche Personen	17		15				18		50
Juristische Personen	34		7				10	7	58
Investitionen	109	1	80	1	0	2	46	26	**265**

Tab. 6 Gehandelte Miteigentumsanteile zwischen 2001 – 2010

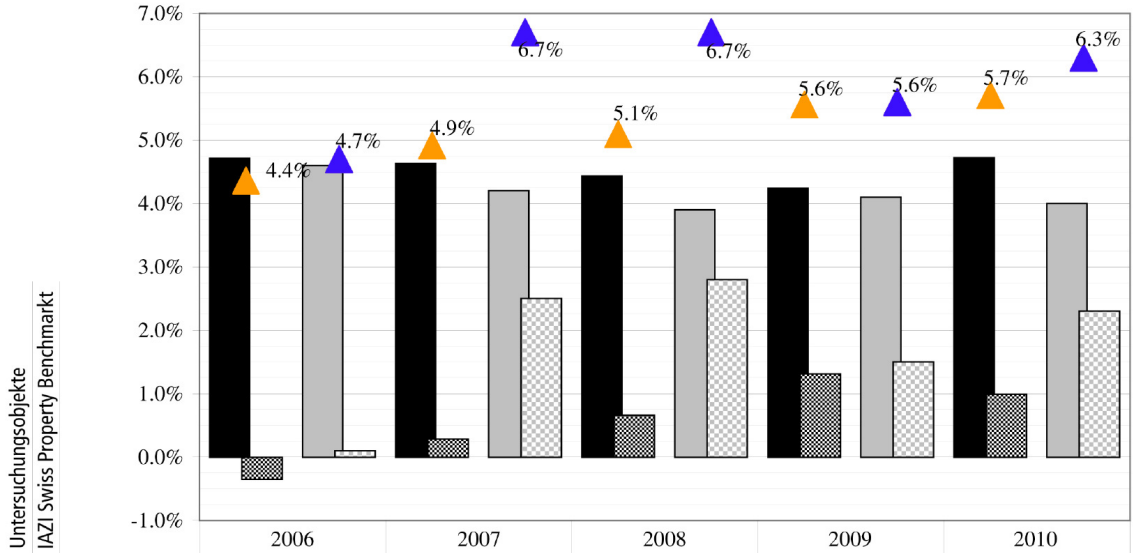
5.1.3 Performance der analysierten Liegenschaften im Miteigentum

5.1.3.1 Performance-Vergleich Teilportfolio gemischt genutzte Liegenschaften

In Tabelle 7 sind die ermittelten Netto-Cashflow- und Wertänderungsrenditen sowie der Total Return des Teilportfolios *gemischt genutzten Liegenschaften* (8 Liegenschaften) den Werten des IAZI Swiss Property Benchmarks® gegenübergestellt.

Während der Betrachtungsperiode haben die 8 Untersuchungsobjekte jeweils eine höhere Netto-Cashflow-Rendite (NCF-Return) als die Liegenschaften des Benchmarks erzielt. Besonders in den Jahren 2007, 2008 und 2010 haben sie im Vergleich zum Markt besser abgeschlossen. Dagegen sind die Anlagewerte im Vergleich zum Markt stark unterdurchschnittlich angestiegen. Die tieferen Wertänderungsrenditen (Capital Return) betreffen besonders die Jahre von 2006 – 2008. Die Liegenschaften des Benchmarks weisen ab 2007 Wertänderungsrenditen zwischen 1.5 % (2009) bis 2.8 % (2008) auf. Im selben Zeitraum erreichen die Liegenschaften des Teilportfolios nur gerade 0.3 % (2007) bis 1.3 % (2009).

Die erzielte Performance (Total Return) des Teilportfolios liegt aufgrund der Wertänderungsrenditen jedes Jahr unter dem Markt. Deutliche tiefere Performance weisen die Jahre 2007 und 2008 auf. Im Vergleich realisierten die Liegenschaften des Benchmarks im Jahr 2007 eine 180 Basispunkte höhere Performance. Im Jahr 2008 hat der Unterschied 160 Basispunkte betragen.



	Untersuchungsobjekte	IAZI Swiss Property Benchmarkt	Untersuchungsobjekte	IAZI Swiss Property Benchmarkt	Untersuchungsobjekte	IAZI Swiss Property Benchmarkt	Untersuchungsobjekte	IAZI Swiss Property Benchmarkt	Untersuchungsobjekte	IAZI Swiss Property Benchmarkt
	2006		2007		2008		2009		2010	
NCF-Return	4.7%	4.6%	4.6%	4.2%	4.4%	3.9%	4.2%	4.1%	4.7%	4.0%
Capital Return	-0.4%	0.1%	0.3%	2.5%	0.7%	2.8%	1.3%	1.5%	1.0%	2.3%
Total Return	4.4%	4.7%	4.9%	6.7%	5.1%	6.7%	5.6%	5.6%	5.7%	6.3%

Tab. 7 Performance-Vergleich gemischt genutzte Liegenschaften

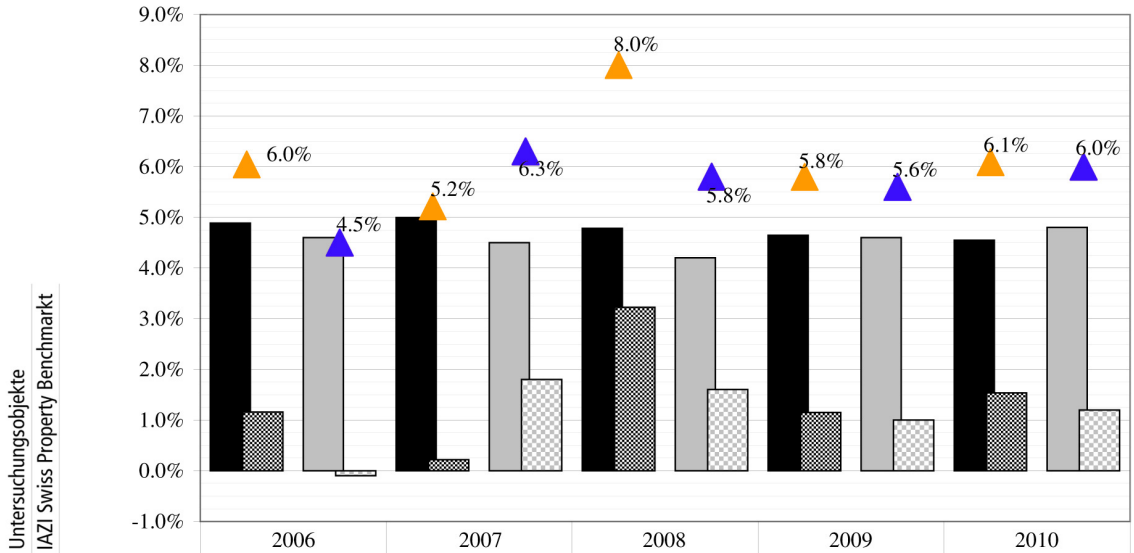
5.1.3.2 Performance-Vergleich Teilportfolio Geschäftsliegenschaften

In Tabelle 8 sind die erzielten Renditen des Teilportfolios *Geschäftsliegenschaften* (18 Liegenschaften) den entsprechenden Liegenschaften des IAZI Swiss Property Benchmarks® gegenübergestellt.

Die 18 Geschäftsliegenschaften weisen im Vergleich zu den Benchmarks in den Jahren 2006 – 2008 jeweils höhere Netto-Cashflow-Renditen (NCF-Return) aus. Gegenüber dem Markt haben die Liegenschaften des Teilportfolios in dieser Zeit zwischen 30 Basispunkte (2006) bis 60 Basispunkte (2008) höhere Netto-Cashflow-Renditen erzielen können.

Bei den Wertänderungsrenditen (Capital Return) erzielen je nach Jahr sowohl die Liegenschaften des Teilportfolios als auch die Anlagen des Benchmarks bessere Werte. Auffallend ist die überdurchschnittliche Wertänderungsrendite der 18 Untersuchungsobjekte im Jahr 2008. Diese ist mit 3.2 % doppelt so hoch, wie der damalige Markt.

Im Vergleich erzielt das Teilportfolio eine bessere Performance. Nur im Jahr 2007 liegt die Gesamtrendite des Portfolios tiefer als die Werte des Benchmarks. Eine überdurchschnittliche Performance verzeichnet das Teilportfolio im Jahr 2008. Dies durch die hohe Wertänderungsrendite. Seit dem Jahr 2009 verlaufen die Renditen des Teilportfolios ähnlich den Werten des Benchmarks.



	2006		2007		2008		2009		2010	
NCF-Return	4.9%	4.6%	5.0%	4.5%	4.8%	4.2%	4.6%	4.6%	4.5%	4.8%
Capital Return	1.2%	-0.1%	0.2%	1.8%	3.2%	1.6%	1.2%	1.0%	1.5%	1.2%
Total Return	6.0%	4.5%	5.2%	6.3%	8.0%	5.8%	5.8%	5.6%	6.1%	6.0%

Tab. 8 Performance-Vergleich Geschäftsliegenschaften

5.1.4 Risiko-Rendite-Tradeoff

Das Teilportfolio der gemischt genutzten Liegenschaften im Miteigentum weist während der gesamten Betrachtung unterdurchschnittliche Performance auf (Tabelle 9). Anhand der Total Returns der Benchmarks zuzüglich des Risikozuschlags[65] sind für die fünf Jahre ein durchschnittlicher Erwartungswert von 6.23 % berechnet worden. Die 8 Liegenschaften im Miteigentum erreichen diesen Wert in keinem Jahr.

	2006	*2007*	*2008*	*2009*	*2010*	
TR Benchmark	4.70%	6.70%	6.70%	5.60%	6.30%	
Risikozuschlag	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	μ =
Erwartungsrendite	4.93%	6.93%	6.93%	5.83%	6.53%	6.23%
TR Teilportfolio	4.36%	4.91%	5.09%	5.56%	5.71%	
Outperformer						
Underperformer	-0.57%	-2.02%	-1.84%	-0.27%	-0.82%	

Tab. 9 Risiko-Rendite-Tradeoff Teilportfolio gemischt genutzte Liegenschaften

Das Teilportfolio der Geschäftsliegenschaften im Miteigentum weist ein positiveres Resultat aus. Wie in Tabelle 10 abgebildet, übertreffen die 18 Liegenschaften den durchschnittlichen Erwartungswert von 5.87 % in den Jahren 2006, 2008 und 2010.

	2006	*2007*	*2008*	*2009*	*2010*	
TR Benchmark	4.50%	6.30%	5.80%	5.60%	6.00%	
Risikozuschlag	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	μ =
Erwartungsrendite	4.73%	6.53%	6.03%	5.83%	6.23%	5.87%
TR Teilportfolio	6.04%	5.21%	8.00%	5.80%	6.09%	
Outperformer	1.31%		1.97%			
Underperformer		-1.32%		-0.03%	-0.14%	

Tab. 10 Risiko-Rendite-Tradeoff Teilportfolio Geschäftsliegenschaften

5.2 Ergebnisse aus der Befragung

5.2.1 Teilnehmer an der Befragung

Von den total 50 angeschriebenen institutionellen Anlegern haben 28 den Fragebogen beantwortet. Dies entspricht einer Rücklaufquote von *56.0 %*.

[65] vgl. Kapital 5.2.5.1

Sieben Fragebogen sind nur teilweise ausgefüllt und deshalb in der Auswertung nicht berücksichtigt worden. Die Auswertungsquote liegt mit 21 vollständigen Antworten bei *42.0 %*.

	Anzahl Versand Online-Link	**Anzahl Antworten total**	**Total auswertbare Antworten**	**Auswertungs-Quote**
Pensionskasse	25	14	12	48.0%
Anlagestiftung	5	4	4	80.0%
Kotierte Immobilienaktiengesellschaft	7	4	2	28.6%
Versicherungsgesellschaft	7	3	1	14.3%
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	1	1	1	100.0%
Kotierter Immobilienfonds	3	1	1	33.3%
Bank oder Sparkasse	2	1	0	0.0%
Total	**50**	**28**	**21**	**42.0%**

Tab. 11 Rücklaufquote der Online-Befragung

In Tabelle 11 wird die Rücklaufsquote verdeutlicht. Eine gute bis sehr gute Rücklaufquote ergibt sich bei den Pensionskassen und Anlagestiftungen. Sie weisen auch die grössten Eigentumsanteile an den untersuchten Liegenschaften im Miteigentum aus.[66] Bei den übrigen Anlegerkategorien beschränken sich die auswertbaren Antworten auf eine oder zwei Gesellschaften, ausgenommen bei der Bank oder Sparkasse. In dieser Anlegerkategorie liegen keine verwertbaren Fragebogen vor. Deshalb wird in der Auswertung die Kategorie nicht mehr aufgeführt.

5.2.2 Die Anlageziele der institutionellen Anleger

Anhand einer vorgegebenen Auswahl haben die Teilnehmer die vordergründigen Anlagemotive und -ziele ihrer Unternehmung bei Immobilienanlagen bestimmt. In Tabelle 12 sind die jeweiligen Nennungen aufgelistet.

[66] vgl. Tab. 4 – Veränderung der Eigentumsverhältnisse 2001 – 2010, S. 28

	Anzahl Nennungen
Erzielung von steten Cashflows	18
Anlagen Diversifizierung	13
Werterhalt	8
Ausschüttung für die Anleger	8
Inflationsschutz	8
Netto-Cashflow-Rendite	8
Wertzuwachs	8
Total Return des Immobilien-Portfolios	4
Fristenkongruenz bei den Kapitalanlagen	3
Weitere: Energieeffizienz - Minergiestandard erreicht	1

Tab. 12 Anlagemotive und –ziele bei Immobilienanlagen

Dabei sind die Erzielung eines steten Cashflows und die Anlagendiversifizierung als wichtigste Punkte genannt worden. Acht Teilnehmer haben erklärt, dass die Netto-Cashflow-Rendite (NCF Return) ein wesentlicher Bestandteil ihrer Anlageziele ist. Sechs Pensionskassen erwarten dabei einen NCF-Return zwischen 4.5 – 5.0 %. Bei zwei Anlagestiftungen sollte der NCF-Return 4.0 – 4.5 % betragen. Die übrigen zwei Anleger haben keine Angaben über ihre Erwartungen gemacht. Für vier Anleger steht der Total Return im Vordergrund. Eine Pensionskasse erwartet dabei eine Performance von 5.25 %, zwei Anlagestiftungen gehen von 5.0 – 5.25 % und ein Immobilienfonds von 10.0 % aus.

Die Anleger sind weiter gebeten worden, das Wichtigste, Zweitwichtigste und Drittwichtigste Anlagemotiv oder –ziel für ihre Gesellschaft zu bestimmen. Wie in Tabelle 13 erkennbar, sind den Anlegern die Werterhaltung ihrer Immobilien, die Erzielung von steten Cashflows und Ausschüttungen an ihre Anleger entscheidend.

	Anzahl Nennungen		
	Platz 1	*Platz 2*	*Platz 3*
Werterhalt	11	5	2
Erzielung von steten Cashflows	4	4	5
Ausschüttung für die Anleger	2	4	2
Wertzuwachs	1	3	4
Fristenkongruenz bei den Kapitalanlagen	2	2	1
Total Return des Immobilien-Portfolios	-	1	3
Inflationsschutz	-	1	2
Weitere: Energieeffizienz - Minergiestandard	1	-	-
Netto-Cashflow-Rendite	-	1	-
Anlagen Diversifizierung	-	-	-

Tab. 13 Die drei wichtigsten Anlagemotive und -ziele

5.2.3 Die Anlagewerte und der jährliche Anlagebedarf

5.2.3.1 Gesamtanlagen – Anteil Schweizer Immobilienanlagen

Anhand der auswertbaren Fragebogen weisen die 21 institutionellen Anleger per 31.12.2010, wie in Tabelle 14 dargestellt, einen Gesamtanlagewert von CHF 141.0 Mia. aus. Davon sind sie mit einem Anteil von 23.7 % oder rund CHF 33.5 Mia. in Schweizer Immobilienanlagen investiert. Dies entspricht rund 3.5 % des gesamten Kaptialmarktes der Schweiz resp. 20.9 % der von institutionellen gehaltenen Schweizer Immobilien.[67]

Werte in CHF Mio.	*Gesamt-Anlagewert*	*Schweizer Immobilien-Anlagen*	*Prozentualer Anteil*
Pensionskasse	63'936	14'219	22.2%
Versicherungsgesellschaft	55'000	9'000	16.4%
Anlagestiftung	18'281	7'380	40.4%
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	1'476	1'476	100.0%
Kotierter Immobilienfonds	575	575	100.0%
Kotierte Immobilienaktiengesellschaft	1'774	829	46.7%
Total	141'042	33'479	23.7%

Tab. 14 Gesamt- und Immobilienanlagen der teilnehmenden Anleger

5.2.3.2 Anteil direkter und indirekter Immobilienanlagen

Die Auswertung der Antworten hat ergeben, dass die Pensionskassen zu 9.0 % in indirekte Schweizer Immobilienanlagen investiert sind. Bei den Anlagestiftungen erreichen die Indirektanlagen nur 2.9 %, bei der Versicherung nur gerade 1.0 %. Die übrigen Anlegerkategorien halten ihre Schweizer Immobilienanlagen direkt.

Tabelle 15 zeigt die Aufteilung der Immobilienanlagen der an der Umfrage beteiligten institutionellen Anleger.

[67] vgl. Kapitel 2.2

Werte in CHF Mio.	*Total Schweizer Immobilien-Anlagen*	*Anteil Direkt-Anlagen*	*Anteil Indirekt-Anlagen*
Pensionskassen	12'942	91.0%	9.0%
Versicherungsgesellschaften	8'910	99.0%	1.0%
Anlagestiftungen	7'164	97.1%	2.9%
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	1'476	100.0%	0.0%
Kotierte Immobilienfonds	575	100.0%	0.0%
Kotierte Immobiliengesellschaften	829	100.0%	0.0%
Total	31'896	95.3%	4.7%

Tab. 15 Aufteilung der Schweizer Immobilien in Direkt- oder Indirektanlagen

5.2.3.3 Anlagebedarf der institutionellen Anleger in Schweizer Immobilien

Von den 21 Teilnehmenden haben fünf Pensionskassen, die Versicherung und öffentlich-rechtliche Körperschaft keine Auskunft über den jährlichen Anlagebedarf erteilt.

Die antwortenden Pensionskassen haben angegeben, dass sie jährlich CHF 531 Mio. Investitionen in Immobilien planen. Im Verhältnis zu ihrem Immobilien-Anlagebestand entspricht dies einer Investitionsquote von 4.6 %. Der Anlagebedarf der Anlagestiftungen beträgt jährlich CHF 785 Mio. Dies ergibt eine Investitionsquote von 10.6 %. Der kotierte Immobilienfond will jährlich CHF 50 Mio. investieren. Im Verhältnis zu seinen Immobilienanlagen ergibt dies eine Investitionsquote von 8.7 %. Der Anlagebedarf bei den kotierten Immobiliengesellschaften beträgt jährlich CHF 34.5 Mio. oder 1.9% der Immobilienanlagen.

5.2.3.4 Aufteilung der jährlichen Investitionen

Wie in Tabelle 16 abgebildet, gibt es unter den institutionellen Anlegern signifikante Unterschiede in der Verwendung ihrer jährlichen Investitionen. Pensionskassen, Anlagestiftungen, Versicherungen und kotierte Immobilienfonds investieren zwischen 40.0 % - 53.0 % in Neubauprojekte. Bis auf die kotierte Immobiliengesellschaft investieren alle Anleger auch in den Eigenbestand. Unter Investitionen in den eigenen Bestand werden werterhaltende oder wertvermehrende Investitionen in die Bestandesliegenschaften verstanden. Bei den Pensionskassen ist erkennbar, dass sie Investitionen in Bestandsimmobilien nur noch beschränkt tätigen. Von den auswertbaren sechs Pensionskassen geben drei an, dass sie zurzeit keine Investitionen in diesem Segment vornehmen.

Als Alternative nutzen Pensionskassen im Vergleich zu den übrigen Anlegerkategorien Indirektanlagen. Der Anlagefokus liegt bei den befragten Pensionskassen entweder in Neubauten oder in den eigenen Bestand.

	Kauf Bestandes-Liegenschaften		Neubauten		Investition in Eigenbestand		Indirekte Anlagen	
	Anzahl Nennung	Ø-Wert	Anzahl Nennung	Ø-Wert	Anzahl Nennung	Ø-Wert	Anzahl Nennung	Ø-Wert
Pensionskassen	4	10.8%	5	52.0%	6	17.2%	4	20.0%
Versicherungsgesellschaft	1	25.0%	1	50.0%	1	25.0%	0	0.0%
Anlagestiftungen	3	31.3%	4	53.0%	4	13.2%	1	2.5%
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	1	1.0%	1	1.0%	1	98.0%	0	0.0%
Kotierte Immobilienfonds	1	40.0%	1	40.0%	1	20.0%	0	0.0%
Kotierte Immobiliengesellschaft	1	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%

Tab. 16 Aufteilung der jährlichen Investitionen

Die an der Umfrage beteiligte Versicherung investiert ihre jährlichen Neugelder zur Hälfte in Neubauprojekte. Die übrigen Investitionen tätigt sie in den eigenen Bestand resp. in den Erwerb von zusätzlichen Bestandesimmobilien.

Bei den Anlagestiftungen ist erkennbar, dass der Erwerb von Bestandesimmobilien einen wichtigen Bestandteil ihrer jährlichen Investitionen darstellt. Am meisten investieren die vier Anlagestiftungen jedoch in Neubauprojekte. Ebenfalls von Bedeutung sind Investitionen in den Liegenschaftsbestand. Eine Anlagestiftung investiert in indirekte Immobilienanlagen.

Die öffentlich-rechtliche Körperschaft ihrerseits gibt an, dass sie 98 % in den Bestand investiert.

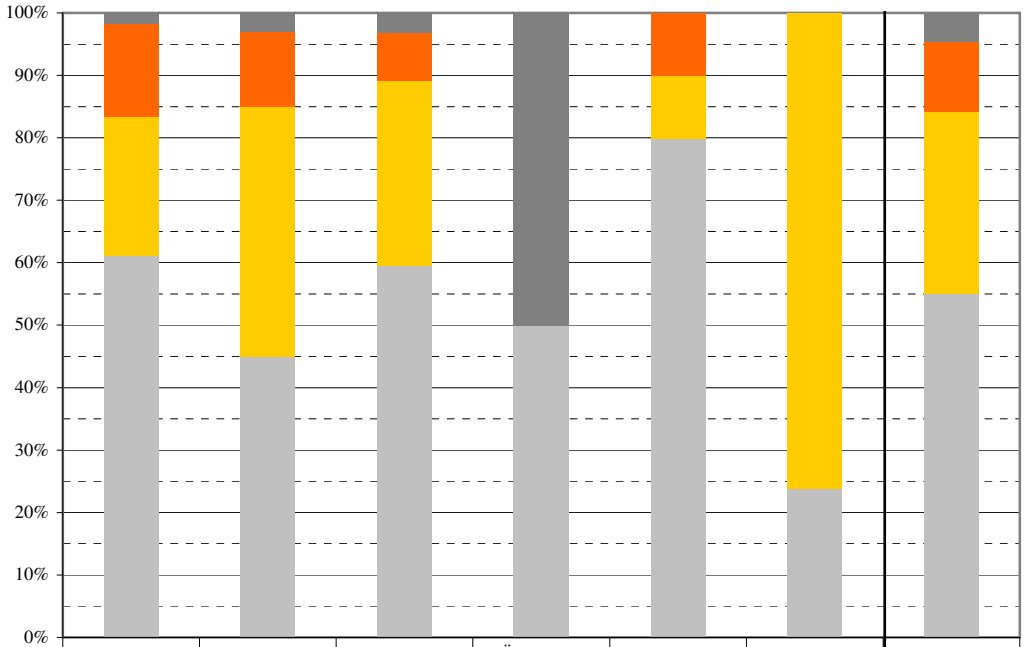
Der an der Umfrage teilnehmende kotierte Immobilienfonds investiert hauptsächlich in den Erwerb von Bestandesimmobilien oder Neubauprojekten. Rund einen Fünftel investiert der Fonds in seine eigenen Grundstücke.

Bei den beiden kotierten Immobiliengesellschaft hat nur eine Gesellschaft Details zu ihrer Anlagestrategie angegeben. Sie investiert ausschliesslich in den Erwerb von Bestandesimmobilien.

5.2.3.5 Nutzungsarten der Immobilienanlagen

Die institutionellen Anleger haben innerhalb ihrer Portfolios die Nutzungsanteile bei den direkten Schweizer Immobilienanlagen bekannt gegeben. In Tabelle 17 sind die Liegenschaftswerte in CHF Mio. pro Anleger und Nutzungsart dargestellt.

Die ausgewerteten Daten zeigen, dass die institutionellen Anleger im Durchschnitt zu 55.1 % in Wohnliegenschaften, 29.0 % in kommerziellen Immobilien und zu 11.3 % in gemischten Liegenschaften sowie 4.6 % in unbebaute Grundstücke oder Projektentwicklungen investiert sind.



Werte in CHF Mio.	Pensions-kassen	Versicherungs-gesellschaften	Anlage-stiftungen	Öffentlich-rechtliche Körperschaft	Kotierte Immobilienfond	Kotierte Immobilien-gesellschaften	Durchschnitt
Bauland, Projekte	221	267	228	738	0	0	1'454
Gemischt	1'945	1'069	545	0	58	0	3'617
Kommerziell	2'867	3'564	2'125	0	58	632	9'246
Wohnen	7'910	4'010	4'265	738	460	197	17'580

Tab. 17 Nutzungsübersicht der einzelnen Anlegerkategorien

5.2.4 Miteigentumsanteile an Grundstücken

5.2.4.1 Bestehende Kenntnisse über Miteigentumsanteile an Grundstücken

Alle Teilnehmer der Befragung haben angegeben, dass sie Miteigentumsanteile an Grundstücken kennen. Wie in Tabelle 18 ersichtlich, sind 13 Anleger in Miteigentum investiert. Acht institutionelle Anleger kennen Miteigentum, verfügen aber über keine entsprechenden Anlagen.

	Anzahl Nennungen		
Kennen Sie Miteigentum?	*Ja, sind investiert*	*Ja, nicht investiert*	*Nein, nicht investiert*
Pensionskassen	8	4	0
Versicherungsgesellschaft	1	0	0
Anlagestiftungen	3	1	0
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	0	1	0
Kotiertere Immobilienfonds	0	1	0
Kotierte Immobiliengesellschaft	1	1	0
Total	**13**	**8**	**0**

Tab. 18 Kenntnis der institutionellen Anleger über Miteigentum

5.2.4.2 Bestehende Immobilienanlagen in Miteigentum

Mittels der Befragung ist abgeklärt worden, in welcher Höhe die institutionellen Anleger bereits in Miteigentum investiert sind. Die Investitionen in Miteigentum sind mit den Schweizer Direktanlagen und Indirektanlagen in Tabelle 19 in Vergleich gesetzt.

Werte in CHF Mio.	*Direkte Immobilien-Anlagen*	*davon Anteil Mit-eigentum*	*%-Anteil an den Direkt-anlagen*	*Indirekte Immobilien-Anlagen*
Pensionskassen	12'942	413	3.2%	1'277
Versicherungsgesellschaften	8'910	100	1.1%	90
Anlagestiftungen	7'164	690	9.6%	216
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	1'476	-	0.0%	-
Kotierte Immobilienfonds	575	-	0.0%	-
Kotierte Immobiliengesellschaft	829	-	0.0%	-
Total	31'896	1'203	3.8%	1'583

Tab. 19 Wertanteile der Direkt-, Indirekt- und Miteigentums-Anlagen

Mit einem Anteil von 9.6 % an den gesamten Direktanlagen resp. CHF 690 Mio. sind die Anlagestiftungen am höchsten in Miteigentum investiert. Die Pensionskassen sind mit CHF 413 Mio. in Miteigentum investiert. Dies entspricht einer Quote von 3.2 % ihrer Direktanlagen. Die Versicherung verfügt ebenfalls über Miteigentumsanteile. Mit 1.1 % ist der Anteil jedoch gering. Die übrigen Anlegerkategorien sind nicht Eigentümer eines Miteigentumsanteils.

Das Ergebnis deckt sich grösstenteils mit den Auswertungen der Eigentumsverhältnisse von Miteigentümergemeinschaften.[68] Der Anlagewert der Miteigentumsanteile liegt rund 24.0 % unter den Werten der Indirektanlagen.

5.2.4.3 Geeignete Liegenschaften für Miteigentum

In Tabelle 20 sind die Einschätzungen der institutionellen Anleger über geeignete Liegenschaften für Miteigentum aufgeführt. Die Vertreter der Anleger sind der Ansicht, dass sich hauptsächlich kommerzielle Liegenschaften, besonders Shopping Center oder Geschäftshäuser, für Miteigentum eignen.

	Prozentuale Verteilung der Nennungen				
	sehr	*mittel*	*weniger*	*gar nicht*	*weiss nicht*
Shopping Center	66.7%	19.0%	0.0%	9.5%	4.8%
Geschäftshäuser	47.6%	28.5%	14.3%	4.8%	4.8%
Gewerbeliegenschaften	28.5%	42.9%	14.3%	9.5%	4.8%
Logistikimmobilien	28.5%	23.9%	19.0%	14.3%	14.3%
Gemischt, Wohnanteil unter 25%	14.3%	33.3%	42.9%	9.5%	0.0%
Betreiberliegenschaften	14.3%	38.1%	14.3%	19.0%	14.3%
Hotels	23.8%	14.3%	33.3%	19.0%	9.6%
Wohnliegenschaften	0.0%	23.8%	57.2%	19.0%	0.0%
Gemischt, Wohnanteil über 75%	0.0%	23.8%	57.2%	19.0%	0.0%

Tab. 20 Geeignete Liegenschaften für Miteigentum

5.2.4.4 Aussagen zu Miteigentumsanteile an Grundstücken

Zwei Drittel der Anleger sind der Ansicht, dass Miteigentum eine gebräuchliche Investitionsform ist, siehe Tabelle 21. Für vier Vertreter von Pensionskassen trifft die Aussage sehr zu. Dennoch glauben mehr als die Hälfte, dass Miteigentum mittelfristig nicht an Bedeutung gewinnen wird. Einigkeit herrscht bei den Anlegern über kommerzielle Immobilien als geeignete Liegenschaftsart für Miteigentum.

[68] vgl. Kap. 5.1.1

ME = Miteigentum	*sehr zutreffend*	*trifft eher zu*	*trifft weniger zu*	*trifft gar nicht zu*	*weiss nicht*
ME ist eine gebräuchliche Investitionsform	19.0%	47.6%	23.8%	4.8%	4.8%
ME gewinnt mittelfristig an Bedeutung	0.0%	38.1%	52.4%	0.0%	9.5%
ME eignet sich nur für kommerzielle Immobilien	23.8%	47.6%	14.3%	14.3%	0.0%
ME sind unattraktive Direktanlagen	4.8%	28.6%	47.6%	9.5%	9.5%
Die Liquidität von ME ist hoch	0.0%	9.5%	47.6%	38.1%	4.8%
ME ist eine geeignete Investition für Institutionelle	9.5%	42.9%	42.9%	0.0%	4.8%
ME ist eine geeignete Investition für Private	19.0%	23.8%	42.9%	14.3%	0.0%
Unsere Gesellschaft würden in ME investieren	14.3%	19.0%	38.1%	28.6%	0.0%

Tab. 21 Aussagen zu Miteigentumsanteile an Grundstücken

Für die Mehrheit der Befragten ist die Attraktivität einer Miteigentums-Anlage durchschnittlich. Für die Versicherung, kotierten Immobiliengesellschaften und der Immobilienfonds ist Miteigentum als Direktanlage eher unattraktiv, für eine Pensionskasse klar unattraktiv.

Kritisch beurteilen drei Viertel der Anleger die Liquidität von Miteigentum. Mehr als die Hälfte der Anleger sind der Ansicht, dass Miteigentum für institutionelle Anleger eine geeignetes Investment darstellen. Als weniger geeignet erachten sie Anlagen in Miteigentum für private Anleger.

Von den Teilnehmern würden zwei Vertreter von Pensionskassen und einer Anlagestiftung in Miteigentum investieren. Je zwei Vertreter von Pensionskassen und Anlagestiftung sagen aus, dass ihre Gesellschaften eher in Miteigentum investieren würden. Für vier Pensionskassen, die Versicherung und eine kotierte Immobiliengesellschaft kommt ein Investment in Miteigentum überhaupt nicht in Frage.

5.2.5 Anlagekriterien für Investitionen in Miteigentum

Im letzten Teil der Online-Befragung haben die Vertreter der institutionellen Anleger ihre erforderlichen Kriterien oder Anforderungen für eine Investition in Miteigentum dargelegt.

5.2.5.1 Risikozuschlag auf dem Diskontsatz für Miteigentum

Zwei Vertreter von Pensionskassen sind der Ansicht, dass der Aufschlag für Miteigentum im Vergleich zu gleichwertigen Immobilienanlagen im Alleineigentum weniger als 0.05 Prozentpunkte beträgt. Drei Anlagestiftungen sowie eine Pensionskasse erwarten einen Risikozuschlag von 0.05 – 0.10 Prozentpunkten. Für die vierte Anlagestiftung beträgt der Aufschlag zwischen 0.11 – 0.15 Prozentpunkte.

Die beiden kotierten Immobiliengesellschaften und vier Vertreter von Pensionskassen erachten einen Risikozuschlag von 0.16 – 0.20 Prozentpunkten als erforderlich. Für die übrigen Teilnehmer beträgt der Aufschlag 0.21 – 0.50 Prozentpunkte (Tabelle 22).

	Nennungen	*%*
< 0.05 %-Punkte	2	10.0%
0.05 - 0.10 %-Punkte	4	20.0%
0.11 - 0.15 %-Punkte	1	5.0%
0.16 - 0.20 %-Punkte	6	30.0%
0.21 - 0.30 %-Punkte	2	10.0%
0.31 - 0.40 %-Punkte	3	15.0%
0.41 - 0.50 %-Punkte	2	10.0%
> 0.50 %-Punkte	0	0.0%
Total	*20*	*100.0%*

Tab. 22 Risikozuschlag auf dem Diskontsatz aus Sicht der institutionellen Anleger

Der Mittelwert aller genannten Risikozuschläge beträgt. 0.23 Prozentpunkte. Für die Bestimmung sind jeweils die maximalen Zuschläge (z.B. 0.11 – 0.15 % = 0.15 %) angewendet worden.

5.2.5.2 Miteigentumsanteile und Anzahl Miteigentümer

Anhand von zwei Investitionsmöglichkeiten in Form von Miteigentumsanteile an einem Geschäftshaus und Shopping Center haben 19 Vertreter der Anleger ihre Anforderungen definiert.[69] In Tabelle 23 sind die minimalen Anteile an der Geschäftshaus-Liegenschaft und die maximale Anzahl Miteigentümer ausgewertet worden.

	Anzahl Nennungen							
		Mindest-Anteil				*Max. Miteigentümer*		
	Kein ME	*< 10%*	*10-25%*	*26-50%*	*> 51%*	*≤ 5*	*6-10*	*> 11*
Pensionskasse	2	2	6	-	-	4	2	-
Versicherungsgesellschaft	1	-	-	-	-	-	-	-
Anlagestiftungen	-	1 (5%)	2	-	1 (51%)	2	1	1
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	1	-	-	-	-	-	-	-
Kotierter Immobilienfonds	1	-	-	-	1 (51%)	1	-	-
Kotierte Immobiliengesellschaften				1 (50%)		-	-	-
Total	5	3	8	1	2	7	3	1

Tab. 23 Anforderungen für eine Investition in ein Geschäftshaus in Miteigentum

[69] vgl. Anhang B – Online Befragung, Fragen 13-14

Insgesamt fünf Anleger investieren nicht in Miteigentum, die übrigen acht Pensionskassen, vier Anlagestiftungen und je ein kotierter Immobilienfonds und eine kotierte Immobiliengesellschaft würden die Investitionsmöglichkeit prüfen. Die Pensionskassen und drei Anlagestiftungen erwarten dafür einen Mindestanteil zwischen 2.0 % – 25.0 %. Die übrigen Anleger fordern mindestens einen 50.0 %-Anteil an der Geschäftsliegenschaft.

Für alle Anleger ist es entscheidend, dass die Miteigentümergemeinschaft nur aus einer überschaubaren Anzahl Miteigentümern besteht, knapp zwei Drittel wollen maximal fünf Miteigentümer. Für drei Anleger ist es zwingend, dass die Miteigentümergemeinschaft nur aus institutionellen Anlegern besteht.

Wie in Tabelle 24 ersichtlich, unterscheiden sich die Resultate bei der Investitionsmöglichkeit in ein Shopping Center leicht. Eine Investition in Miteigentum kommt wiederum für die beiden Pensionskassen und die Versicherung nicht in Frage. Die übrigen Anleger würden eine Anlagemöglichkeit prüfen. Für neun Anleger ist eine Mindestbeteiligung bis 25.0 % erforderlich. Eine Pensionskasse hat angegeben, dass ihr bereits einen Anteil von 1.0 % genügen würde. Fünf Anleger erwarten einen Mindestanteil zwischen 33.0 – 51.0 %. Im Fall der Shopping Center-Investition darf die Gemeinschaft aus maximal zehn Miteigentümern bestehen.

Anzahl Nennungen

		Mindest-Anteil				*Max. Miteigentümer*		
	Kein ME	*< 10%*	*10-25%*	*26-50%*	*> 51%*	*≤ 5*	*6-10*	*> 11*
Pensionskasse	2	2	5	1 (50%)	-	2	4	-
Versicherungsgesellschaft	1	-	-	-	-	-	-	-
Anlagestiftungen	-	2	-	-	1 (51%)	1	1	1
Öffentlich-rechtliche Körperschaft	-	-	-	1 (33%)	-	1	-	-
Kotierter Immobilienfonds	-	-	-	-	1 (51%)	1	-	-
Kotierte Immobiliengesellschaften				1 (50%)		-	-	-
Total	3	4	5	3	2	5	5	1

Tab. 24 Anforderungen für eine Investition in ein Shopping Center in Miteigentum

6 Schlussbetrachtung

6.1 Fazit

Für alle analysierten und an der Umfrage beteiligten institutionellen Anleger sind Schweizer Immobilien ein wichtiger Bestandteil ihrer Anlage-Diversifikation. Direkte Immobilienanlagen stehen bei den Anlegern im Vordergrund. Einen Teil dieser Anlagen haben 13 Anleger in Miteigentum investiert.

Die an der Online-Befragung teilnehmenden Anleger repräsentieren rund 20.9 % der durch Institutionelle gehaltenen Schweizer Immobilienanlagen[70]. Den Befragungsergebnissen kann deshalb eine Relevanz und Aussagekraft zugeschrieben werden.

Die befragten Anlagestiftungen haben angegeben, mit knapp CHF 0.7 Mia. in Miteigentum investiert zu sein. Dies entspricht 9.6 % ihrer Direktanlagen in Schweizer Immobilien. Auch zwei Drittel der Pensionskassen haben erklärt, dass sie Immobilienanlagen von über CHF 0.4 Mia. in Miteigentum besitzen. Dies ergibt einen Anteil von 2.9 % ihrer Schweizer Direktanlagen. Die Auswertung der Geschäftsberichte bestätigt, dass Pensionskassen am stärksten in Miteigentum investiert sind.

Für Versicherungen sind Immobilienanlagen in Miteigentum unattraktiv, weil diese Anlagen dem gebundenen Vermögen nicht zuweisbar sind. Kotierte Immobilienfonds und -gesellschaften geben in der Umfrage an, dass Immobilienanlagen im Miteigentum für sie nur in Frage kommen, wenn die Miteigentumsanteile mindestens 50.0 % betragen. Für die beteiligte öffentlich-rechtliche Körperschaft sind nur Miteigentumsanteile von rund 33.0 % an Shopping Center interessant.

Die Analyse der Geschäftsberichte und die Umfrage lassen erkennen, dass Immobilienanlagen im Miteigentum für Anlagestiftungen und Pensionskassen von Bedeutung sind. Für Versicherungen, kotierte Immobilienfonds und –gesellschaften sowie für die öffentlich-rechtliche Körperschaft sind sie nicht oder wenig attraktiv.

Zwei Drittel der Anleger sind der Ansicht, dass Miteigentum eine gebräuchliche Immobilienanlage ist. Die Untersuchung hat gezeigt, dass die institutionellen Anleger Miteigentumsanteile an Grundstücken differenzierter beurteilen als Liegenschaften im Alleineigentum. Für sie sind die folgenden Determinanten zusätzlich massgebend:

- Miteigentum eignet sich für kommerziell genutzte Liegenschaften. Besonders geeignet sind aus Sicht der Anleger Shopping Center und Geschäftshäuser.
- Die Anzahl Miteigentumsanteile innerhalb einer Miteigentümergemeinschaft sind auf fünf bis zehn zu beschränken.
- Die Miteigentümergemeinschaft soll aus institutionellen Anlegern bestehen.
- Institutionelle Anleger erwarten bei Immobilienanlagen in Miteigentum ein höheres Risiko. Aus Sicht der Anleger beträgt der Zuschlag knapp 0.25 Prozentpunkte.

Bei der Beurteilung der Performance von Miteigentumsanteilen an Grundstücken schneiden die zwei analysierten Teilportfolios unterschiedlich ab. Die acht gemischt genutzten Liegenschaften weisen im Vergleich zum IAZI Swiss Property Benchmarks® tiefere Performances aus. Bessere Resultate erreichen die 18 rein geschäftlich genutzten Liegenschaften. Sie übertreffen die Werte des Benchmarks teilweise und schliessen über die gesamte Betrachtungsperiode leicht besser als der Markt ab.

Die Hälfte der Anleger sind überzeugt, dass Miteigentum nicht an Bedeutung gewinnen wird. Für die Mehrheit ist die Attraktivität einer Miteigentumsanlage durchschnittlich.

6.2 Diskussion

Ob Miteigentumsanteile an Grundstücken alternative Immobilienanlagen für institutionelle Anleger sind, kann grösstenteils beantwortet werden.

In der Beurteilung der Performance ist der Nachweis in einigen Fällen erbracht, dass die Geschäftsliegenschaften im Miteigentum die Erwartungsrenditen der Anleger erreichen. Das Teilportfolio der gemischt genutzten Liegenschaften hat diese Werte deutlich verfehlt. Weil das Teilportfolio nur aus acht Liegenschaften besteht, sind die Ergebnisse allenfalls zuwenig aussagekräftig.

Die Netto-Cashflow- und Wertänderungsrenditen werden für Performance-Messungen von Immobilienanlagen in der Praxis eingesetzt. Der angewandte Vergleich mit dem IAZI Swiss Property Benchmark® ist deshalb praktikabel. Ein Vergleich mit weiteren Benchmarks (z.B. IPD[71]) wäre durchaus sinnvoll. Dabei ist jedoch zu beachten, dass für die Beurteilung der Performance dieselben Determinanten verwendet werden.

---

[70] vgl. Kapitel 5.2.3.1

[71] vgl. Wüest & Partner 2011, o. S.

Die Masterarbeit hat die gewünschte Orientierungsfunktion erreicht. Die wesentlichen rechtlichen Bestimmungen und die Besonderheiten von Miteigentumsanteilen an Grundstücken sind erläutert. Auf die wesentlichen Unterschiede zwischen Alleineigentum und Miteigentum ist in der Arbeit bewusst weniger konkret eingegangen worden. Die empirischen Untersuchungen sind für die Beurteilung der Problemstellung und Überprüfung der Hypothesen gut geeignet.

Folgende Hypothesen sind erhärtet.

- Eigentümerstrukturen in Miteigentümergemeinschaften verändern sich.
- Der Einfluss institutioneller Anleger wird stärker.
- Verschiedene Anlagestiftungen haben ihre Eigentumsanteile erhöht.

Folgende Hypothesen sind teilweise erhärtet.

- Kommerzielle Liegenschaften eignen sich für Miteigentum. Die Untersuchung hat ergeben, dass Shopping Center und Geschäftshäuser besonders geeignet sind.
- Die Liquidität von Miteigentumsanteilen an Grundstücken ist gering. Die Mehrheit der Anleger teilt diese Meinung. Die Analyse der jährlichen Transaktionen und Transaktionsvolumen zeigen aber auch, dass während der Betrachtungsperiode durchschnittlich über 26 Miteigentumsanteile pro Jahr gehandelt worden sind.

Folgende Hypothesen sind falsifiziert.

- Institutionelle Anleger meiden Investitionen in Miteigentumsanteile an Grundstücken. Die Untersuchung zeigt auf, dass Anlagestiftungen und Pensionskassen in Miteigentum investiert sind und sie weitere Investitionen nicht ausschliessen. Auch kotierte Immobilienfonds- und gesellschaften sowie die öffentlich-rechtliche Körperschaft investieren unter bestimmten Umständen in Miteigentum.

6.3 Ausblick

Die analysierten Liegenschaften sind alle durch die gleiche Verwaltung betreut. Die Managementfunktion ist in der vorliegenden Arbeit nicht beurteilt worden. Für zusätzliche Erkenntnisse über Miteigentum wäre der Einfluss der Verwaltung auf die Rentabilität ein wichtiger und interessanter Aspekt. Dafür sollten unterschiedliche Management-Organisationen untersucht werden, die Liegenschaften im Miteigentum betreuen.

Anhang A – Liegenschaftsverzeichnis der Untersuchungsobjekte

Gemischt genutzte Liegenschaften		**Region**
Baden	Am Bahnhof	Baden/Brugg
Genf	Place Cornavin 14-20	Genf
Köniz	Steinhölzli-Märit	Bern
Lausanne	Métropole 2000	Lausanne/Nyon
Lyss	Hirschen-Markt	Bern
Nyon	La Combe	Lausanne/Nyon
Zürich	Sihlbrücke am Stauffacher	Zürich
Zürich	Zürich, WGH Neumarkt Oerlikon	Zürich

Geschäftsliegenschaften		**Region**
Bachenbülach	EKZ Parkallee	Zürich
Baden	Badstrasse 17	Baden/Brugg
Bern	Zeuhaus-Passage	Bern
Bern	Neugasse 24	Bern
Bern	Jupiterstrasse 15	Bern
Bern	Marktgasse 40/44	Bern
Bern	Bolligenstrasse 52-54	Bern
Brugg	Brugg, GH Neumarkt 1 + 2	Baden/Brugg
Burgdorf	EKZ Neumarkt	Bern
Genf	World Trade Center I	Genf
Genf	World Trade Center II	Genf
Genf	International Center Cointrin	Genf
Oberwil	Mühlematt	Basel
Sion	La Terrasse	Sion
St. Gallen	Neumarkt 3	St. Gallen
St. Gallen	Neumarkt 5	St. Gallen
Zürich	Bahnhofstrasse 71	Zürich
Zürich	Schärenmoosstrasse 86	Zürich

Tab. 25 Verzeichnis der untersuchten Liegenschaften

Anhang B – Online-Befragung

Universität Zürich[UZH]

MAS Real Estate - Fragebogen für die Masterthese von Manuel Schneider, 6004 Luzern

Miteigentum an Grundstücken - Alternativanlagen für institutionelle Anleger

Ich danke Ihnen für die Bereitschaft, an der Befragung meiner Masterthese teilzunehmen. Sie helfen mir dabei, die Aussagekraft meiner Arbeit zu erhöhen. Der **Zeitbedarf beträgt max. 15 Minuten**.

Die Befragung erfolgt anhand einer vorgegebenen Struktur. Die meisten Fragen können durch Anwählen von vorgegebenen Alternativantworten beantwortet werden. Bei einzelnen Fragen werden Sie angewiesen, mittels Stichworten zu antworten.

Das System wird Sie bei Ihren Antworten unterstützen. Sofern eine Frage nicht vollständig beantwortet ist, erhalten Sie einen entsprechenden Hinweis. Bei Unklarheiten oder technischen Probleme wenden Sie sich bitte umgehend an mich (079 415 67 42 oder manuel.schneider2@uzh.ch).

Alle Angaben und Daten über Ihre Gesellschaft oder Organisation werden streng vertraulich behandelt und dienen ausschliesslich der Ausarbeitung meiner Masterthese. In der Auswertung werden keine Namen noch Daten genannt, die Rückschlüsse auf Ihre Gesellschaft zulassen.

Freundliche Grüsse

Manuel Schneider

Teilnehmer

Ich danke Ihnen für die Mitteilung Ihrer Koordinaten.

Name Ihres Unternehmens	
Ihr Vorname	
Ihr Nachname	
Adresse	
PLZ	
Ort	
E-Mail-Adresse	

Sofern Sie anonym an der Befragung teilnehmen wollen, wählen Sie den entsprechenden Button.

- ○ Anonyme Teilnahme

Anlegerkategorie

1. Welcher Anlegerkategorie gehört Ihr Unternehmen an?
Bitte eine Auswahl treffen.

- ○ Pensionskasse
- ○ Versicherungsgesellschaft
- ○ Anlagestiftung
- ○ öffentlich-rechtliche Körperschaft
- ○ kotierter immobilienfonds
- ○ kotierte Immobilienaktiengesellschaft
- ○ Andere, welche? _____

Anlageziele

2. Welche Anlagemotive und -ziele bei Immobilien stehen für Ihre Unternehmung im Vordergrund?

Mehrfachauswahl möglich.

- ☐ 1) Inflationsschutz
- ☐ 2) Wertzuwachs
- ☐ 3) Ausschüttung für die Anleger (u.a. Dividende)
- ☐ 4) Werterhalt
- ☐ 5) Erzielung von steten Cashflows
- ☐ 6) Anlage Diversifizierung
- ☐ 7) Fristenkongruenz bei den Kapitalanlagen
- ☐ 8) Netto-Cashflow-Rendite von mindestens [ ] %.
- ☐ 9) Total Return des Immobilien-Portfolios in der Höhe von [ ] %.
- ☐ 10) Weitere: [ ]

3. Welches der oben bestimmten Anlagemotive oder -ziele sind für Ihre Gesellschaft die wichtigsten Argumente?

Bitte tragen Sie die **Ziffer** der entsprechenden Motive/Ziele in der Reihenfolge ihrer Wichtigkeit ein.

1. (wichtigestes Argument) [ ] (Nr. eingeben)
2. (zweiwichtigstes Argument) [ ] (Nr. eingeben)
3. (drittwichtigstes Argument) [ ] (Nr. eingeben)

Anlagewert per 31.12.2010

4. Wie hoch war der Wert der Anlagen Ihrer Unternehmung per 31.12.2010?

Zahleneingabe ohne Sonderzeichen

Gesamtanlagewert	(CHF Mio.)	
Anlagewert aller Schweizer Immobilien (direkt und indirekt)	(CHF Mio.)	
Wert aller Miteigentumsanteile an Grundstücke	(CHF Mio.)	☐ **kein** Miteigentum

5. Prozentuale Aufteilung der Schweizer Immobilienanlagen Ihrer Unternehmung per 31.12.2010.

Zahleneingabe ohne Sonderzeichen

Anteil **direkter** Immobilienanlagen in Prozenten	%	☐ **keine** Direktanlagen
Anteil **indirekter** Immobilienanlagen in Prozenten	%	☐ **keine** Indirektanlagen
Prozent	0 %	

6. Prozentuale Aufteilung der direkten Schweizer Immobilienanlagen per 31.12.2010.

Zahleneingabe ohne Sonderzeichen

Anteil Wohnliegenschaften	%
Anteil kommerzielle Liegenschaften	%
Anteil gemischte Liegenschaften	%
Anteil übrige Liegenschaften (u.a. Bauland, Projektentwicklungen, etc.)	%
Prozent	0 %

Jährlicher Anlagebedarf

7. Wie hoch ist Ihr durchschnittlicher Anlagebedarf pro Jahr?

Zahleneingabe ohne Sonderzeichen

Gesamtanlagebedarf Ihrer Gesellschaft?		(CHF Mio.)
Anlagebedarf in Schweizer Immobilien (direkt und indirekt)?		(CHF Mio.)

8. In welcher Form und in welchem Verhältnis investieren Sie durchschnittlich pro Jahr in Immobilien?

Geschätzte Angaben.

Kauf von Bestandesliegenschaften		%
Landkauf und Projektentwicklungen		%
Investitionen in den Bestand (u.a. Sanierungen, Erneuerungen, etc.)		%
Indirekte Anlagen (Fonds, Immo-AG,s)		%
Andere		%
Prozent	0	%

Miteigentum an Grundstücken

9. Kennen Sie Miteigentum an Grundstücken als direkte Immobilienanlage?

- ○ Ja, wir sind in Miteigentum investiert
- ○ Ja, aber wir sind **nicht** in Miteigentum investiert
- ○ Nein und deshalb auch nicht investiert in Miteigentum

10. Welche Liegenschaften eignen sich aus Ihrer Sicht für Miteigentum?

Bitte beurteilen Sie **alle** unten aufgeführten Liegenschaftsarten.

	sehr	mittel	weniger	gar nicht	weiss nicht
Wohnliegenschaften	○	○	○	○	○
Wohn- und Geschäftshäuser mit **Wohnanteil über 75%**	○	○	○	○	○
Wohn- und Geschäftshäuser mit **Wohnanteil zwischen 25 – 75%**	○	○	○	○	○
Wohn- und Geschäftshäuser mit **Wohnanteil unter 25%**	○	○	○	○	○
Geschäftshäuser (Büro, Praxis, Schulen, etc.)	○	○	○	○	○
Shopping Center	○	○	○	○	○
Gewerbeliegenschaften	○	○	○	○	○
Logistikimmobilien	○	○	○	○	○
Hotels	○	○	○	○	○
Betreiberliegenschaften (Seniorenresidenz, Industrie, etc.)	○	○	○	○	○

11. Wie beurteilen Sie die folgenden Aussagen?

Bitte bewerten Sie **alle** Aussagen.

ME = Miteigentum

	sehr zu-treffend	trifft eher zu	trifft weniger zu	trifft gar nicht zu	weiss nicht
ME ist eine gebräuchliche Investitionsform bei Immobilien.	○	○	○	○	○
ME ist eine Anlageform die mittelfristig an Bedeutung gewinnen wird.	○	○	○	○	○
ME eigent sich aussschliesslich für kommerziell genutzte Liegenschaften.	○	○	○	○	○
ME-Anteile an Immobilien sind unattraktive Direktanlagen.	○	○	○	○	○
Die Liquidität (Kauf/Verkauf) von ME-Anteile an Immobilien ist hoch.	○	○	○	○	○
ME-Anteile an Immobilien ist eine geeignete Investition für institutionelle Anleger.	○	○	○	○	○
ME an Immobilien ist eine geeignete Investition für Privatanleger.	○	○	○	○	○
Unsere Gesellschaft würde in ME investieren, sofern uns ein passender Anteil angeboten wird.	○	○	○	○	○

Risikobeurteilung von Miteigentum

12. Wie hoch ist aus Ihrer Sicht der Risikozuschlag auf dem Diskontierungssatz für Miteigentumsanteile an Immobilien im Vergleich zu gleichwertigem Alleineigentum.

Bitte bestimmen Sie den entsprechenden Risikozuschlag.

- ☐ < 0.05 %-Punkte
- ☐ 0.05 – 0.10 %-Punkte
- ☐ 0.11 – 0.15 %-Punkte
- ☐ 0.16 – 0.20 %-Punkte
- ☐ 0.21 – 0.30 %-Punkte
- ☐ 0.31 – 0.40 %-Punkte
- ☐ 0.41 – 0.50 %-Punkte
- ☐ > 0.50 %-Punkte nämlich [ ] %-Punkte

Miteigentumsanteil an einem Geschäftshaus

13. Ihrer Gesellschaft bietet sich die Möglichkeit, einen Miteigentumsanteil an einem grossen Geschäftshaus an sehr zentraler Lage in einer Schweizer Grossstadt zu erwerben. Die Liegenschaft ist mit indexierten Mietverträgen an eine grössere Anzahl Nutzer langfristig vermietet. Der Marktwert der gesamten Liegenschaft beträgt CHF 80.0 Mio.

Welche Voraussetzungen sind **zwingend** erforderlich, damit Ihr Unternehmen das Kaufangebot im Detail prüfen wird?

Der Miteigentumsanteil muss mind.	[ ]	% betragen.
Das Investitionsvolumen muss **mind.** CHF Mio.	[ ]	betragen.
Das Investitionsvolumen darf **max.** CHF Mio.	[ ]	betragen.
Die Anzahl der Miteigentümer muss **mind.**	[ ]	betragen.
Die Anzahl der Miteigentümer darf **max.**	[ ]	betragen.

14. Nehmen wir an, das oben erwähnte Geschäftshaus erfüllt Ihre Voraussetzungen. Welche der untenstehenden Kriterien sind für Sie die drei Wichtigsten in Bezug auf eine Neuakquisition.

Sie können die Kästchen mit der Maus auf den jeweiligen Rang ziehen.

Standort Liegenschaft	**Nachhaltigkeit Gebäude**	1
Cashflow-Entwicklung	**Mieterstruktur**	2
Indexierte Mietverträge	**Leerstandsrisiken**	3
Bauzustand	**Miteigentümer-Struktur**	
Bewirtschaftung FM	**Verkäuflichkeit**	

Miteigentumsanteil an einem Shopping Center

15. Ihrer Gesellschaft bietet sich die Möglichkeit, einen Miteigentumsanteil an einem grossen Shopping Center in der Agglomeration einer Schweizer Grossstadt zu erwerben. Das Shopping Center verfügt über eine grosse Anzahl Läden sowie Parkplätze und ist verkehrsmässig ideal erschlossen.

Sämtliche Läden sind landfristig mit indexierten Verträge vermietet. Der Marktwert der gesamten Liegenschaft beträgt CHF 150.0 Mio.

Welche Bedingungen sind **zwingend** erforderlich, damit Ihre Gesellschaft das Kaufangebot im Detail prüfen wird?

Der Miteigentumsanteil muss mind.		% betragen.
Das Investitionsvolumen muss **mind.** CHF Mio.		betragen.
Das Investitionsvolumen darf **max.** CHF Mio.		betragen.
Die Anzahl der Miteigentümer muss **mind.**		betragen.
Die Anzahl der Miteigentümer darf **max.**		betragen.

16. Nehmen wir an, das oben erwähnte Shopping Center erfüllt Ihre Voraussetzungen. Welche der untenstehenden Kriterien sind für Sie die drei Wichtigsten in Bezug auf eine Neuakquisition.

Erneut können Sie die Kästchen mit der Maus auf den jeweiligen Rang ziehen.

Standort Shopping Center	**Nachhaltigkeit Gebäude**	1
Cashflow-Entwicklung	**Mietermix und -qualität**	2
Indexierte Mietverträge	**Leerstandsrisiken**	3
Bauzustand	**Miteigentümer-Struktur**	
Bewirtschaftung, FM, Centermanagement	**Verkäuflichkeit**	

Besten Dank für Ihre Teilnahme!

Ich möchte mich ganz herzlich für Ihre Zeit und Mithilfe bedanken. Gerne werde ich Ihnen eine Zusammenfassung der Resultate zustellen.

Fenster schließen

Literaturverzeichnis

Bleisch, A. (2010): Präsentationsunterlagen anlässlich einer Veranstaltung zum Thema: Landnutzung und Landentwicklung am Institut für Raum- und Landwirtschaftsentwicklung IRL der ETH Zürich: Der Schweizer Immobilienmarkt – Eine praxisorientierte Einführung, Zürich 2010

BPV, Bundesamt für Privatversicherungen (2008): Richtlinie betreffend Anlagen im gebundenen Vermögen sowie den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten (Anlagerichtlinie), Bern 2008

BFS, Bundesamt für Statistik (2011): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz – Pensionskassenstatistik 2009, Neuchâtel 2011

EBK, Eidgenössische Bankenkommission (2007): Öffentliche Werbung im Sinne der Kollektivanlagegesetzgebung, in : Rundschreiben 2003/1, Bern 2003 angepasst 2007

FINMA Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (2011)a: Beaufsichtigte Versicherungsunternehmen (VU), Bern 2011

FINMA Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (2011)b: Bericht über den Versicherungsmarkt 2010: Direktversicherer, Bern 2011

Gantenbein, P. (1999): Die Institutionen des schweierischen Immobilienmarktes: eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz, Bern 1999 (zugl. Diss. Univ. St. Gallen 1999)

Gatenbein, P. (2005): Optimale Immobilieninvestments für Versicherungen, in: Spremann K. (Hrsg.): Versicherungen im Umbruch: Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen, Berlin 2005, S. 269-295

Hoesli M./MacGregor B.D. (2000): Property Investment: Principles and Practice of Portfolio Management, Essex 2000

IAZI AG (2007): Ergebnisse IAZI Swiss Property Benchmark® 2006, Zürich 2007

IAZI AG (2008): Ergebnisse IAZI Swiss Property Benchmark® 2007, Zürich 2008

IAZI AG (2009): Ergebnisse IAZI Swiss Property Benchmark® 2008, Zürich 2009

IAZI AG (2010): Ergebnisse IAZI Swiss Property Benchmark® 2009, Zürich 2010

IAZI AG (2011)a: Produkte: IAZI Swiss Property Benchmark® Online verfügbar unter: http://www.iazicifi.ch/de/produktebenchmark.php [abgerufen am 22.07.2011]

IAZI AG (2011)b: Ergebnisse IAZI Swiss Property Benchmark® 2010, Zürich 2011

Kaiser, J. (1990): Banken und instituionelle Investoren: Grundlagen, Rahmenbedingungen, Erfolgsfaktoren und bankbetriebliche Gestlatungskonsequenzen, Bern/Stuttgart 1990

Kloess, S.G.C. (1999): Konzeption eines aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren: kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsorientierten Dienstleistung, Bern 1999 (zugl. Diss. Univ. St. Gallen 1999)

Leichnitz W. (2008): Immobilien: ein klassisches Investment – innovativ gemanagt, in: Bierbaum D. (Hrsg.): So investiert die Welt, Wiesbaden 2008, S. 217-232

Miller, N.G./Geltner D.M., (2005): Real Estate Priciples for the New Economy, Mason, Ohio 2005

Privera AG (2002 – 2011): Geschäftsberichte 2001 – 2010 von 26 Miteigentümergemeinschaften, Bern 2002 – 2011

Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance (Schweiz) AG (2009): Immobilien Investment Survey 2009 – Allokationen, Trends, Meinungen, Zürich, Zürich 2009

Scherer, H. (1996): Anlagestrategien für Schweizer Pensionskassen, Bern 1996 (zugl. Diss. Univ. Bern 1995)

Schmid, J./Hürlimann-Kaup B., (2009): Sachenrecht, 3. Aufl., Zürich 2009

Schroders Investment Management (Switzerland) AG (2010): Monitoring: Indirekte Immobilienanlagen (2010)1, Zürich 2010, S. 4

SIX Swiss Exchange AG (2010): Reglement SXI®-Indexfamilie, Zürich 2010, S. 6-7

SIX Swiss Exchange AG (2011)a: SXI Swiss Real Estate®. Online verfügbar unter: http://www.six-swiss-exchange.com/indices/shares/sxi_realswiss_de.html [abgerufen am 22.07.2011]

SIX Swiss Exchange AG (2011)b: Selektionsliste SXI Swiss Real Estate. Online verfügbar unter: http://www.six-swiss-exchange.com/indices/shares/sxi_realswiss_de.html [abgerufen am 22.07.2011]

Suter, R.A. (1995): Anlageentscheide bei Immobilien: empirsiche Analyse bei Immobilienfonds, Lebensversicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen in der Schweiz, St. Gallen 1995 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1995)

Wüest & Partner AG (2011): Schweizer Immobilienindex. Online verfügbar unter: http://www.wuestundpartner.com/studien_reports/schweizer_immobilienindex/index.phtml [abgerufen am 02.08.2011]

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Miteigentumsanteile an Grundstücken – Alternative Immobilienanlagen für institutionelle Anleger“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

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

Luzern, 12.08.2011

……...

Manuel Schneider