Universität Zürich[UZH]

Masterthese
zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

„Untersuchung der Haltedauern von Schweizer Immobilienaktien und Immobilienfonds bei institutionellen Investoren: Zyklus und Performancebetrachtungen“

Verfasser: Romero Illana
José Manuel
Feldhofstrasse 7
8708 Männedorf
jose.romero_illana@siemens.com
0792726284

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 18.08.2014

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis ..... **IV**
Grafikverzeichnis ..... **VI**
Abbildungsverzeichnis ..... **VII**
Tabellenverzeichnis ..... **VIII**
Executive Summary ..... **IX**
1 Einleitung **1**
1.1 Problemstellung /Ausgangslage **1**
1.2 Zielsetzung **1**
1.3 Abgrenzung des Themas **2**
1.3.1 Beschränkung auf indirekte Immobilienanlagen 2
1.3.2 Beschränkung auf institutionelle Anleger 2
1.4 Vorgehen **3**
1.4.1 Aufbau der Arbeit 3
1.4.2 Methodologisches Vorgehen 4
2 Immobilien als Anlageobjekt **6**
2.1 Gesetzliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen **6**
2.2 Anlagestrategie: Rendite, Sicherheit und Liquidität **9**
2.3 Direkte Immobilienanlagen **9**
2.3.1 Wesentliche Merkmale der direkten Immobilienanlagen 9
2.3.2 Anforderungen, Rahmenbedingungen und Handlungsstrategien 10
2.4 Indirekte Immobilienanlagen **11**
2.4.1 Wesentliche Merkmale der indirekten Immobilienanlagen 11
2.4.1.1 Immofonds 11
2.4.1.2 ImmoAGs 12
2.4.2 Anforderungen, Rahmenbedingungen und Handlungsstrategien 12
3 Übersicht Schweizer institutionelle Anleger **14**
3.1 Schweizer Pensionskassen **14**
3.1.1 Investmentvolumen 14
3.1.2 Relevante Akteure 14
3.1.3 Strategie und Anlageverhalten 15
3.1.4 Performance 15
3.2 Schweizer Versicherungsgesellschaften **16**
3.2.1 Investmentvolumen 16
3.2.2 Relevante Akteure 17

3.2.3 Strategie und Anlageverhalten ... 17
3.2.4 Performance ... 18
4 Übersicht Schweizer indirekte kotierte Immobilienanlagen ... 19
4.1 Immofonds ... 19
4.1.1 Relevante Akteure ... 19
4.1.2 Entwicklung der Rendite und Volatilität ... 19
4.1.3 Portfolio-Strategie und Produktangebot ... 20
4.2 ImmoAGs ... 21
4.2.1 Relevante Akteure ... 21
4.2.2 Entwicklung der Rendite und Volatilität ... 21
4.2.3 Portfolio-Strategie und Produktangebot ... 22
5 Gestaltung der empirischen Untersuchung ... 23
5.1 Formulierung der Hypothesen ... 23
5.2 Empirische Untersuchung ... 24
5.2.1 Gestaltung der empirischen Untersuchung ... 24
5.2.1.1 Untersuchungsinhalt ... 25
5.2.1.2 Untersuchungsmethoden ... 25
5.2.2 Fragebogengestaltung ... 26
5.2.3 Befragungsstruktur der Erhebung ... 26
5.2.3.1 Festlegung der Untersuchungseinheiten ... 26
5.2.3.2 Fragebogenversand ... 27
5.2.3.3 Durchführung der Erhebung ... 28
6 Einschätzungen der Marktakteure ... 29
6.1 Grundlagen der Auswertung ... 29
6.1.1 Auswertungsverfahren ... 29
6.1.2 Fragebogenrücklauf ... 29
6.1.3 Fazit ... 30
6.2 Strukturmerkmale der befragten institutionellen Anleger ... 30
6.2.1 Investitionsvolumen - Investoren ... 30
6.2.2 Investitionsvolumen - Empfänger ... 32
6.2.3 Zusammensetzung der Immobilieninvestitionen - Investoren ... 33
6.2.3.1 Anlagen in Schweizer Immobilien ... 33
6.2.3.2 Allokation der Schweizer Immobilieninvestitionen ... 34
6.2.4 Zusammensetzung der Immobilieninvestitionen - Empfänger ... 35
6.2.5 Fazit ... 35

6.3 Strategische Komponenten des Anlageverhaltens - Investoren 36
6.3.1 Haltedauer 36
6.3.2 Rendite, strategische Vorgaben und langfristige Erträge 39
6.3.3 Liquidität 40
6.3.4 Wirtschaft, Immobilien und Zyklus des Einzel-Titels 41
6.3.5 Steueroptimierungen 43
6.3.6 Fazit 43
6.4 Anlageverhalten von Investoren bei indirekten Immobilien 44
6.4.1 Allgemeine Einschätzungen 44
6.4.2 Entscheidungskriterien der Assetallokation 46
6.5 Empfänger Einschätzungen bezüglich Anlageverhalten der Investoren. 48
6.5.1 Haltedauer 48
6.5.2 Allgemeine Einschätzungen 49
6.5.3 Entscheidungskriterien bei der Assetallokation 49
6.6 Performance in der Mittelallokation 51
6.6.1 Versicherungen und Pensionskassen 51
6.6.2 Immofonds und ImmoAGs 52
6.6.3 Fazit Performance 52
6.7 Trends in der Mittelallokation 53
6.7.1 Versicherungen und Pensionskassen 53
6.7.2 Immofonds und ImmoAGs 54
6.7.3 Fazit Trends in der Mittelallokation 55
6.8 Einfluss regulatorischer Faktoren aus Perspektive der Empfänger 55
6.8.1 Einwanderungsinitiative 56
6.8.2 Verschärfung der Lex Koller 56
6.8.3 Restriktivere Vergabe von Hypotheken 57
6.8.4 Swiss Solvency Test: Risikoeinstufung illiquider Assets 57
7 Schlussbetrachtung 58
7.1 Fazit 59
7.2 Diskussion 62
7.3 Ausblick 63
Literaturverzeichnis 66
Anhang 73

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
Art.	Artikel
AST	Anlagestiftung für Personalvorsorge
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
BV	Schweizerische Bundesverfassung
BW	Barwert
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge
CHF	Schweizer Franken
CS	Credit Suisse AG, Schweizer Grossbank
Empfänger	Immofonds und ImmoAGs
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GRSV	Gesamtrechnung der Sozialversicherungen
ImmoAGs	Schweizer kotierte Immobilienaktiengesellschaften
Immofonds	Schweizer kotierte Immobilienfonds
Investoren	Versicherungen und Pensionskassen
JLL	Jones Lang Lasalle
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
KKV	Kollektivanlageverordnung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAV	Net Asset Value
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
PSP	PSP Swiss Property
SPS	Swiss Prime Site AG
REIT	Real Estate Investment Trust
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SNB	Schweizerische Nationalbank
SIX	Swiss Exchange
TR	Total Return
UBS	UBS AG, Schweizer Grossbank

VE	Vorsorgeeinrichtung (Pensionskasse)
Versicherungen	Versicherungsunternehmen
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch

Grafikverzeichnis

Grafik 1: Fragebogen-Rücklaufquote im Detail 30
Grafik 2: Gesamtanlage-Volumen 2012-2013. Pensionskassen und Versicherungen ... 31
Grafik 3: Gesamtanlage-Volumen 2013. Pensionskassen und Versicherungen 32
Grafik 4: Gesamtanlagevolumen 2013 Immofonds und ImmoAGs 33
Grafik 5: Haltedauer Pensionskassen und Versicherungen 36
Grafik 6: Haltedauer von Pensionskassen und Versicherungen 37
Grafik 7: Haltedauer von Versicherungen 38
Grafik 8: Haltedauer von Pensionskassen 38
Grafik 9: Haltedauer: Wichtigste Faktoren für Versicherungen und Pensionskassen 39
Grafik 10: Einfluss von Liquidität auf Haltedauer 40
Grafik 11: Einfluss von Zyklen auf Haltedauer 42
Grafik 12: Einfluss von Steueroptimierungen auf Haltedauer 43
Grafik 13: Einschätzungen von Investoren zu indirekten Immobilien (Gruppe 1) 45
Grafik 14: Einschätzungen von Investoren zu indirekten Immobilien (Gruppe 2) 45
Grafik 15: Einschätzungen von Investoren zu indirekten Immobilien (Gruppe 3) 46
Grafik 16: Ranking der Entscheidungskriterien bei Allokation in indirekten Anlagen . 50
Grafik 17: Performance-Entwicklung Versicherungen und Pensionskassen 51
Grafik 18: Performance-Entwicklung ImmoAGs und Immofonds 52
Grafik 19: Prognose Mittelallokation von Investoren in 2014 – 2018 54
Grafik 20: Prognose Mittelallokation von Empfängern in 2014 – 2018..... 55
Grafik 21: Einwanderungsinitiative 56
Grafik 22: Verschärfung der Lex Koller 56
Grafik 23: Restriktivere Vergabe von 57
Grafik 24: Swiss Solvency Tests 57

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Schematische Darstellung der Masterthese 3
Abbildung 2: Immobilienbestand Schweiz (in Mrd. CHF)..... 8
Abbildung 3: Hypothesen der empirischen Untersuchung 23
Abbildung 4: Haltedauerzyklus für Pensionskassen und Versicherungen..... 41

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Abkürzungen 3
Tabelle 2: Repräsentativität der Befragung 5
Tabelle 3: Herausforderungen bei direkten Immobilienanlagen 9
Tabelle 4: Risiken und Konsequenzen bei direkten Immobilieninvestments 11
Tabelle 5: Anlagespezifische Nachteile und Risiken von Immofonds und ImmoAGs .. 13
Tabelle 6: Fonds Portfoliostrategie und Produktangebote 20
Tabelle 7: Portfolio-Strategie und Produktangebot von ImmoAGs 22
Tabelle 8: Verteilung der Fragebögen 27
Tabelle 9: Kontaktpersonen der Untersuchung 27
Tabelle 10: Zeitschiene der Untersuchung 28
Tabelle 11: Fragebogen Rücklaufquote nach Segmenten konsolidiert 29
Tabelle 12: Gesamtanlage-Volumen 2012 33
Tabelle 13: Anlagen in Schweizer Immobilien - Versicherungen & Pensionskassen.... 33
Tabelle 14: Allokation von Schweizer Immobilieninvestitionen im Jahr 2012 34
Tabelle 15: Allokation von Schweizer Immobilieninvestitionen im Jahr 2013 35
Tabelle 16: Mittelallokation von Immofonds und ImmoAGs 35
Tabelle 17: Haltedauer Kriterien und Skalierung 36
Tabelle 18: Zuordnung Fragen Block D – Gruppe 1 45
Tabelle 19: Zuordnung Fragen Block D – Gruppe 2 46
Tabelle 20: Zuordnung Fragen Block D – Gruppe 3 46
Tabelle 21: Entscheidungskriterien und Skalierung (E) 47
Tabelle 22: Haltedauer von Empfängern und Investoren 48
Tabelle 23: Unterschiedliche Einschätzungen der Anleger und Empfänger 51
Tabelle 24: Vergleich Hypothesen – Ergebnisse 59

Executive Summary

Der kotierte indirekte Immobilienmarkt in der Schweiz hat über die letzten Jahre eine steigende Tendenz registriert, die sich sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Investoren etabliert hat. Inzwischen sind an der Schweizer Börse fünfundzwanzig Fonds[1] und zwölf Immobilienaktiengesellschaften[2] mit einem geschätzten Marktwert von nahezu 41'6 Mrd. CHF gelistet[3].

Kotierte Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften haben von diesem Trend profitiert und entsprechend ihre Strukturen und Produktangebote an die wachsende Nachfrage angepasst. Neue Produkte wie betreutes Wohnen, Hotellerie, nachhaltige Immobilien, sollen das Interesse zur vermehrten Investition in indirekte Anlagen wecken.

Diese steigende Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen wurde ab März 2009 von einer kontinuierlichen positiven Marktentwicklung getrieben, die Ihren Höhepunkt gegen Ende des dritten Quartals 2012 erreichte. Nun musste die Branche im vergangenen Jahr 2013 eine Korrektur hinnehmen welche die Performance (TR) von Immobilienaktien und Immobilienfonds mit jeweils -6,88 % und -2,77 % ins Negative trieb.

Diese Arbeit beschränkt sich auf die Betrachtung der relevanten Einflussfaktoren bei Anlageentscheiden in indirekte Immobilienanlagen von institutionellen Schweizer Investoren mit Bezug auf Haltedauer, Zyklus und Performancebetrachtungen. Ziel ist es, über eine systematische Erhebung bei Investoren (Pensionskassen und Versicherungen) und Empfängern von Investitionen (Immobilienfonds und Immobilien-aktiengesellschaften) relevante Verhaltensmuster und Erfolgsfaktoren beim Anlageentscheid zu identifizieren. Insbesondere durch den Vergleich von Ansichten aus der Investoren- und Empfängerperspektive werden innovative und wertvolle Ansätze zur Diskussion und weiteren Forschung erwartet. Ein besonderer Stellenwert wird bei der Untersuchung den Schwerpunkten Liquidität, Diversifizierung Prozessoptimierungen, Trends, Rentabilität und Risikomanagement zugeordnet, die

---

[1] Swiss Real Estate index (SXI): Download 13-07-2014 http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/ sxi_realfunds_de.html

[2] Swiss Real Estate index (SXI): Download 13-07-2014 von http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/ shares/sxi_realshares_de.html

[3] Immofonds 27'9 Mrd. CHF + ImmoAGs 13'7 Mrd. CHF gemäß durch den Verfasser dargestellter Zusammenfassung aus Geschäftsberichten in Anhang 4 und Anhang 5.

abschließend mit Einschätzungen zu aktuellen regulatorischen Initiativen, wie zum Beispiel die Einwanderungsinitiative, in Bezug gesetzt werden.

1 Einleitung

1.1 Problemstellung /Ausgangslage

Die Verbreitung der Investitionen in indirekte Immobilienanlagen[4] hat bei Schweizer institutionellen Investoren zugenommen, und mehr als zwei Drittel[5] der institutionellen Investoren sind in kotierte Immobilienvehikel mit einem geschätzten Anlagevolumen von über 18'8 Mrd. CHF investiert[6].

Der Schwerpunkt der Investitionen liegt auf Aktien von Immobiliengesellschaften gefolgt von Immobilienfonds die in Direktanlagen investieren. Gemessen an ihrem gesamten Immobilienvermögen halten Pensionskassen mit einer Beteiligung von 12 %, gefolgt von Versicherungen mit 9 %, den größten Anteil an kotierten Immobilien-anlagen[7].

Unter diesen Rahmenbedingungen erscheint es relevant, das Verhalten der institutionellen Investoren und der wesentlichen Treiber dieser Entwicklung zu recherchieren sowie zu ermitteln, welche Muster bezüglich Haltedauer, Performance und allgemeiner Trends zur Steigerung der indirekten Anlagevehikel erkennbar sind.

1.2 Zielsetzung

Das Ziel dieser Forschungsarbeit ist das Anlageverhalten von institutionellen Anlegern in Bezug auf indirekte kotierte Immobilien zu untersuchen, um zu identifizieren, welche die Schlüsselfaktoren Investoren dazu bewegen, in diese Immobilienvehikel zu investieren.

Als übergeordnetes Ziel wird erwartet, dass die Studie für Investitionen in indirekte Immobilienanlagen Ergebnisse und Hinwiese über folgende Schwerpunkte und Fragegestellungen liefert:

- Zukünftige Entwicklung der Investitionen in indirekte Immobilienanlagen.
- Welche Faktoren bestimmen die Höhe des Anteils an indirekten Anlagen und wie läuft die Titelauswahl?

---

[4] Marbacher, Samuel (2014) Verschiedene Anlagemöglichkeiten in Immobilien. Anhang 3; Überarbeitung des Verfasser in Anlehnung an Indirekte Immobilienanlagen Schweiz Master of Advanced Studies in Real Estate– Baker & McKenzie Zurich Vorlesung 28-02-2014 S.

[5] Jones Lang Lasalle - JLL (Hrsg) (2011): Immobilien Investment Survey 2011 S. 35

[6] Relevanter Immobilienmarkt II gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 2

[7] Jones Lang Lasalle - JLL (Hrsg) (2011): Immobilien Investment Survey 2011 S. 35

- Welche Schweizer Institutionellen investieren in Immobilienaktien und Immobilienfonds?
- Profitabilität: Was tragen die Titel zur Performance bei?
- Indirekte Immobilienanlagen als Instrument für Prozessoptimierungen bei institutionellen Anlegern.
- Wie wirkten sich Faktoren wie der Liquiditätsbedarf der Investoren auf die Haltedauer aus?
- Kotierte Anlagen gelten als Frühindikatoren für den direkten Markt; wie gehen Investoren mit dieser Tatsache um?
- Die Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen als Diversifizierungs-strategie und als Zugang zu neuen Märkten und Produkten.

1.3 Abgrenzung des Themas

1.3.1 Beschränkung auf indirekte Immobilienanlagen

Die Arbeit beschränkt sich auf Investitionen in Schweizer kotierte Immobilienanlagen, da es sich hierbei um ein Anlagevehikel handelt, das für den gesamten institutionellen Anlagemarkt von Relevanz ist.

Die Definition von kotierten Immobilienanlagen erfolgt in Anlehnung an die theoretischen Definitionen der Fachliteratur[8/9] und der Kriterien der Schweizer Börse[10] und wird für diese Arbeit wie folgt abgegrenzt:

- Kotierte Schweizer Immobilienfonds[11]
- Kotierte Schweizer Immobilienaktiengesellschaften[12]

1.3.2 Beschränkung auf institutionelle Anleger

Die Untersuchung fokussiert sich ausschließlich auf das Investorenverhalten im Bereich der Schweizer kotierten Immobilienanlagen mit Schwerpunkt auf Haltedauer und

---

[8] Marbacher, Samuel (2014) Verschiedene Anlagemöglichkeiten in Immobilien. Anhang 3; Überarbeitung des Verfasser in Anlehnung an indirekte Immobilienanlagen Schweiz Master of Advanced Studies in Real Estate– Baker & McKenzie Zürich Vorlesung 28-02-2014, S. 36

[9] Vgl. Schulte, K.-W. (2005) u.a. Immobilienökonomie Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 3. Auflage, München; Wien, 2005

[10] SXI Real Estate; Immobilien; Abgerufen am 13.07.2014 http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/sxi_real_de.html

[11] SXI Real Estate Funds; Immofonds; Abgerufen am 13.07.2014 http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/sxi_realfunds_de.html

[12] SXI Real Estate Shares; ImmoAGs; Abgerufen am 13.07.2014 www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/sxi_realshares_de.html

Performance. Dafür wurden sowohl institutionelle Anleger (Versicherungen und Pensionskassen) als auch Empfänger der indirekten Investitionen berücksichtigt (Kotierte Immobilienaktiengesellschaften und kotierte Immobilienfonds).

Anlagestiftungen wurden nicht berücksichtigt, weil diese grundsätzlich auf eine lange Haltedauer ausgerichtet sind und somit keine relevanten Rückschlüsse auf den Aspekt Liquidität liefern können.

Um die Arbeit insgesamt übersichtlicher und lesbarer zu gestalten, werden anschließende Begriffe im Weiteren wie folgt benannt:

Versicherungsunternehmen	=	Versicherungen
Pensionskassen	=	Pensionskassen
Kotierte Immobilienfonds	=	Immofonds
Kotierte Immobilienaktiengesellschaften	=	ImmoAGs
Versicherungsunternehmen und Pensionskassen	=	Investoren
Kotierte Immobilienaktiengesellschaften und kotierte Immobilienfonds	=	Empfänger

Tabelle 1: Abkürzungen

1.4 Vorgehen

1.4.1 Aufbau der Arbeit

Die Struktur dieser Masterarbeit ist in einen theoretischen (Kapitel 1, 2, 3 und 4) und in einen praktischen Teil gegliedert, bei dem die empirische Komponente gestützt auf Rückmeldungen aus einer schriftlichen Befragung (Kapitel 5, 6 und 7) den Kern der Untersuchung darstellt. Die anschließende Grafik verdeutlicht den Aufbau der Arbeit:

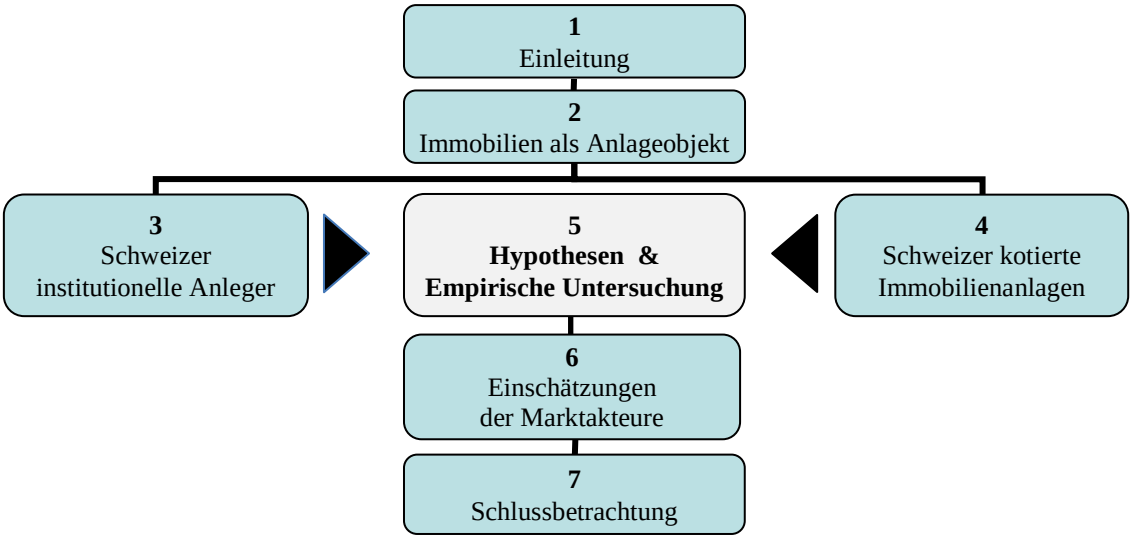


Abbildung 1: Schematische Darstellung der Masterthese

- In Kapitel 1 wird ein Überblick über die Problemstellung, die Zielsetzung und die Abgrenzung des Themas gegeben.
- In Kapitel 2 wird die Immobilie als Anlageobjekt im regulatorischem und wirtschaftlichen Umfeld betrachtet, wobei der Fokus auf die Differenzierung zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen gelegt wird.
- In den Kapitel 3 und 4 werden die Relevanz und die spezifischen Eigenschaften des Anleger- (Versicherungen und Pensionskassen) und des Empfänger-Marktes (Immofonds und ImmoAGs) dargestellt. Schwerpunkte dieser Kapitel liegen bei der getrennten Darstellung des Investmentvolumens, der Strategie und der Performance der relevanten Akteure der Branche.
- In Kapitel 5 liegt der Fokus auf der Gestaltung der empirischen Untersuchung mit den drei Schwerpunkten: Hypothesen, Untersuchungsmethoden und Fragebogengestaltung.
- In Kapitel 6 wird eine detaillierte Analyse der Einschätzungen der Marktakteure basierend auf den Rückmeldungen der Fragebogen vorgenommen.
- In Kapitel 7 als Schlussbetrachtung konvergieren in Form von Fazit, Diskussion und Ausblick die Erkenntnisse der gesamten Arbeit zusammen.

1.4.2 Methodologisches Vorgehen

Die Befragung orientiert sich in zwei wesentliche Richtungen: Einerseits ist sie an institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen gerichtet, die in indirekte Immobilienvehikel investieren, und andererseits auch an Immofonds und ImmoAGs als Empfänger der Investitionen.

Die Befragung der Empfänger soll relevante Informationen zur strategischen Marktpositionierung der ImmobilienAGs und Immofonds sowie erwartete Präferenzen und das Investitionsverhalten der Investoren und die Positionierung der indirekten Anlageprodukte im Wettbewerb gegenüber traditionellen Direktinvestitionen in Immobilien liefern.

Um die Repräsentativität der Befragung sicherzustellen, wurden die wichtigsten Akteure der Branche nach folgenden Kriterien kontaktiert:

ImmoAGs[13]	92 % aller ImmoAGs mit einer Marktkapitalisierung von 13'1 Mrd. CHF per 31.12.2013.
Immofonds[14]	88 % aller Immofonds mit einer Marktkapitalisierung von 26'9 Mrd. CHF per 31.12.2013
Versicherungen[15]	86 % aller Immobilienkapitalanlagen von Versicherungen was einem Volumen von ca. 35'6 Mrd. CHF entspricht.
Pensionskassen[16]	50 größte Pensionskassen mit einem Anlagevermögen von 342'7 Mrd. CHF, was ca. 55,2 % des Schweizer Pensionskassenkapitals abdeckt.

Tabelle 2: Repräsentativität der Befragung

Um ein umfassenderes Verständnis des indirekten Immobilienmarkts zu gewinnen und eine qualitative Absicherung der Fragebogenkonsistenz und deren Ergebnisse sicherzustellen, wurden Expertengespräche[17] mit ausgewählten Immofonds und ImmoAGs durchgeführt. Diese Gespräche haben einen positiven Orientierungsbeitrag geleistet, aber keinen expliziten wissenschaftlichen Charakter.

[13] Anhang 14 Angefragte ImmoAGs und Anhang 5 Kennzahlen ImmoAGs
[14] Anhang 13 Angefragte Immofonds und Anhang 4 Kennzahlen Immofonds
[15] Anhang 11 Angefragte Versicherungen und Anhang 1 Relevanter Immobilienmarkt I
[16] Anhang 12 Angefragte Pensionskassen; Anhang 1 Relevanter Immobilienmarkt I; Anhang 6 Assets 50 größte Pensionskassen; Anhang 8 Pensionskassen - Kapital
[17] Siehe Anhang 15 Liste Expertengespräche

2 Immobilien als Anlageobjekt

Immobilien zählen auf Grund ihrer bekannten Eigenschaften als Erbringer von stabilen langfristigen Erträgen, moderatem Risiko und Diversifizierungsinstrument bei institutionellen Investoren zu den präferierten Anlagekategorien. Der Immobilienmarkt bietet in diesem Gebiet unterschiedliche Vehikel an, um die Bedürfnisse der Anleger kundenspezifisch abzudecken. Die Produktpalette ist breit und bietet sowohl Investitionen über direkte und indirekte Kanäle an[18]. Letztere, wie aus der Abbildung im Anhang 3 erkennbar ist, sind über kotierte und nicht kotierte Vehikel verfügbar.

Wenn Investoren vor der Entscheidung stehen, welches Anlagevehikel am besten zu ihrer Anlagestrategie passt, können organisatorische Aspekte sowie Markt und Management-kompetenzen eine entscheidende Rolle spielen[19]. Große institutionelle Investoren verfügen i.d.R. über ein hohes Maß an materiellen und finanziellen Ressourcen mit breit ausgebauten Kompetenzen und über die notwendige kritische Masse für Investitionen in direkte Immobilien. Kleinere Investoren machen hingegen von indirekten Anlagevehikeln öfters Gebrauch, da auf diese Weise Beteiligungen an Immobilien mit relativ kleinen Volumina möglich sind und keine spätere direkte Betreuung der Immobilien nach sich zieht.
Aber auch steuerliche Aspekte können aus Investorenperspektive bei der taktischen Assetallokation eine Rolle spielen da, zum Beispiel diverse Immofonds einen steuerlichen Vorteil gegenüber Immobilienaktiengesellschaften anbieten, da die Doppelbesteuerung von Mieterträgen und Dividendenausschüttungen vermieden werden kann[20].

2.1 Gesetzliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Zusammenhänge zwischen Immobilienökonomie und Rechtswissenschaft sind umfangreich und vielfältig, da es kaum einen Vorgang in der Immobilienwirtschaft gibt,

---

[18] Siehe Definition für direkte / indirekte Immobilienanlagen in Kapitel 1.3 Abgrenzung des Themas 1.3.1 Beschränkung auf indirekte Immobilienanlagen.
[19] Kloess, S. (2014) Wissen und Kompetenzen für die Organisatorische Umsetzung. CUREM 2013-2014 IV. Modul Strategisches Management Strategielehre. 10-02-2014; S.22
[20] Marbacher, S. (2014) Indirekte Immobilienanlagen Schweiz Master of Advanced Studies in Real Estate Baker & McKenzie Zürich Vorlesung 28-02-2014; S. 36

der nicht über einen Vertrag dokumentiert ist oder in einem Gesetz oder Reglement geregelt wird[21].

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Immobilienmarktes sind durch die Charakteristiken der Immobilien als Wirtschaftsgut und durch die Interdependenzen zwischen Geld, Kapital und Immobilienmarkt geprägt[22].

Nicht zuletzt ist, wie von Schulte in seinem Band über Rechtliche Grundlagen beschrieben wurde, die wirtschaftspolitische Bedeutung der Immobilienwirtschaft an der gesamten Volkswirtschaft zu berücksichtigen, da „die Immobile ein essenzieller Bestandteil des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Alltags ist“[23] und auch eine soziale und politische Dimension besitzt.

Die Bedeutung von Immobilien im wirtschaftlichen Gewebe kann mit konkreten Beispielen aus Deutschland und der Schweiz bestätigt werden.

In Deutschland zum Beispiel, wird der Immobilienwirtschaft ca. achtzig Prozent des Volksvermögens angerechnet[24] und in der Schweiz liegt der geschätzte Immobilienbestand bei ca. 2’810 Mrd. CHF, was nahezu dem dreifachen Wert der Schweizer Börsenkapitalisierung des Jahres 2012 entspricht. Ein weiterer relevanter Aspekt der wirtschaftlichen Bedeutung des Schweizer Immobilienmarktes ist dass die jährlichen Transaktionen ca. 50’0 Mrd. CHF erreichen und davon 40 % Geschäftsliegenschaften zugeordnet werden können[25].

Pensionskassen, Versicherungen, ImmoAGs und Immofonds halten mit einem geschätzten Volumen von 227’8 Mrd. CHF einen signifikanten Anteil (9,4 %) am gesamten Immobilienbestand der Schweiz und stellen somit für diese Arbeit die geeignete Zielgruppe dar. Die im Rahmen der Umfrage befragten Investoren und Empfänger von Investitionen decken mit einem geschätzten Immobilienbestand von ca. 163’3 Mrd. CHF ca. 71,7 % des relevantes Marktes ab[26].

---

[21] vgl. Schulte, K.-W. (2001) u.a. Immobilienökonomie Band II. Rechtliche Grundlagen. Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut. Die rechtlichen Rahmenbedingungen der funktionsspezifischen Aspekte der Immobilienökonomie, München; Wien; 2001 S. 2-28

[22] vgl. Kerry-U. Brauer (Hrsg.). (1999): Grundlagen der Immobilienwirtschaft. Wiesbaden, 1999. S. 10-13; S.42

[23] Schulte, K.-W. (2001) u.a. Immobilienökonomie Band II Rechtliche Grundlagen. Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut. Die rechtlichen Rahmenbedingungen der funktionsspezifischen Aspekte der Immobilienökonomie, München; Wien, 2001, S.2

[24] Kerry-U. Brauer (Hrsg.). (1999): Grundlagen der Immobilienwirtschaft. Wiesbaden, 1999. S.37

[25] Vgl. Schnorf, P.; Immobilienmarktforschung. Präsentation Curem (Datenquelle Wüest & Partner, Stand 2011); S. 20,21 und 24

[26] Relevanter Immobilienmarkt I gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 1 (Datenquellen; Finanzen der Beruflichen Vorsorge - GRSV, Studie Swisscanto 2013, FINMA Bericht 2012, Pensionfunds Guide 2013 und Geschäftsberichte Immofonds und ImmoAGs 2013)

Abbildung 2: Immobilienbestand Schweiz[27] (in Mrd. CHF)

Bezüglich der gesetzlichen Rahmenbedingungen ist zu beachten, dass in der Schweiz für Immobilien, analog zu anderen dinglichen Rechte, Regulierungen auf der Bundes-, kantonalen und kommunalen Ebene stattfinden und dass auch in diesem Bereich die klassische Normenhierarchie[28] zur Anwendung kommt.

Im Schweizer Zivilgesetzbuch (ZGB) Teil 4 (Sachenrecht) und Teil 5 (Obligationenrecht) befindet sich der Kern der juristischen Grundregeln und Rahmenbedingungen, nach denen sich die Immobilienwirtschaft richtet[29]. Diese stellen jedoch nur den Rahmen dar, da die Immobilienwirtschaft über viele andere Gesetze und Regularien sowohl auf Bundes-, wie auch kantonaler oder auf Gemeindeebene reglementiert wird. Insbesondere für indirekte Immobilienanlagen sind das Kapitalanlagengesetz (KAG)[30], das Berufliche Vorsorge Gesetz (BVG) und die Vorschriften der FINMA von großer Bedeutung.

[27] Darstellung durch den Verfasser auf Basis von Marktdaten aus Anhang 1 und Anhang 2. (Datenquelle für Gesamt-Immobilienbestand Schweiz; Schnorf, Patrick; Präsentation Curem Immobilienmarktforschung Wüest & Partner, Stand 4. Q 2012); S.20.

[28] Plattner, P. (2013); Vorlesung Institut für Banking und Finance – CUREM: MAS Real Estate 13-05-2013; S. 4

[29] Gerster, S. (2013); Immobilienkaufrecht. Aspekte der Due Diligence. Vorlesung Institut für Banking und Finance – CUREM: MAS Real Estate 16-05-2013; S. 4

[30] Kühne, A./Schunk, M./Keller, A. (2014): Schweizerisches Recht der kollektiven Kapitalanlagen. Praktischer Überblick und rechtliche Grundlagen, 2 Auflage, Zürich 2014, S. 7-10

2.2 Anlagestrategie: Rendite, Sicherheit und Liquidität

Immobilien stehen mit anderen Anlagekategorien bezüglich der Höhe und Sicherheit zukünftiger Cashflows sowie deren zeitlichen Verteilung in Konkurrenz. Da alle drei Ziele nicht gleichzeitig erreichbar sind[31], sollte die Anlagestrategie auf den Ausgleich zwischen Rendite und Risiko über das gesamte Portfolio ausgerichtet sein. Die Liquiditäts- und Timing-Entscheidungen kommen im Ziel-Dreieck (Sicherheit/Rendite/Liquidität) nicht vor, werden jedoch für Investoren bei der taktischen Mittelallokation zunehmend wichtiger, um kurzfristigen Entwicklungen in der Wirtschaft und im Immobilienmarkt entgegenzusteuern[32].

2.3 Direkte Immobilienanlagen

2.3.1 Wesentliche Merkmale der direkten Immobilienanlagen

Im Bereich der direkten Immobilienanlagen werden bereits auf Objektebene die Anlageentscheidungen von den Investoren direkt getroffen, so dass eine enge Verbindung zwischen der Immobilie und den Investoren entsteht. Letztere sind nicht nur bei der Investitionsphase aktiv, sondern während des gesamten Lebenszyklus der Immobilie bis zur Verwertung maßgeblich involviert.

Deshalb ist diese Art von Immobilienanlagen i.d.R. nur für Investoren geeignet, die über das notwendige Know-how und geeignete personelle und finanzielle Strukturen verfügen, um die daraus resultierenden Herausforderungen erfolgreich zu managen.

Als Beispiele dieser Herausforderungen im Bereich der direkten Immobilienanlagen können folgende Aspekte erwähnt werden:

Herausforderungen	Auswirkungen
Hohe Transaktionskosten	Maklergebühren, Rechtsanwälte, Notar
Marktkenntnisse und Akquisitionskosten	Intransparenter Markt birgt Risiken
Immobilienbewertung	Bilanzierung und Liquiditätsmanagement
Direkte und indirekte Steuern; Altlasten	Steuerberater; Sanierungspflicht
Komplexität von Transaktionen	Externe Berater müssen einbezogen werden
Lange Kapitalbindungsdauer[33]	Begrenzte Liquidität

Tabelle 3: Herausforderungen bei direkten Immobilienanlagen

[31] vgl. Stephan, K. (2013).– Structure follows strategy. Eine Einführung. CUREM 2013-2014 Zürich 13-11-2013; S. 106

[32] Wellner, K. (2002): Entwicklung eines Immobilien Portfolio-Management-Systems. Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen-Diversifizierter-Immobilien-Portfolios. Leipzig 2002

[33] Vgl. Schulte, K.-W. (2005) u.a. Immobilienökonomie Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 3. Auflage, München; Wien, 2005, S.631

Diese Herausforderungen haben dazu beigetragen, dass sich in den letzten Jahren auch im Schweizer Immobilienmarkt das Angebot von indirekten Immobilienanlagen in Form von Immobilienaktiengesellschaften und Immofonds verbreitet hat.

2.3.2 Anforderungen, Rahmenbedingungen und Handlungsstrategien

Wie bereits im vorherigen Kapitel erwähnt sind Investitionen in direkte Immobilienanlagen mit erheblichen Herausforderungen verbunden. Deshalb sind bei dieser Art von Immobilienanlagevehikeln spezifische Anforderungen und Rahmenbedingungen wie nachfolgend aufgelistet zu berücksichtigen.

Lokalkenntnisse
Kontakte zu Entscheidungsträgern von Politik, Verwaltung und Wirtschaft sind von enormer Bedeutung, um frühzeitig die Prozesse zu beeinflussen oder die eigene Immobilienstrategie anzupassen.
Finanzierung aus Eigenmitteln und Liquidität
Immobilien können auf Grund von Bonitätsregelungen und Vorschriften des Regulators nur beschränkt mit Fremdkapital finanziert werden. Eine hohe Fremdverschuldung kann bei signifikantem Zinsanstieg zu Liquiditätsengpässen oder sogar zu einer Insolvenz führen.
Integrale Immobilienstrategie über den gesamten Lebenszyklus
Bei direkten Immobilieninvestitionen ist sowohl eine Objekt als auch eine übergreifende Portfolio-Strategie notwendig, bei der u.a. Überlegungen wie Rentabilität, Liquidität, Risiko, Finanzierung und Portfolio-Struktur einfließen müssen.
Flexibilität und langfristige Orientierung
Hohe Transaktionskosten und relativ illiquide Märkte erfordern ein langfristiges Anlageverhalten bei einer gleichzeitig flexiblen Anlagestrategie, die es ermöglicht, kurzfristige Chancen zu realisieren.
Verständnis für Immobiliensteuern
Über den gesamten Lebenszyklus der Immobilie fallen Steuern an, die vom Eigentümer zu berücksichtigen und zu optimieren sind, um die definierten Renditeziele zu erreichen.
Profitabilität
Auf Grund des langen Lebenszyklus spielen bei direkten Immobilienanlagen die Unterhaltungs- und Instandhaltungskosten eine sehr wichtige Rolle und sind deshalb sowohl beim Erwerb als auch beim laufenden Betrieb bei der Performance-Betrachtung nicht außer Acht zu lassen.

Controlling und Risiko-Management	
Immobilien sind in ihrem Lebenszyklus spezifischen Risiken ausgesetzt, mit denen sich Investoren im Direktbesitz auseinandersetzen müssen, da diese Auswirkungen auf die Rentabilität haben.	
Risiken	**Mögliche Konsequenzen**
Neue Infrastrukturprojekte	Lärmemissionen, Mieterfluktuation, Mietminderungen
Bauzonen-Änderung	Reduzierung von Baurechten. Wertminderung der Liegenschaft
Wettbewerbsveränderung	Leerstand generiert Druck auf Preise
Regulatorisch und wirtschaftlich instabiles Umfeld	Arbeitslosigkeit, niedrigere Mieten Mieterspezifische Incentives drücken Renditen
Alterung des Liegenschaftsportfolios	Konzentration von Investitionsbedarf

Tabelle 4: Risiken und Konsequenzen bei direkten Immobilieninvestments

2.4 Indirekte Immobilienanlagen

2.4.1 Wesentliche Merkmale der indirekten Immobilienanlagen

2.4.1.1 Immofonds

Immofonds gehören zu der Kategorie der Anlagefonds[34] und investieren vorwiegend in Wohn- oder Geschäftsliegenschaften, Bauland oder Gebäude im Bau und sind im Wesentlichen durch folgende Merkmale[35] gekennzeichnet:

- Struktur: Immofonds bieten Anlegern die Möglichkeit, durch die Bereitstellung von transparent regulierten Strukturen in unterschiedliche Immobilienprodukte zu investieren.
- Regulierung und Anlegerschutz: Anleger verfügen über die strengen Regulierungen des Bundesgesetzes für kollektive Kapitalanlagen (KAG) und der FINMA.
- Transparenz: Die Fondsleitung ist verpflichtet, ein hohes Maß an Transparenz bezüglich Gebühren, Kosten und Anlagestrategie sicher-zu-stellen.
- Professionelles Management: Der Immofonds verfügt über qualifizierte Teams, die spezialisierte branchenspezifische Immobilienkenntnisse besitzen.
- Diversifizierung: Die Investitionen eines Immofonds sind auf mehrere Objekte angelegt, was zu einer Risikoreduzierung führt

[34] Kühne, A./Schunk, M./Keller, A. (2014): Schweizerisches Recht der kollektiven Kapitalanlagen. Praktischer Überblick und rechtliche Grundlagen, 2 Auflage, Zürich 2014, S. 32-35

[35] vgl. SFAMA (Hrsg): Schweizer Immobilienfonds eine bewährte Anlageklasse, abgerufen am 14.01.2014 von www.sfama.ch/publications.

- Liquidität: Fondsemittenten sind verpflichtet unter gewissen Bedingungen die Anteile zum „Net Asset Value“ (NAV) zurückzukaufen.
- Geringe Korrelation: Immofonds sind relativ unabhängig von den Finanzmärkten und bieten somit eine gute Alternative zur Risikominimierung.
- Bewertung der Liegenschaften: Verkehrswerte werden durch unabhängige Schätzungsexperten ermittelt
- Fremdverschuldung: Limitiert auf ein Drittel des Verkehrswertes aller Liegenschaften.

2.4.1.2 ImmoAGs

Die Immobilienaktiengesellschaft ist eine Aktiengesellschaft, die das Erwerben, Halten, Entwickeln, Bewirtschaften und Veräußern von Immobilien bezweckt und ihre Investitionen hauptsächlich in Gewerbe-, Büro- und Wohnimmobilien tätigt.
ImmoAGs bestehen erst seit den 1990er-Jahren und unterliegen dem allgemeinen Obligationenrecht für Immobilienaktiengesellschaften (Art. 620 ZGB ff.).

Im Gegensatz zu Immofonds verfolgen ImmoAGs eine aktivere Portfolio Strategie (kaufen-halten-verkaufen) und zeigen eine stärkere Korrelation zu den Aktienmärkten, was tendenziell mit höheren Risiken, aber auch mit besseren Renditen verbunden ist.

2.4.2 Anforderungen, Rahmenbedingungen und Handlungsstrategien

Kotierte Immofonds und ImmoAGs sind durch folgende positive Eigenschaften gekennzeichnet, die die Anforderungen und Handlungsstrategien von Investoren entscheidend prägen:

- Beteiligungen sind mit niedrigen Kapitalanlagen möglich.
- Diversifizierung kann durch diese Anlageformen erhöht werden.
- Fokussierung auf Kernkompetenzen kann gestärkt werden, da sich Investoren weder mit der Verwaltung noch mit der Finanzierung der Immobilien beschäftigen müssen.
- Hohes Maß an Vergleichbarkeit und Benchmarking.
- Liquidität und hohes Maß an Transparenz durch die Börsenkotierung gegeben.
- Performance wird durch Anleger, Analisten und Regulator überwacht.
- Bei Immofonds besteht zusätzlich zum Börsenhandel die gesetzlich definierte Rückgabemöglichkeit innerhalb definierter Fristen.

Investitionen in ImmoAGs und Immofonds sind auch mit Nachteilen verbunden, die den Entscheidungsprozess von Investoren beeinflussen und wie folgt zusammengefasst werden können:

Immofonds	**ImmoAGs**
Liquidität nicht immer gegeben, da die Rücknahmepflicht nur per Geschäftsjahresende mit einer 12-monatigen Meldefrist ausgeübt werden kann	Anleger sind höheren **Risiken** ausgesetzt, da es keine Beschränkungen für das Handeln, Halten oder Entwickeln von Immobilien gibt
Management Fees Abhängig von der Fee-Struktur und des Porfolio-Managements können diese die Profitabilität des Immofonds beeinträchtigen	Reduzierte **Transparenz** durch Vermischung von Aktivitäten innerhalb des Konzerns
Investoren sind abhängig von der Professionalität des Managements und haben geringe Einflussmöglichkeiten auf des Portfolio	

Tabelle 5: Anlagespezifische Nachteile und Risiken von Immofonds und ImmoAGs

3 Übersicht Schweizer institutionelle Anleger

3.1 Schweizer Pensionskassen

3.1.1 Investmentvolumen

Die im Rahmen der beruflichen Vorsorge verwalteten Vermögen bewegen sich je nach Einschätzung in einer Bandbreite zwischen 620’6 Mrd. CHF[36] und 625’0 Mrd. CHF[37] . Allein diese Zahlen zeigen die Bedeutung der Zweiten Säule für die Schweiz, da fast vier Millionen Arbeitnehmer bei der beruflichen Vorsorge versichert sind und zusammen mit ihren Arbeitgebern jährliche Beiträge von rund 50’0 Mrd. CHF einzahlen.

Bei der Mittelallokation von Pensionskassen sind Immobilien ein wichtiges Anlagevehikel und zählen somit für die Immobilienbranche zu den wichtigsten institutionellen Investoren. Pensionskassen haben über ein Fünftel[38] ihres Vermögens (126’0 Mrd. CHF) in Immobilien investiert und davon ca. 12 %[39] (15’1 Mrd. CHF) in kotierte Immobilienanlagen[40].

3.1.2 Relevante Akteure

Es gibt in der Schweiz über 2’000 Pensionskassen[41], die im Rahmen der Zweiten Säule[42] die Beiträge ihrer Arbeitnehmer und Arbeitgeber am Markt platzieren, um über langfristige und stabile Erträge ihren Versicherten die erwarteten Pensionsgelder sicherzustellen. Neben den Verwaltungen von Bund, Kantonen und Gemeinden gibt es auch viele mittlere und große Privatunternehmen, die autonome Vorsorgeeinrichtungen für ihr Personal gegründet haben. Viele Unternehmen ziehen es jedoch vor, die Dienste und Garantien der Vorsorgestiftungen von Lebensversicherungsgesellschaften, Banken

---

[36] Bundesamt für Sozialversicherungen BSV Finanzen der Beruflichen Vorsorge (Gesamtrechnung GRSV); Anhang 8

[37] Swisscanto Pensionskassen Studie 2013(Hrsg). S. 37

[38] Swisscanto Pensionskassen Studie 2013(Hrsg). S. 39

[39] Jones Lang Lasalle - JLL (Hrsg) (2011): Immobilien Investment Survey 2011, S. 35

[40] Relevanter Immobilienmarkt II gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 2 (Datenquellen; Finanzen der Beruflichen Vorsorge - GRSV, Studie Swisscanto 2013, FINMA Bericht 2012, Pensionfunds Guide 2013 und Geschäftsberichte Immofonds und ImmoAGs 2013)

[41] Market Tools (Hrsg.) (2013): Pension Funds Guide Switzerland 2013.

[42] Definition BSV: „Die berufliche Vorsorge soll Betagten, Hinterlassenen und Invaliden zusammen mit der AHV-Rente die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung ermöglichen“

oder Berufsverbänden in Anspruch zu nehmen. Diese werden in Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen unterschieden.

3.1.3 Strategie und Anlageverhalten

Die Strategien und Anlageverhalten von Pensionskassen sind im Wesentlichen auf das Erzielen von langfristigen und stabilen Renditen ausgerichtet, mit denen die Leistungen für aktuelle und zukünftige Leistungsbezüger sichergestellt werden können. Deshalb verfolgen Pensionskassen zunehmend ein konservatives, risikoarmes und konstantes Anlageverhalten.

Das Anlageverhalten der Pensionskassen hat sich mit Fokus auf Obligationen, Aktien und einen leichten aber kontinuierlichen Ausbau des Immobilienportfolios[43] in der Periode 2008 bis 2012 ziemlich stabil gehalten. Mittlerweile wird in der Branche intensiv debattiert, ob dieses Anlageverhalten bei einem möglichen Zinsanstieg die Erwartungen der zukünftigen Pensionäre erfüllen können wird und nicht ein Umdenken bei der strategischen Assetallokation stattfinden muss[44].

3.1.4 Performance

Die aktuellsten Erkenntnisse aus der Pensionskassen-Studie Swisscanto 2014[45] zeigen, dass die Durchschnittrenditen der Pensionskassen im Jahr 2013 in einer Bandbreite zwischen 2,5 und 10 % liegen, wobei die Mehrheit der Befragten (53 %) ihre Renditen im Bereich zwischen 5 % und 7,5 % positionieren konnten. Im oberen und im unteren Renditesegment kann eine ähnliche Verteilung mit jeweils 19,1 % und 21,3 % beobachtet werden.

Weitere Erkenntnisse aus der Performance der Pensionskassen 2014 bestätigen, dass der Anteil in Anlageklassen mit tiefen Renditen[46] mit 42,1 % zu hoch ist, was bei einem Anstieg der Zinsen zu einer Unterdeckung führen kann. Deshalb wird eine Flexibilisierung der Strategie durch Verstärkung der taktischen Mittelallokation empfohlen[47], um diesem Risiko entgegenzusteuern.

---

[43] Swisscanto Pensionskassen Studie 2013(Hrsg). S. 39

[44] vgl. Bänziger, P./Härter, T. (2013): Neue Prozesse für die taktische Asset Allocation "Buy And Hold" reicht nicht mehr. Swisscanto Pensionskassen Studie 2013. S. 13.

[45] Swisscanto Pensionskassen Studie 2014(Hrsg). S. 10

[46] Obligationen = 34,5%; Liquide Mittel = 7,6%

[47] vgl. Bänziger, P. (2014): Swisscanto, Präsentation Schweizer Pensionskassen 2014. Zürich 21-05-2014. S. 11

Ein weiterer Punkt, der bei der Performance der Pensionskassen eine wichtige Rolle spielt, sind die Vermögensverwaltungskosten, insbesondere seitdem seit Januar 2012 strengere Vorgaben für die Darstellung der Verwaltungskosten im Pensionsbericht gelten. Zwar zeichnet sich bei den Vermögensverwaltungskosten ein Trend zur Kostenreduzierung ab, dies ist aber immer noch ein erheblicher Kostenblock von ca. 3'9 Mrd. CHF, der bei weiteren Optimierungen zu einer Verbesserung der Performance beitragen könnte[48].

3.2 Schweizer Versicherungsgesellschaften

Die Schweizer Versicherungsbranche leistet eine jährliche Bruttowertschöpfung von 20'0 Mrd. CHF und beschäftigt rund 50 000 Menschen, was in etwa vier Prozent der gesamten Schweizer Wirtschaft entspricht[49].

3.2.1 Investmentvolumen

Auch bei Kapitalanlagen mit einer Bilanzsumme von 595'4 Mrd. CHF im Jahr 2012 spielt die Versicherungsbranche eine führende Rolle als institutioneller Investor. Investitionen in Immobilien, angefangene Bauten und Bauland haben sich auf einem stabilen Niveau mit 8 % der gesamt Kapitalanlagen mit ca. 41'4 Mrd. CHF konsolidiert[50].

Bei einer genaueren Betrachtung haben Lebensversicherer mit 12 % ihrer Kapitalanlagen, der höchsten Quote innerhalb der Versicherungsbranche, in Immobilien mit 34'0 Mrd. CHF investiert[51] und decken somit 82,1 % der Immobilieninvestitionen der Branche ab. Dieses Anlageverhalten korreliert mit der Notwendigkeit stabile, langfristig gesicherte Erträge für die Versicherten sicherzustellen.

Die restlichen Investitionen im Immobilienbereich werden überwiegend von der Schadensversicherungsbranche (6'6 Mrd. CHF)[52] und von den Rückversicherern mit einer geringen Beteiligung von 1,7 % am Gesamtvolumen getätigt.

---

[48] Swisscanto Pensionskassen Studie 2013(Hrsg). Vermögensverwaltungskosten in Bewegung S. 21
[49] Schweizerischer Versicherungsverband – SVV (Hrsg) (2013): Jahresbericht 2013 S. 10
[50] FINMA (Hrsg) (2012): Bericht über den Versicherungsmarkt 2012 S. 6.
[51] Berechnung durch den Verfasser = 12 % der Total-Kapitalanlagen gemäß Anhang 7 (Quelle FINMA Bericht 2012; S.11)
[52] Berechnung durch den Verfasser = 5 % der Total-Kapitalanlagen.

3.2.2 Relevante Akteure

Der Schweizer Versicherungsmarkt teilt sich in drei Segmente[53] und besteht aus insgesamt 207 Unternehmen, von denen 46 Niederlassungen ausländischen Versicherungsgesellschaften gehören.

Lebensversicherungen	Nicht- Lebensversicherer	Rückversicherer

Davon erbrachten die Lebensversicherer mit einer Bilanzsumme von 311'2 Mrd. CHF mit 52,3 % den größten Anteil, während bei den Immobilien-Kapitalanlagen die Beteiligung sogar eine Quote von 82,3 % erreichte. Die Lebensversicherungsbranche ist auf sechs Akteure konzentriert, von denen „AXA Leben" und „Swiss Life" mit einem kumulierten Marktanteil von 54,1 % eine führende Rolle übernehmen.
Nicht-Lebensversicherer und Rückversicherer waren im Jahr 2012 mit respektive 25 % und 22,7 % am Gesamt-Versicherungsmarkt beteiligt[55]. Im Vergleich zu den Lebensversicherungen zeigt sich bei den Schadensversicherungsunternehmen eine gleichmässigere Verteilung der Marktanteile, obwohl auch hier vier klare Marktführer identifiziert werden können, die insgesamt 57,9 % dieses Marktsegmentes abdecken[57].

3.2.3 Strategie und Anlageverhalten

Die Strategie und das Anlageverhalten der Branche ist insbesondere bei den Lebensversicherern durch die resultierenden Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen und den FINMA-Vorschriften in Bezug auf die zulässigen Anlagekategorien, die Risikostreuung und das Risikomanagement geprägt.
Neben den Anlagegrundsätzen der Sicherheit, Rentabilität, Diversifikation und Liquidität wird durch die FINMA die Vermögensallokation über alle Asset-Klassen mit zahlreichen Anlagerestriktionen verknüpft, wie zum Beispiel bei Hotels, Einkaufszentren oder Logistikimmobilien, die generell nicht dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden dürfen.
Versicherungen haben mit 87 % ihrer Immobilieninvestitionen überwiegend in direkten Anlagen investiert und indirekte Investitionen werden mehrheitlich (9 %) in kotierte Anlagevehikel getätigt. Lediglich 4 % der Immobilienanlagen werden in nicht kotierte

[53] Exklusive Krankenversicherungen.
[55] FINMA (Hrsg) (2012): Bericht über den Versicherungsmarkt 2012 S. 14; 21.
[57] Vier klare Marktführer: AXA Versicherungen, Zürich Versicherungen, Schweizerische Mobiliar, Allianz Suisse. FINMA (Hrsg) (2012): Bericht über den Versicherungsmarkt 2012 S. 24

Immobilienanlagen investiert. Wie auch bei den Pensionskassen repräsentiert bei Versicherungen das Wohnungssegment (61 %) den Kernteil der Investitionen, gefolgt von Anlagen im Büro- (31 %) und Detailhandel-bereich (4 %).[58]

3.2.4 Performance

Für Versicherungen wie auch für Pensionskassen stellt das derzeit anhaltende tiefe Zinsniveau eine große Herausforderung dar, um insbesondere die garantierten langfristigen Leistungen im stark regulierten Umfeld sicher-zu-stellen. Wie von der FINMA in ihrem Bericht über den Versicherungsmarkt 2012[59] veröffentlicht, erzielte die Versicherungsbranche im Jahr 2012 eine Kapitalrendite von 3, 96 % auf das durchschnittlich eingesetzte Kapital.

Um die Rendite mit einer relativen niedrigen Volatilität zu optimieren, spielen bei der der Versicherungsbranche Immobilieninvestitionen eine entscheidende Rolle. Bei Immobilieninvestitionen rechnet die Branche mit höheren Zielrenditen[60] zwischen 5,7 % und 7,5 % um unter anderem die tiefen Renditen aus dem Portfolio von Bundesanleihen zu kompensieren.

[58] Jones Lang Lasalle - JLL (Hrsg) (2011): Immobilien Investment Survey 2011. S. 18,27 und 35
[59] FINMA (Hrsg) (2012): Bericht über den Versicherungsmarkt 2012 S.8
[60] Jones Lang Lasalle - JLL (Hrsg) (2011): Immobilien Investment Survey 2011. S. 23 und 24

4 Übersicht Schweizer indirekte kotierte Immobilienanlagen

4.1 Immofonds

Der Schweizer Markt besteht aus insgesamt 25 Immofonds die an der Schweizer Börse kotiert sind und per 31.12.2013 mit einer Marktkapitalisierung von ca. 27’9 Mrd. CHF ein Gesamtvermögen von 32’7 Mrd. CHF nachweisen konnten[61].

Immofonds investieren in der Regel in gewerblich genutzte Immobilien oder in Wohnsiedlungen. Ein Großteil der an der SIX Swiss Exchange kotierten und zum Handel zugelassenen Anlagefonds sind Immofonds.

Im Gegensatz zu anderen Fondstypen, bei denen Anteile jederzeit verkauft werden können, ist bei Immofonds eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten zum Ende eines Rechnungsjahres einzuhalten[62].

4.1.1 Relevante Akteure

Die zehn größten und liquidesten Immofonds der Schweiz werden von der SXI im Subindex Swiss Real Estate Funds publiziert. Damit die Immofonds in diesen selektiven Index aufgenommen werden, müssen sie mindestens 75 % ihrer Aktiva in Schweizer Immobilien investiert haben und auf Rang zehn oder besser platziert sein[63].

Diese zehn Immofonds gehören nicht nur zu den liquidesten Werten, sondern decken zusammen über 65,8 %[64] der Börsenkapitalisierung ab.

4.1.2 Entwicklung der Rendite und Volatilität

Kumuliert über die letzten zwei Jahre konnten die an der Schweizer Börse kotierten Immofonds bei einer Volatilität von 6,65 % eine durchschnittliche Rendite (TR) von 1,65 % erwirtschaften (SXI Real Estate Funds). Die Immofonds die unter den Top 10 (SXI Swiss Real Estate Funds) an der Börse gehandelt werden, konnten im gleichen

---

[61] Gemäßdurch den Verfasser erstellte Zusammenfassung in Anhang 4. (Quelle Geschäftsberichte Immofonds 2013)

[62] Swiss Real Estate index (SXI) - Produkte: Abgerufen am 13-07-2013 http://www.six-swiss-exchange.com/knowhow/products/ funds/types/immo_de.html

[63] vgl. SMI Indices (Hrsg) (2013): Special Industry Index (SXI)-Familie Dezember 2013: http://www.six-swiss-exchange.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/sxi/factsheet_realestate_de.pdf. Abgerufen am 13-07-2013.

[64] Gemäß durch den Verfasser erstellte Zusammenfassung in Anhang 4. (Quelle Geschäftsberichte Immofonds 2013)

Zeitraum mit einer Performance von 1,93 % eine deutlich bessere Rendite (TR) erzielen.

Bezogen auf die Renditeentwicklung im Jahr 2013 wurden die Anleger sowohl beim globalem Fonds Index (SXI Real Estate Funds) als auch beim selektivem Top 10 Index (SXI Swiss Real Estate Funds), mit negativen Renditen (-2,77% bzw. -1,80%) konfrontiert obwohl auch in dieser Jahresbetrachtung die Top-10-Fonds eine deutlich bessere Performance nachweisen konnten[63].

4.1.3 Portfolio-Strategie und Produktangebot

Die Mehrheit der Fonds ist auf Wohn- und Büro-Liegenschaften mit langfristigen Mietverträgen fokussiert, um für Investoren stabile Renditen und Wertsteigerungspotentiale generieren zu können. Trotz dieser Tendenz in risikoarme Produkte zu investieren, die auch durch die strengen Regeln der FINMA getrieben ist, gibt es auch Angebote von Fonds, die Produkte im Bereich der Hotellerie, Logistik und betreutes Wohnen anbieten.

Die Portfolio-Strategie und das Produktangebot der gemäß dem SXI Swiss Real Estate Funds Index zehn relevantesten Schweizer Immofonds kann wie folgt zusammengefasst werden:

Portfolio-Strategie und Produktangebot - Immofonds	
Wohnen	**Kommerzielle Nutzung**
UBS – Anfos; Immofonds	CS – Interswiss; UBS – Swissre Schroeder - Immoplus
Gemischte Nutzung	**Wohnen mit Serviceleistungen**
CS – Property Plus; UBS - Sima CS – Siat; Swisscanto IFCA	CS - Living Plus
Gemeinsamkeiten	
Lage: Großstädte und deren Agglomerationen; Wirtschaftlich attraktive Standorte **Strategie:** Zugang zu diversifiziertem Portfolio; Langfristige Mietverträge für Büro und Gewerbe **Kundensegmente:** Institutionelle und private Investoren **Performance:** Langfristige stabile Renditen mit Wertsteigerungspotential	

Tabelle 6: Fonds Portfoliostrategie und Produktangebote[65]

[65] Zusammenfassung aus Fact-sheets und Jahresberichten 2013 der Immofonds.

4.2 ImmoAGs

Der Schweizer kotierte Immobilienaktienmarkt besteht aus insgesamt zwölf ImmoAGs, die an der Schweizer Börse kotiert sind und per 31.12.2013 mit einer Marktkapitalisierung von ca. 13’7 Mrd. CHF einen Liegenschaften-Bilanzwert von ca. 27’7 Mrd. CHF nachweisen konnten[66].

4.2.1 Relevante Akteure

Die größten und liquidesten ImmoAGs der Schweiz werden von der SXI im Subindex Swiss Real Estate Shares publiziert. Damit die ImmoAGs in diesen selektiven Index aufgenommen werden, müssen sie mindestens 75 % ihrer Aktiva in Schweizer Immobilien investiert haben und auf Rang fünf oder besser platziert sein[67].

Diese fünf ImmoAGs gehören nicht nur zu den liquidesten Werten, sondern decken zusammen über 83,5 % des Markwertes ab. Bemerkenswert ist die hohe Konzentration auf zwei große Player, wie die SPS und die PSP, die zum Zeitpunkt der Auswertung einen Marktwert von respektive 30,4 % und 25,2 % aufzeigen und somit eine klare Dominanz in der Schweizer Immobilienaktiengesellschaftsszene darstellen[68].

4.2.2 Entwicklung der Rendite und Volatilität

Die Schweizer ImmoAGs (SXI Real Estate Shares) konnten in den letzten zwei Jahren mit einer Rendite (TR) von 2,27 % deutlich die Performance der Immofonds (1,65 %) übertreffen, obwohl auch ImmoAGs im Jahr 2013 eine starke Korrektur von -6,88 % hinnehmen mussten, was unter anderem auf eine höhere Volatilität (7,47 %) gegenüber den Immofonds (6,65 %) zurückgeführt werden kann.

Auch Immobilienaktien die im selektivem Top 5 Index (SXI Swiss Real Estate Shares) indexiert sind, konnten in den letzten Jahren mit 2,47 % eine bessere Performance als der globale Immobilienindex (SXI Real Estate Shares) bei einer vergleichbaren (7,54 % vs. 7,47) Volatilität nachweisen[63].

---

[66] Gemäß durch den Verfasser erstellte Berechnungen in Anhang 5. (Quelle Geschäftsberichte ImmoAGs 2013).

[67] vgl SMI Indices (Hrsg) (2013):.Special Industry Index (SXI)-Familie Dezember 2013. http://www.six-swiss-exchange.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/sxi/factsheet_realestate_de.pdf
Abgerufen am 13.07.2013

[68] Gemäß durch den Verfasser erstellte Berechnungen in Anhang 5. (Quelle Geschäftsberichte ImmoAGs 2013)

4.2.3 Portfolio-Strategie und Produktangebot

Die Mehrheit der Immobilienaktiengesellschaften ist auf Büro- und Gewerbe-Liegenschaften mit langfristigen Mietverträgen und Grundstücke mit Entwicklung und Wertsteigerungspotential fokussiert.

Gegenüber Immofonds bieten Immobiliengesellschaften aus einem einzigen Gefäß mehr Diversifizierungsmöglichkeiten an, weisen jedoch auch tendenziell eine höhere Korrelation zu Aktienmärkten auf und bedürfen wegen Entwicklungsprojekten, die Bestandteil des Portfolios sind, einer höheren Risikobereitschaft bei Investoren.

Die Portfolio-Strategie und das Produktangebot der gemäß dem SXI Swiss Real Estate Shares Index fünf relevantesten Schweizer Immofonds kann wie folgt zusammengefasst werden:

Portfolio-Strategie und Produktangebot - ImmoAGs	
Kommerzielle Nutzung	**Wohnen**
SPS*; PSP*; Mobimo*;Intershop*; Allreal*	Mobimo (20 %); Allreal (20 %)
Gemischte Nutzung	**Wohnen mit Serviceleistungen**
SPS**	SPS
Projektentwicklung	**Generalunternehmung**
SPS; PSP; Allreal; Mobimo; Intershop	Allreal
Immobilienbewirtschaftung – Inhouse SPS; Allreal	
Gemeinsamkeiten	
Lage: Großstädte und deren Agglomerationen; Wirtschaftlich attraktive Standorte **Strategie:** Fokus auf Büro- und Gewerbe-Liegenschaften mit Entwicklungspotential **Kundensegmente:** Institutionelle und private Investoren **Performance:** Langfristige stabile Renditen mit Wertsteigerungspotential	
(*) Primär; (**) Sekundär	

Tabelle 7: Portfolio-Strategie und Produktangebot von ImmoAGs[69]

[69] Zusammenfassung aus Fact-sheets und Jahresberichten der ImmoAGs

5 Gestaltung der empirischen Untersuchung

5.1 Formulierung der Hypothesen

Ziel der Formulierung von Hypothesen[70] ist die Erklärung und Klärung von bestimmten Fragen und Problemstellungen und ist demzufolge eine zentrale Tätigkeit der empirischen Forschung.

Als Basis zur Hypothesenformulierung dieser Untersuchung wurden verschiedene Informationen über das Anlageverhalten von Entscheidungsträgern in der Immobilienbranche verwendet und diese gezielt nach Schwerpunkten in die Befragung integriert.

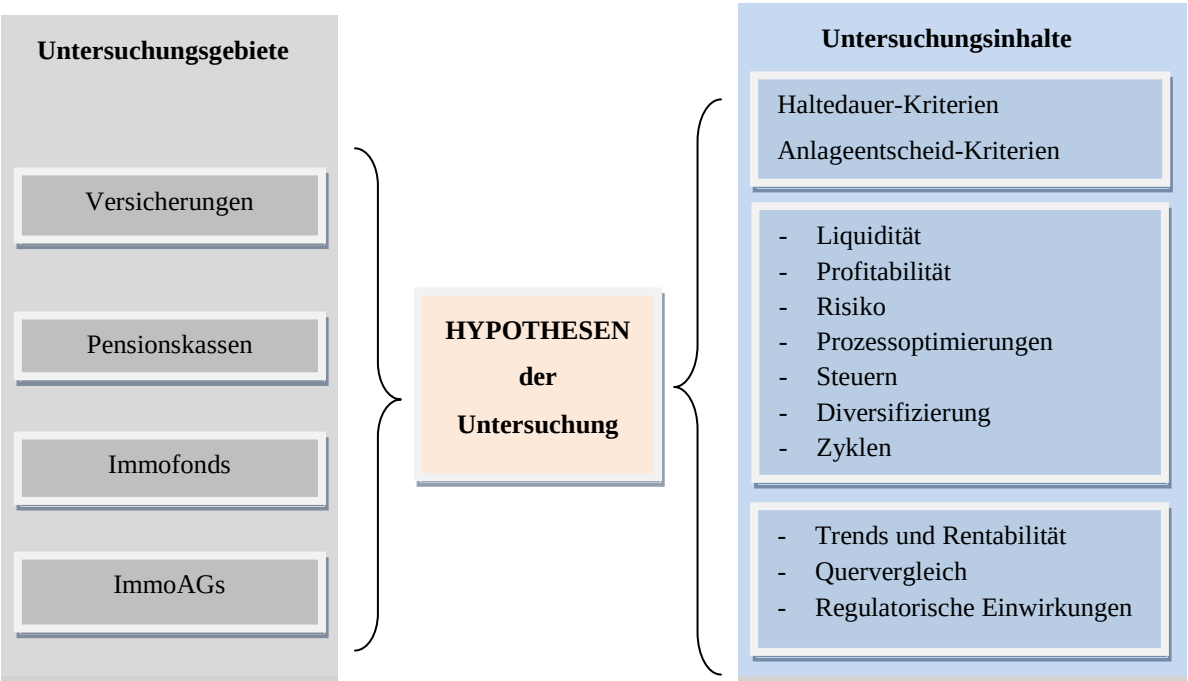


Abbildung 3: Hypothesen der empirischen Untersuchung

Folgende Thesen lassen sich in Verbindung mit der in Abbildung 3 definierten Struktur aufzeichnen:

1. Liquidität
Direkte Immobilienanlagen binden viel Kapital und sind kurzfristig illiquide. Deshalb wird Liquidität als ein Wettbewerbsvorteil von indirekten Immobilien-anlagen gesehen. Liquidität spielt sowohl bei der Haltedauer als auch beim übergeordneten Anlageentscheid in indirekte Anlagevehikel eine entscheidende Rolle.

[70] vgl. Richter, S. (2012): Hinweise zur Formulierung von Thesen, Hypothesen und Leitfragen Hildesheim Juni 2012

2. Diversifizierung und Risikominimierung
Investoren suchen Zugang zu neuen Märkten und Produkten, außerhalb der traditionellen Wohn- und Bürosegmente, bei denen höhere Renditen erwartet werden, ihnen jedoch das notwendige Know-how fehlt. Mit einer tiefen Eintrittshürde ist durch indirekte Vehikel der Zugang zum Immobilienmarkt sichergestellt und durch die Beteiligung an einem großen und diversifiziertem Portfolio das Risiko im Vergleich zu Direktinvestition reduziert.

3. Prozessoptimierungen - Fokussierung auf Kernkompetenzen
Indirekte Anlagevehikel verfügen über spezialisiertes und professionelles Immobilien-Know-how, das institutionelle Investoren nutzen, um sich auf ihre Kernkompetenzen zu fokussieren und ihre Prozesse zu optimieren.

4. Steueroptimierungen
Steueroptimierung ist ein relevantes Kriterium beim Anlageentscheid in indirekte Immobilienanlagen, da diese nicht wie direkte Immobilieninvestitionen doppelt besteuert werden.

5. Immobilienzyklus, Wirtschaftszyklus und Zyklus des einzelnen Titels
Durch Investitionen in kotierte indirekte Immobilienanlagen kann mittels der taktischen Mittelallokation das Immobilienportfolio zeitnah an Zyklen angepasst werden was konsequenterweise eine bedeutende Auswirkung auf die Haltedauer von Immobilienanlagen hat.

6. Rendite, langfristige Erträge und Wertsteigerungspotential
Indirekte Immobilienanlagen leisten einen Beitrag zur Steigerung der Profitabilität des Immobilienportfolios.

5.2 Empirische Untersuchung

5.2.1 Gestaltung der empirischen Untersuchung

Ziel dieses Einführungskapitels zum empirischen Teil dieser Arbeit ist es, die Datenerhebung abzugrenzen und die Arbeitshypothesen der Untersuchung zu erörtern. Zusätzlich wird der Prozess der Festlegung der befragten institutionellen Anleger und Empfänger von Investitionen begründet.

5.2.1.1 Untersuchungsinhalt

In der Schweiz werden regelmäßig von unterschiedlichen Immobilienunternehmen Studien über den Immobilienmarkt veröffentlicht, die in der Regel einen sehr breiten Ansatz beim Anlageverhalten verfolgen. Ziel dieser Untersuchung ist es, gezielt das Gebiet der kotierten Immobilienanlagen zu erforschen, um mögliche Muster beim Anlageentscheid dieser spezifischen Anlagekategorie zu identifizieren, die einen Beitrag zur Praxis und Theorie leisten können.

Um eine möglichst klare Abtrennung von anderen Studien zu gewährleisteten, wurden folgende Abgrenzungen vorgenommen:

- Im Kern der Befragung stehen betriebswirtschaftliche Aspekte des Anlageentscheides mit Fokus auf Haltedauer und Rentabilität von kotierten Immobilienanlagen
- Die Erhebung bezieht sich ausschließlich auf institutionelle Investoren und auf Immofonds und ImmoAGs.

Folgende Themenbereiche sind primär angesprochen:

- Haltedauer und Rentabilität
- Relevante Entscheidungskriterien bei indirekten Immobilienanlagen
- Perspektive von Anlegern (Versicherungen und Pensionskassen)
- Perspektive von Investitions-Empfängern (Immofonds und ImmoAGs)
- Ausblick auf die zukünftige Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen
- Einfluss von aktuellen regulatorischen Aspekten

5.2.1.2 Untersuchungsmethoden

Bei der Strukturierung der Befragung wurde auf die schriftliche Methode gesetzt, da sie die Vor- und Nachteile[71] der verschiedenen Erhebungstechniken am besten ausbalanciert.

Um einen hohen Grad an Neutralität zu ermöglichen und die Auswertung zu erleichtern, wurde die schriftliche Befragung mit einem vollstandardisierten Fragebogen durchgeführt, bei dem der Wortlaut und die Reihenfolge der Fragen und mögliche Antworten vorgegeben wurden.

---

[71] Schnell, R., Hill,P.B., Esser, E., (1992): Methoden der empirischen Sozialforschung, 3. Auflage, München 1992, S. 367ff

5.2.2 Fragebogengestaltung

Im Fragebogen wurden die Arbeitshypothesen in konkrete geschlossene Fragen umgesetzt und zur Verständlichkeit in sechs Teilen (A-F) und diversen Kapiteln strukturiert. Ergänzend konnten Investoren und Empfänger im Fragebogen optionale Kommentare oder für sie zusätzlich relevante Fragestellungen formulieren[72].

Kapitel A: Anlagevolumen 2012	Kapitel B: Anlagevolumen 2013
Kapitel C: Haltedauer von Immobilienanlagen	
Kapitel D: Einschätzungen zu indirekten Immobilienanlagen	
Kapitel E: Einflusskriterien bei Assetallokation in indirekten Immobilienanlagen	
Kapitel F: Performance und Trends	

Um den Fragebogen gezielt an die Bedürfnisse der Empfänger auszurichten und bei der Rückmeldung präzisere Hinweise zu erhalten, wurde dieser in zwei Fragebögen aufgeteilt:

- Investoren-Fragebogen: für Pensionskassen und Versicherungen
- Empfänger-Fragebogen: für indirekte Immofonds und ImmoAGs

Als Qualitätchecks wurden Validierungen vor der Versendung des Fragebogens durchgeführt. Diese Validierungen haben in Form von Pretests und Gesprächen mit ausgewählten Partnern aus der Immobilienbranche stattgefunden.

Der Fragebogen wurde ausschließlich in einer deutschsprachigen Version erstellt, und im Begleitschreiben die Bereitschaft zu Direktinterviews signalisiert.

5.2.3 Befragungsstruktur der Erhebung

5.2.3.1 Festlegung der Untersuchungseinheiten

Die Studie konzentriert sich auf institutionelle Anleger im Immobilienbereich mit Fokus auf kotierte Anlagevehikel. Dem zu Folge erscheint für die Befragung eine Fokussierung auf die Akteure der Versicherungs-Branche, der Pensionskassen, der Immofonds und ImmoAGs als repräsentative Zielgruppe.

Sowohl aus Anleger- (Versicherungen und Pensionskassen) als auch aus Empfängerperspektive (Immofonds und ImmoAGs) handelt es sich um Investoren, die

[72] Fragebögen für Investoren und Empfänger sind im Anhang 9 und Anhang 10 beigefügt

den Immobilienmarkt mehrheitlich prägen und über ein solides Branchen-Know-how verfügen, was die Ergebnisse der Studie unterstützen wird.

5.2.3.2 Fragebogenversand

Der Fragebogen wurde an 98 Anleger (Versicherungen und Pensionskassen) und Empfänger von Investitionen (ImmoAGs und Immofonds) gemäß beigefügter Zusammenstellung (Tabelle 8) versandt.

Fragebogenversand	**Versendet**	***in %***
Versicherungen[73]	14	*14,3*
Pensionskassen[74]	51	*52,1*
Immofonds[75]	22	*22,4*
ImmoAGs[76]	11	*11,2*
SUMME Versand	**98**	***100***

Tabelle 8: Verteilung der Fragebögen

Was die Auswahl der Personen betrifft, an die die Fragebögen versendet werden sollten, wurden intensive Recherchen durchgeführt, um sicherzustellen, dass die Kontaktdaten aktuell und relevant für die Umfrage sind. In diesem Zusammenhang wurden auch gemäß beigefügter Zusammenstellung (Tabelle 9) die Kriterien festgelegt, an welchen Manager der Fragebogen adressiert werden sollte.

	Kontaktperson
Versicherungen	Chief Investment Officer
Pensionskassen	Asset Manager oder Leiter der Pensionskasse
Immofonds	Immofonds Manager
ImmoAGs	Chief Investment Officer

Tabelle 9: Kontaktpersonen der Untersuchung

[73] Angefragte Versicherungen in Anhang 11
[74] Angefragte Pensionskassen in Anhang 12
[75] Angefragte Immofonds in Anhang 13
[76] Angefragte ImmoAGs in Anhang 14

Für die Auswahl der untersuchten Einheiten wurden jeweils folgende Quellen und Vorgehensweisen verwendet[77]:

- Versicherungen: Die Auswahl der 14 Versicherungsgesellschaften deckt mit 35’6 Mrd. CHF ca. 86 % des Immobilienanlage-Volumen der Branche ab und wurde auf Basis von Informationen des Versicherungsverbandes und der FINMA getroffen.
- Pensionskassen: Die Auswahl wurde auf die 50 größten Pensionskassen der Schweiz festgelegt. Durch diese Auswahl konnte unter Einbezug von Pensionskassen aus dem öffentlichen Sektor und aus der Privatwirtschaft ein repräsentativer Teil der Branche (55,2 %) mit einem Assetvolumen von ca. 342.7 Mrd. CHF und darin Immobilienanlagen von ca. 69’6 Mrd. CHF abgedeckt werden.
- Immofonds: Die Auswahl wurde über die von der SIX Exchange zur Verfügung gestellten Informationen für 22 von insgesamt 25 Immofonds getroffen, was mit einem adressierten Gesamtvermögen von 31’3 Mrd. CHF einer Abdeckung von 95,7 % entspricht.
- ImmoAGs: Die Auswahl wurde über die von der SIX Exchange zur Verfügung gestellten Informationen für 11 von insgesamt 12 ImmoAGs durchgeführt, was bei einem Liegenschaften-Bilanzwert von ca. 26’8 Mrd. CHF einer Abdeckung von ca. 96,8 % des gesamten Volumens entspricht.

5.2.3.3 Durchführung der Erhebung

Auf der Zeitachse kann der Ablauf der Untersuchung, wie aus der beigefügten Tabelle erkennbar ist (Tabelle 10), wie folgt zusammengefasst werden:

November 2013 - Februar 2014	- Definition von Arbeitshypothesen - Festlegung des Teilnehmerkreises - Einreichen des Masterthese-Antrags
Januar 2014 - März 2014	- Erstellung und Validierung der Fragebogen - Beschaffung von Adressmaterial
April 2014 - Mai 2014	- Versand der Fragebögen - Telefonische Kontakte um Rücklaufquote zu sichern
Juni - Juli 2014	- Auswertung der Ergebnisse der Umfragen

Tabelle 10: Zeitschiene der Untersuchung

[77]Relevanter Immobilienmarkt I & II gemäss dargestellter Herleitung durch den Verfasser in Anhang 1 und 2 (Datenquellen; Finanzen der Beruflichen Vorsorge - GRSV, Studie Swisscanto 2013, FINMA Bericht 2012, Pensionfunds Guide 2013 und Geschäftsberichte Immofonds und ImmoAGs 2013)

6 Einschätzungen der Marktakteure

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse der schriftlichen Erhebung präsentiert, bei denen die Struktur des Fragebogens als Leitfaden für die weitere Gliederung berücksichtigt wurde. Die Interpretation der Ergebnisse aus der Umfrage-Analyse wird in qualitativer und quantitativer Form durch graphische und tabellarische Auswertungen unterstützt.

6.1 Grundlagen der Auswertung

6.1.1 Auswertungsverfahren

Der Kern der Auswertung besteht aus einem strukturierten Vergleich der erhaltenen Antworten mit den aufgestellten Thesen und Fragegestellungen, um daraus Zusammenhänge und Verhaltensmuster der institutionellen Investoren zu identifizieren. Die Auswertungen wurden mit Microsoft Excel durchgeführt.

6.1.2 Fragebogenrücklauf

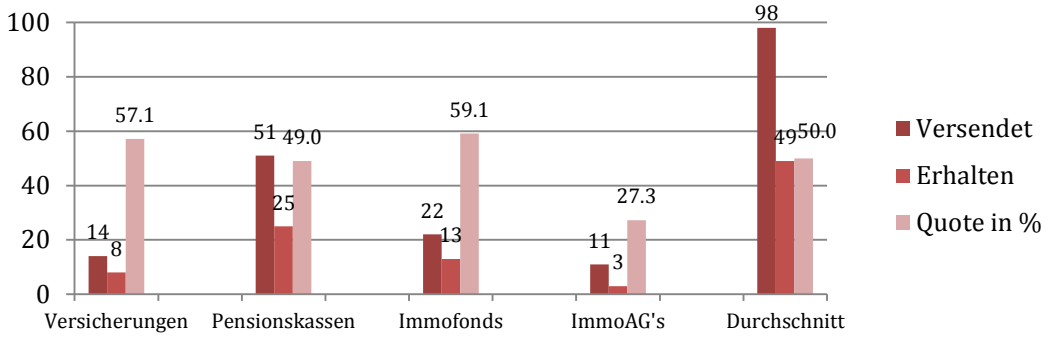
Bei einer Anzahl von insgesamt 98 versendeten Fragebögen trafen 54 Fragebögen ein, von denen qualitativ und vollständig ausgefüllt 49 Fragebögen für die Auswertung zu Grunde gelegt werden konnten, was einer Netto-Rücklaufquote von 50 % entspricht. Bemerkenswert bei den Rückmeldungen ist, dass 95 % der Befragten konkrete Angaben über das Unternehmen und die Kontaktperson gemacht haben, was positive Rückschlüsse hinsichtlich der Konsistenz der gelieferten Informationen zulässt.

Rücklaufquoten Fragebogen	**Versendet**	**Erhalten** (netto)	***in %***
Anleger (Versicherungen & Pensionskassen)	65	33	*50,8*
Empfänger (Immofonds & ImmoAGs)	33	16	*48,5*
Summe / Durchschnitt	**98**	**49**	***50***

Tabelle 11: Fragebogen Rücklaufquote nach Segmenten konsolidiert

Bei dieser konsolidierten Betrachtung schneiden Anleger und Empfänger mit einer ähnlichen hohen Rücklaufquote ab, obwohl bei einer detaillierteren Analyse auffällt,

dass bei den ImmoAGs nur eine Rücklaufquote von 27,3 % erreicht werden konnte. Nichtdestotrotz haben die erhaltenen Rückmeldungen der ImmoAGs gemessen am Liegenschaften-Bilanzwert der Branche eine Abdeckung von 41,8 %[78] geliefert. Die niedrige Rücklaufquote bei ImmoAGs konnte durch eine außerordentlich hohe Beteiligung von Immofonds (59,1 %) kompensiert werden.



Grafik 1: Fragebogen-Rücklaufquote im Detail

6.1.3 Fazit

Mit der Anzahl der erhaltenen Fragebögen konnte ein für diese Arbeit relevantes Immobilien-Volumen von ca. 163’3 Mrd. CHF abgedeckt werden, was mit einem Anteil von 71,7 % am Gesamt-Volumen eine solide Grundlage für die Analysen darstellt[79]. Diese höhere Abdeckung gegenüber der Anzahl der erhaltenen Fragebögen ist im Wesentlichen auf die Größe der befragten Investoren zurückzuführen.

6.2 Strukturmerkmale der befragten institutionellen Anleger

6.2.1 Investitionsvolumen - Investoren

Das Investitionsvolumen der antwortenden Pensionskassen erreichte ca. 176’5 Mrd. CHF im Jahr 2012 und 185’6 Mrd. CHF im Jahr 2013. Dies entspricht für 2013 ca. 53,7 % der gesamten Investitionen der befragten Pensionskassen, was die Fragebogen-

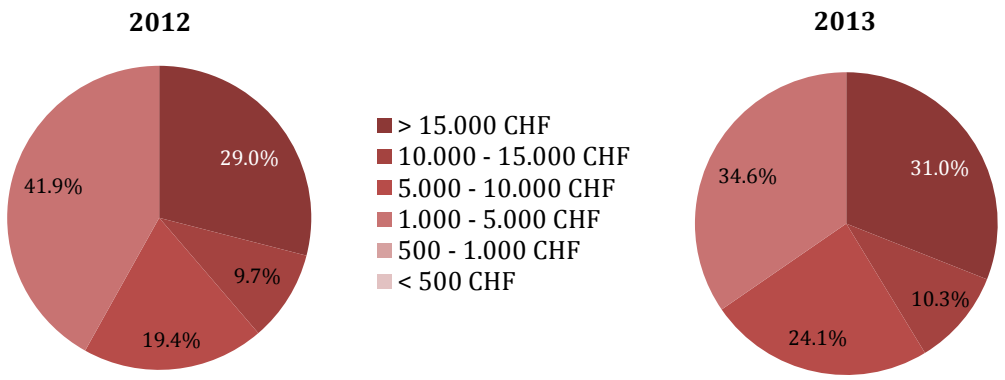
[78] Siehe Anhang 5

[79] Relevanter Immobilienmarkt I gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 1 (Datenquellen; Finanzen der Beruflichen Vorsorge - GRSV, Studie Swisscanto 2013, FINMA Bericht 2012, Pensionfunds Guide 2013 und Geschäftsberichte Immofonds und ImmoAGs 2013)

Rücklaufquote um 4,7 % überschreitet und somit die Repräsentativität der Ergebnisse bekräftigt[80].

Das geschätzte Immobilien-Investitionsvolumen der antwortenden Versicherungen erreichte für die Periode 2012-2013, basierend auf den erhaltenen Rückmeldungen, ein kumuliertes Anlagevolumen von ca. 20'3[81] Mrd. CHF, was in etwa 50 % der Immobilienanlagen der Versicherungsbranche entspricht[82].

Der größte Anteil der Investitionen, wie aus der Grafik 2 erkennbar ist, konzentrierte sich im Segment mit einem Anlagevolumen zwischen 1.000 – 5.000 Mio. CHF. Institutionelle Anleger mittlerer Größe mit einem Anlagevolumen zwischen 1.000 und 5.000 Mio. CHF stellen die größte Gruppe dar.



Grafik 2: Gesamtanlage-Volumen 2012-2013. Pensionskassen und Versicherungen

Bei einer getrennten Betrachtung sind folgende Charakteristiken erkennbar:

Im Versicherungsbereich liegt das Anlagevolumen der Investoren mehrheitlich bei 62,5 % der Befragten im oberen Segment mit über 15.000 Mio. CHF, gefolgt von einer zweiten Gruppe mit 37,5 %, die sich in einem Bereich zwischen 1.000 und 5.000 Mio. CHF bewegt. Fazit ist, dass wir es hier mit wenigen, aber sehr großen institutionellen Investoren zu tun haben, die über ihr relevantes Anlagevolumen das Marktgeschehen maßgeblich prägen.

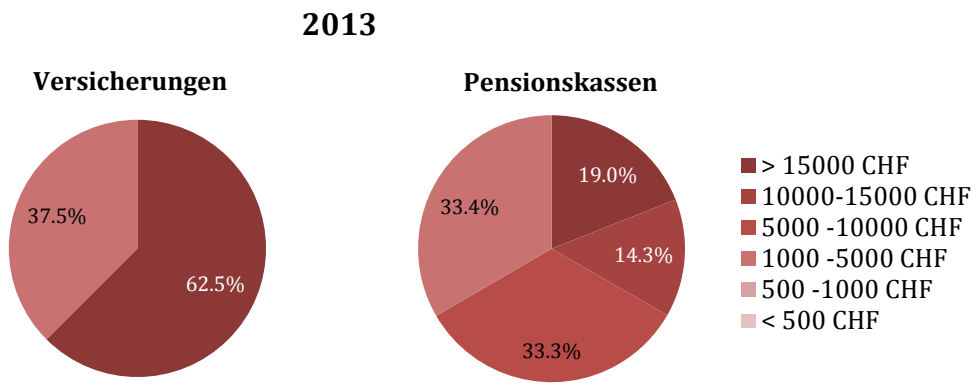
[80] Assets der 50 größten Pensionskassen gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 6 (Datenquellen; Pension Funds Guide Switzerland 2013. Investment Office / Market Tools und erhaltene Rückmeldungen auf Fragebögen).

[81] Berechnung: Erhebung 35'6 Mrd. CHF x 57,1 % Rückmeldung = 20'3 Mrd. CHF

[82] Gesamt-Immobilienanlagen Versicherungsbranche ca. 41'4 Mrd. CHF gemäß Anhang 1.

Deutlich differenzierter gestaltet sich das Bild der Pensionskassen, bei denen wie aus der Grafik 3 erkennbar ist eine starke Konzentration in den Segmenten 1.000 – 5.000 Mio. CHF und 5.000 – 10.000 Mio. CHF mit respektive 33,4 % und 33,3 % festgestellt werden kann.

Auch hier sind die Pensionskassen in den oberen Segmenten mit insgesamt sieben Befragten gut repräsentiert und gehören mit den Versicherungen zu den führenden Investoren der Immobilienbranche.



Grafik 3: Gesamtanlage-Volumen 2013. Pensionskassen und Versicherungen

6.2.2 Investitionsvolumen - Empfänger

Die konsolidierten Immobilienanlagen der antwortenden Investitions-Empfänger erreichte im Jahr 2013 ein Volumen[83] von ca. 32’9 Mrd. CHF, was gemessen am gesamten Volumen von Immofonds und ImmoAGs einer Abdeckung von 54,5 % entspricht und somit eine stabile Basis für die Analysen der Arbeit darstellt.

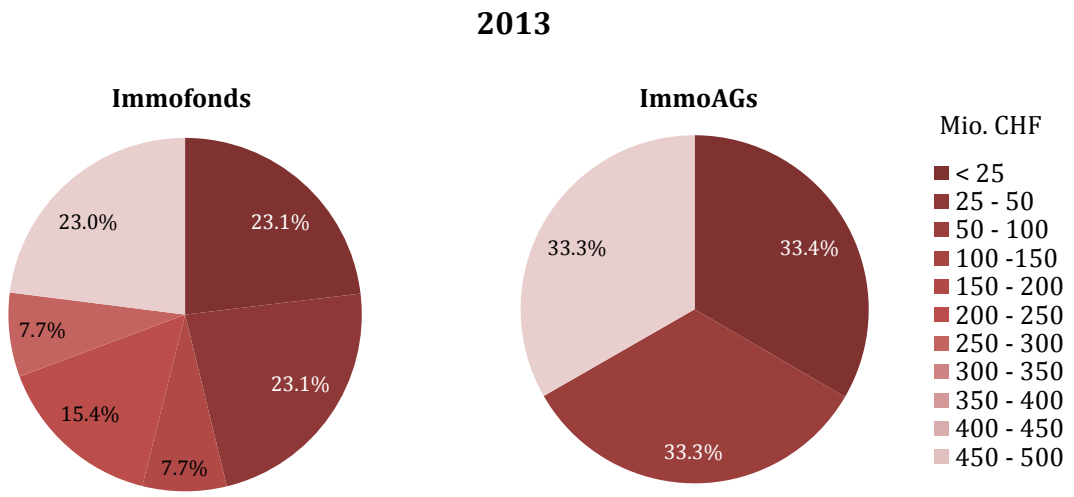
Bei Immofonds und ImmoAGs stehen wir, was die Anlagevolumen betrifft, vor einer sehr heterogenen Landschaft, die im Wesentlichen die Struktur und Dimension der Schweizer kotierten indirekten Anlagevehikel widerspiegelt. Nichtdestotrotz, und wie aus der Grafik erkennbar ist, können drei Gruppen gebildet werden, um die sich das Anlagevolumen konzentriert.

Fazit ist, dass bei beiden Empfängern sich das jährliche Investitionsvolumen (2013) mehrheitlich (50 % - 60 %) in einer Bandbreite zwischen 25 Mio. CHF und maximal 150 Mio. CHF einordnet und nur geringfügige Transaktionen im oberen Bereich zwischen 200 Mio. und 500 Mio. CHF stattgefunden haben.

[83] Bilanzwert von Liegenschaften für ImmoAGs und Gesamtvermögen für Immofonds per 31.12.2013 auf Basis von Rückmeldungen. Immofonds = 21’3 Mrd. CHF + ImmoAGs = 11’6 CHF in Anhang 4a und Anhang 5.

Anlagevolumen 2012 (in Mio. CHF)	Immofonds & AGs	*in %*
≤ 100	8	*50,0*
100 bis 300	3	*18,8*
> 500	5	*31,2*

Tabelle 12: Gesamtanlage-Volumen 2012



Grafik 4: Gesamtanlagevolumen 2013 Immofonds und ImmoAGs

6.2.3 Zusammensetzung der Immobilieninvestitionen - Investoren

6.2.3.1 Anlagen in Schweizer Immobilien

Immobilien repräsentieren einen relevanten Anteil des Anlagevolumens von Investoren. Die aus der Studie gewonnenen Erkenntnisse zeigen jedoch eine relativ weite Bandbreite, die sich zwischen 5 % und maximal 25 % der Gesamt-Investitionen bewegt. Diese Erkenntnisse aus der Befragung korrelieren mit den bisherigen Trends (5 % - 12 %), die für Versicherungen von der FINMA im Jahr 2012 veröffentlicht wurden und für Pensionskassen in der Erhebung 2013 von Swisscanto durgeführt wurde. Bei Pensionskassen wurde im Jahr 2013 eine durchschnittliche Investitionsquote in Immobilienanlagen von 20,3 % erhoben.

Anlagen in Schweizer Immobilien						
In % des Gesamtanlagevolumens	**≥5 %**	**≥10 %**	**≥15 %**	**≥20 %**	**≥25 %**	**≥30 %**
Versicherungen & Pensionskassen 2012	23,1 %	23,1 %	19,2 %	26,9 %	7,7 %	-
Versicherungen & Pensionskassen 2013	22,2 %	11,1 %	25,9 %	26 %	14,8%	-

Tabelle 13: Anlagen in Schweizer Immobilien - Versicherungen & Pensionskassen.

Im Jahresvergleich 2012 – 2013 ist erkennbar, dass Immobilienanlagen insgesamt an Gewicht gewonnen haben, da eine deutliche Zunahme bei Beteiligungen ≥15 % und ≥25 % festgestellt werden kann. Dieser Trend konnte getrennt für Versicherungen und für Pensionskassen ebenfalls bestätigt werden.

Auf diese Entwicklung wird später im Kapitel „Performance und Trends“ tiefer eingegangen, in dem sich die Investoren konkret über die Zukunft der Immobilienanlagen äußern.

6.2.3.2 Allokation der Schweizer Immobilieninvestitionen

Direkte Immobilienanlagen werden von Investoren als bevorzugtes Anlagevehikel benutzt, jedoch bestätigt die Erhebung, dass indirekte kotierte Immobilienanlagen mit einem Anteil von ca. 15,6 % im Jahr 2013 ein attraktives Anlageinstrument darstellten. Allerdings konnte bei Immofonds und direkten Immobilienanlagen gegenüber 2012 eine rückläufige Tendenz festgestellt werden, die im Wesentlichen durch einen Anstieg bei nicht kotierten Immobilienfonds kompensiert wurde.

Insbesondere bei Pensionskassen waren Immofonds mit einer Beteiligung von 15,9 % im Jahr 2012 und 15,3 % im Jahr 2013 nach direkten Immobilieninvestments das beliebteste Anlagevehikel.

ImmoAGs schneiden insgesamt bei den Befragten mit einer moderaten Beteiligung von 3,7 % ab und zählen insbesondere bei Versicherungen mit einer Quote von 1,6 % nicht zu den bevorzugten Anlagevehikeln.

Allokation von Schweizer Immobilieninvestitionen im Jahr 2012			
In % des gesamten Immobilien-Anlagevolumens	Pensionskassen und Versicherungen	Versicherungen	Pensionskassen
Direkte Immobilien	78,8 %	81,4 %	67,9 %
ImmoAGs	3,7 %	1,6 %	4,3 %
Immofonds	13,6 %	4,5 %	15,9 %
Nicht kotierte Immofonds	3,9 %	12,5 %	11,9 %

Tabelle 14: Allokation von Schweizer Immobilieninvestitionen im Jahr 2012

In der Investitions-Allokation von 2013 konnte im Vergleich zu 2012 eine Verschiebung zu Gunsten von nicht kotierten Immofonds festgestellt werden (von 3,9 % auf 11,8 %), was im Wesentlichen zu einer Reduzierung des Anteils an direkten Immobilien führte.

Allokation von Schweizer Immobilieninvestitionen im Jahr 2013			
In % des Gesamten Immobilien Anlagevolumen	Pensionskassen und Versicherungen	Versicherungen	Pensionskassen
Direkte Immobilien	72,6 %	82,0 %	69,5 %
Immobilien-Aktien	3,2 %	1,6 %	3,7 %
Immofonds	12,4 %	3,9 %	15,3 %
Nicht kotierte Immofonds	11,8 %	12,5 %	11,5 %

Tabelle 15: Allokation von Schweizer Immobilieninvestitionen im Jahr 2013

6.2.4 Zusammensetzung der Immobilieninvestitionen - Empfänger

Alle befragten Immofonds und ImmoAGs investieren ausschließlich in Schweizer Immobilien mit Scherpunkt auf Wohn- und Büroimmobilien mit dem Ziel, den Investoren Anlageprodukte mit stabilen Renditen und Wertsteigerungspotential anzubieten. Wie aus der beigefügten Tabelle (Tab. 16) nachvollziehbar ist, hat sich die Mittelallokation, abgesehen von einer höheren Beteiligung an Büroimmobilien und einer rückläufigen Entwicklung der Hotelimmobilien, nicht wesentlich verändert.

Mittelallokation von Immofonds und ImmoAGs		
In % des gesamten Immobilien-Anlagevolumen	**2012**	**2013**
Wohnimmobilien	62,8 %	61,8 %
Büroimmobilien	24,3 %	27,5 %
Gewerbe & Industrieimmobilien	9,0 %	8,4 %
Hotelimmobilien	3,9 %	2,3 %

Tabelle 16: Mittelallokation von Immofonds und ImmoAGs

6.2.5 Fazit

Immobilien bleiben im beobachteten Zeitraum eine beliebte Anlageklasse bei Investoren mit steigender Tendenz, sowohl bei Pensionskassen als auch bei Versicherungen. Der Fokus liegt nach wie vor im Bereich der Direktanlagen mit einem leichten Abwärtstrend bei indirekten kotierten Immobilienanlagen, deren Investitionen sich zum Vorteil von nicht kotierten Immobilienfonds verlagern.

6.3 Strategische Komponenten des Anlageverhaltens - Investoren

6.3.1 Haltedauer

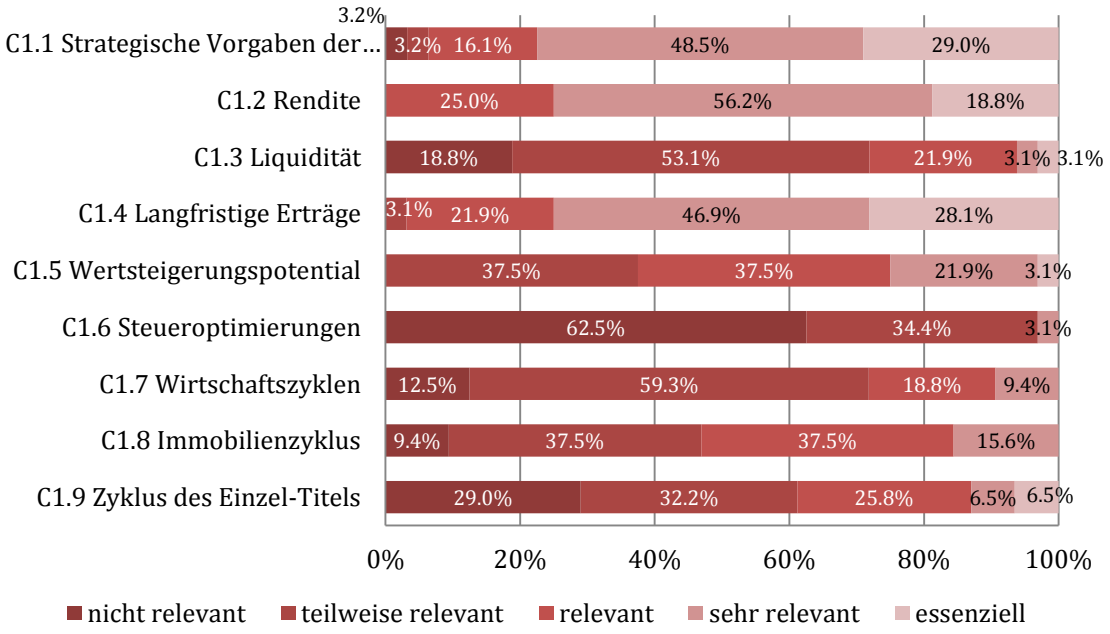
Die Einflussfaktoren, die die Haltedauer von Immobilienanlagen beeinflussen, wurden auf Basis von neun Kriterien untersucht. Bei jeder Fragestellung hatten die Befragten die Möglichkeit ihre Einschätzung auf einer Fünferskala gemäß Tabelle 17 einzustufen.

nicht relevant	teilweise relevant	relevant	sehr relevant	essenziell

Strategische Vorgaben	Rendite	Liquidität
Langfristige Erträge	Wertsteigerungspotential	Steueroptimierungen
Wirtschaftszyklen	Immobilienzyklus	Zyklus des Einzel-Titels

Tabelle 17: Haltedauer Kriterien und Skalierung

Wie aus der beigefügten Grafik 5 hervorgeht, sind für die Haltedauer aus Sicht von Versicherungen und Pensionskassen die strategischen Vorgaben, die Rendite und die langfristigen Erträgen die einflussreichsten Faktoren, die in den darauffolgenden Kapiteln im Detail analysiert werden.

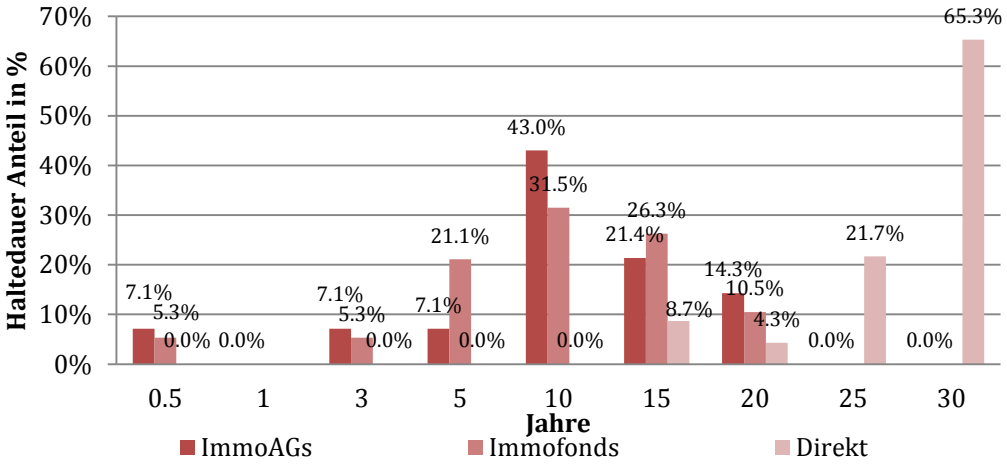


Grafik 5: Haltedauer Pensionskassen und Versicherungen

Zusätzlich wurden die Investoren nach den unterschiedlichen Haltedauern für Immobilienaktien, Immofonds und direkte Immobilieninvestitionen befragt.

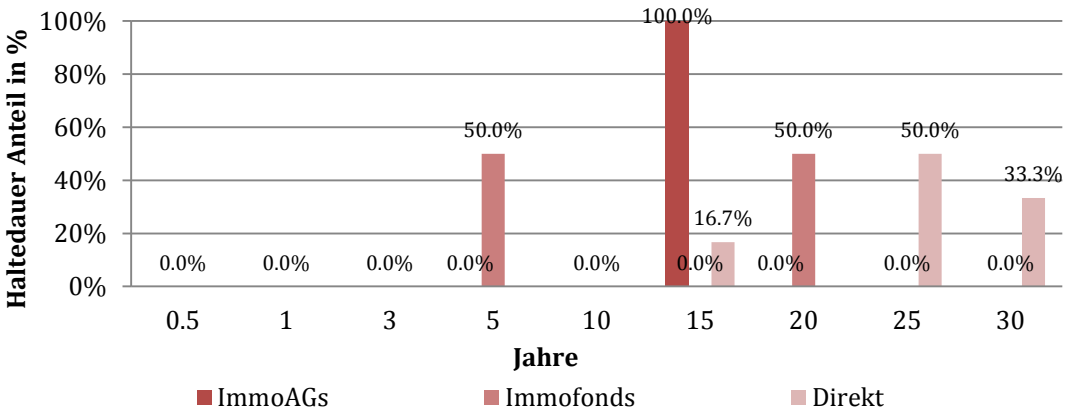
Basierend auf diesen Rückmeldungen konnten folgende Erkenntnisse gewonnen werden, die in der beigefügter Auswertung (Grafik 6) hervorgehoben sind:

- Immobilienaktien und Immofonds werden überwiegend von Pensionskassen zur taktischen Allokation verwendet.
- Immofonds sind kurzfristigeren Haltedauern ausgesetzt, mit einer repräsentativen Konzentration (31,7 %) im Haltedauerbereich zwischen 0,5 und 3-5 Jahren.
- Immobilienaktienanlagen werden längerfristig als Immofonds gehalten. Dies spiegelt sich insbesondere in den Perioden von 5 bis 10 Jahre und > 15 Jahre wider, wie aus der Grafik ersichtlich ist.
- Direkte Immobilienanlagen: Die befragten Versicherungen und Pensionskassen folgen einer langfristigen Anlagestrategie, indem sie ihre Immobilien über eine Periode zwischen 25 und 30 Jahre halten.



Grafik 6: Haltedauer von Pensionskassen und Versicherungen

Bei den Versicherungen liegt der Anlage-Fokus bei den direkten Immobilien und nur in Einzelfällen wurden Investitionen in Immobilienaktien oder Immofonds gemeldet. Versicherungsgesellschaften orientieren sich wie Pensionskassen an langfristigen Anlagestrategien mit einer Quote von 83,3 % bei Haltedauern zwischen 20 und 30 Jahren.



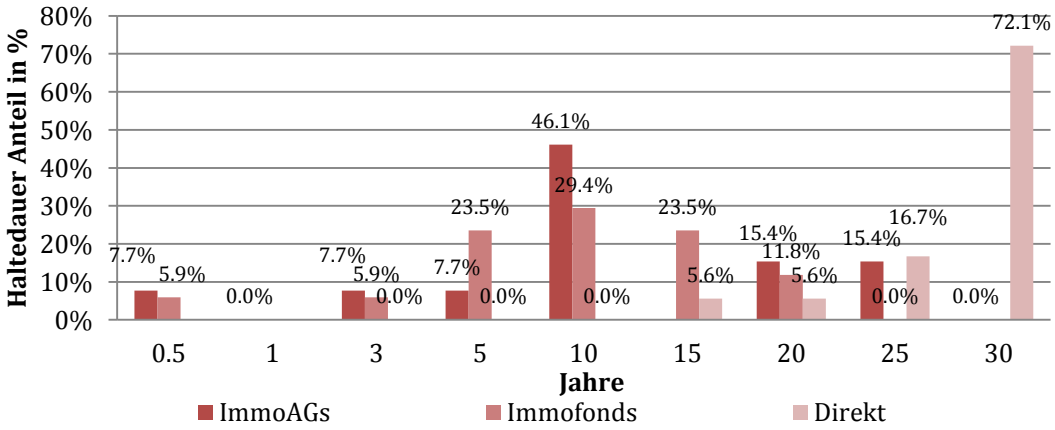
Grafik 7: Haltedauer von Versicherungen

Bei Immobilienaktieninvestitionen der Pensionskassen können drei klare Haltedauer-Gruppen gebildet werden, wobei die Mehrheit (46,1 %) eine mittelfristige Anlagestrategie bevorzugt.

- Kurzfristige Anlagestrategie mit einer Haltedauer von 0,5 bis 5 Jahren (23,1 %)
- Mittelfristige Anlagestrategie mit einer Haltedauer von 5 bis 10 Jahren (46,1 %)
- Langfristige Anlagestrategie mit einer Haltedauer von 15 bis 25 Jahren (30,8 %)

Investitionen in Immofonds sind bei Pensionskassen kurzfristigeren Haltedauern ausgesetzt. Ein großer Anteil der Pensionskassen richten ihre Anlagestrategie auf eine kurz- (35,3 %) und mittelfristige (52,9 %) Haltedauer aus. Betrachtet man die langfristige Anlagestrategie, liegt der Zeithorizont der Immofonds-Investments bei maximal 15-20 Jahren mit einem geringem Anteil von 11,8 %.

Hingegen bei Investitionen in direkten Immobilien Investitionen orientieren sich Pensionskassen an langfristigen Anlagestrategien mit einer Quote von 88,8 % bei Haltedauern zwischen 20 und 30 Jahren.



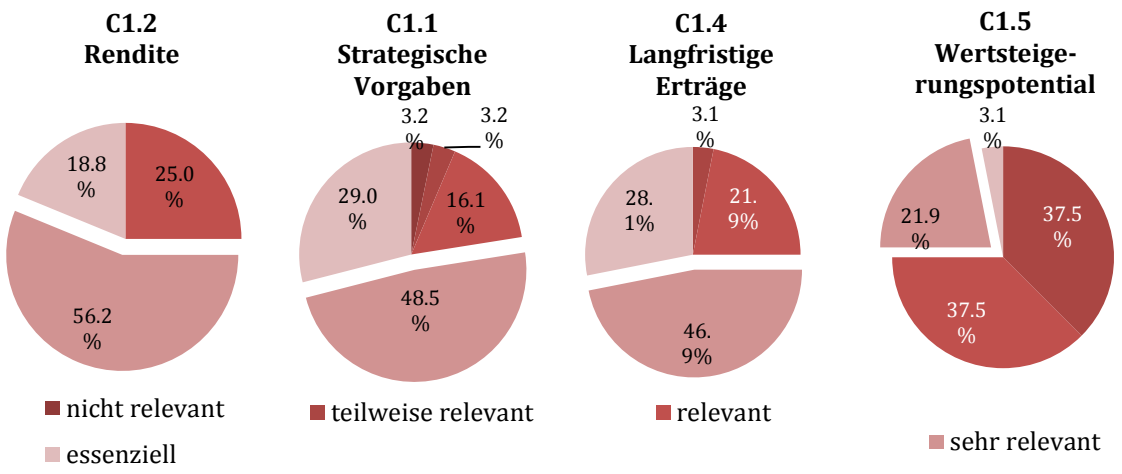
Grafik 8: Haltedauer von Pensionskassen

Als Fazit dieser Ergebnisse kann festgehalten werden, dass Pensionskassen Investitionen in ImmoAGs und Immofonds zur kurz- und mittelfristigen taktischen Mittelallokation verwenden. Eine klare Mehrheit von 46,1 % der Befragten halten ihre Aktien bis zu zehn Jahre wobei Anteile an Immofonds überwiegend zwischen fünf und zehn Jahren gehalten werden.

6.3.2 Rendite, strategische Vorgaben und langfristige Erträge

Die drei Faktoren, die gemäß den Befragten die Haltedauer am stärksten beeinflussen und deshalb als sehr relevant eingestuft wurden, sind die Rendite (56,2 %), die strategischen Vorgaben der Mittelallokation durch Entscheidungsgremien (48,5 %) und die langfristige Erträge (46,9 %). An vierter Stelle mit signifikantem Abstand steht das Wertsteigerungspotential mit einer Zustimmung von 21,9 %.

Auf Basis von diesen Rückmeldungen kann abgeleitet werden, dass Investoren auf Anlagen fokussiert sind, die langfristige und stabile Erträge generieren und weniger an einer taktischen aktiven Allokation interessiert sind, um Wirtschaft oder Immobilienzyklen entgegen zu steuern.



Grafik 9: Haltedauer: Wichtigste Faktoren für Versicherungen und Pensionskassen

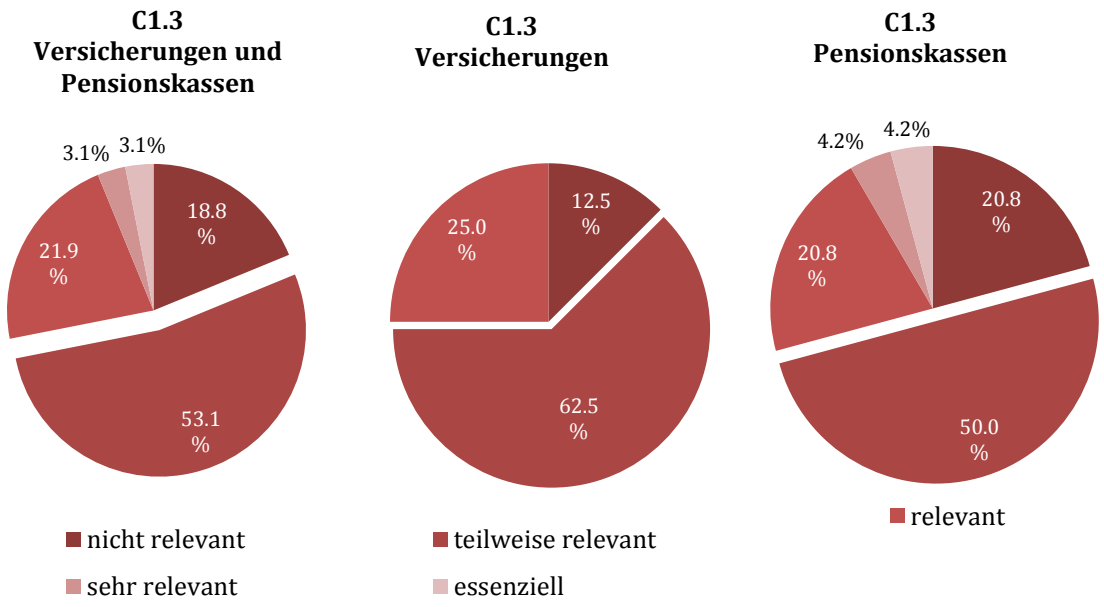
Zwischen Versicherungen und Pensionskassen können in diesen vier Kriterien Analogien bei der Relevanz von Rendite und langfristigen Erträgen identifiziert werden, da beide Investoren insgesamt mit 75 % die Wichtigkeit dieser Kriterien in den Kategorien sehr relevant bis essenziel einstufen.

Bemerkenswert ist die ungleiche Gewichtung der Bedeutung von strategischen Vorgaben der Mittelallokation durch Entscheidungsgremien. Das Rating der Versicherungen mit einer Gewichtung von 100 % zwischen sehr relevant und essenziell gibt klare Hinweise auf ein stark zentralisiertes Allokations-Modell mit anscheinend wenig Spielraum für die taktische Allokation. Anderseits kann bei Pensionskassen trotz des Stellenwerts der strategischen Vorgaben (69,5 % sehr relevant bis essenziel) eine differenzierte Strategie beobachtet werden, bei der eine größere Bedeutung der Wertsteigerung (75 % gegenüber 25 % bei den Versicherungen) zugeordnet wird, was Rückschlüsse auf größere Spielräume bei der taktischen Allokation ziehen lässt.

Ferner konnte in der Auswertung beobachtet werden, dass die Rückmeldungen der Pensionskassen eine höhere Heterogenität aufzeigen als die der Versicherungen, obwohl die Befragung der Pensionskassen auf die fünfzig größten beschränkt wurde. Dies deutet darauf hin, dass keine uniformen Haltedauerstrategien auf Grund der Größe der Vorsorgeeinrichtungen abgeleitet werden können.

6.3.3 Liquidität

Liquidität ist nur für 6,2 % der Befragten ein sehr relevanter oder essenzieller Faktor, der die Haltedauer beeinflusst. Eine große Mehrheit der Befragten von 79,3 % der Rückmeldungen stuft dieses Kriterium mit nur teilweise relevant oder nicht relevant ein.



Grafik 10: Einfluss von Liquidität auf Haltedauer

Nur 20 % der Befragten empfinden diesen Faktor als relevant und ausschließlich Pensionskassen mit einem kleinen Anteil von 8,4 %, empfinden Liquidität als sehr relevant oder essenziell für die Haltedauer ihrer Immobilienanlagen. Letzteres korreliert mit der beschriebenen Anlagestrategie von Versicherungen[84], wonach diese fast ausschließlich in direkte Immobilien investiert haben und somit Liquidität kein entscheidender Faktor bei der Haltedauer sein kann.

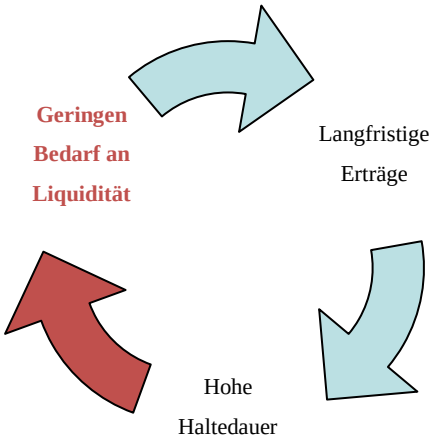


Abbildung 4: Haltedauerzyklus für Pensionskassen und Versicherungen

Fazit ist, dass der Faktor Liquidität bei der Anlagestrategie von Versicherungen und großen Pensionskassen eine untergeordnete Strategie spielt und dass dieses Verhalten eine hohe Korrelation mit den Aussagen der Befragten zur Haltedauer und der Bedeutung von langfristigen Erträgen aufzeigt, was in sich ein konsistentes Verhaltensmuster widergibt.

6.3.4 Wirtschaft, Immobilien und Zyklus des Einzel-Titels

Da die Wechselwirkungen zwischen der Immobilienwirtschaft und der Wirtschaft bei einem geschätzten Immobilienbestand von 2’810 Mrd. CHF[85] nicht unerheblich sind, wurde bei der Befragung der Fokus auf diese drei Komponenten gelegt, um zu eruieren, in wie weit Investoren die Haltedauer ihrer Titel von Makro- und oder Mikrozyklen abhängig machen.

Die Untersuchung hat in diesem Zusammenhang aufgezeigt, dass bei den befragten Investoren ausschließlich der Immobilienzyklus mit einem Rating von 53,1 % in einer Skala zwischen relevant und sehr relevant als ein wichtiger Faktor betrachtet wird (siehe Grafik 11).

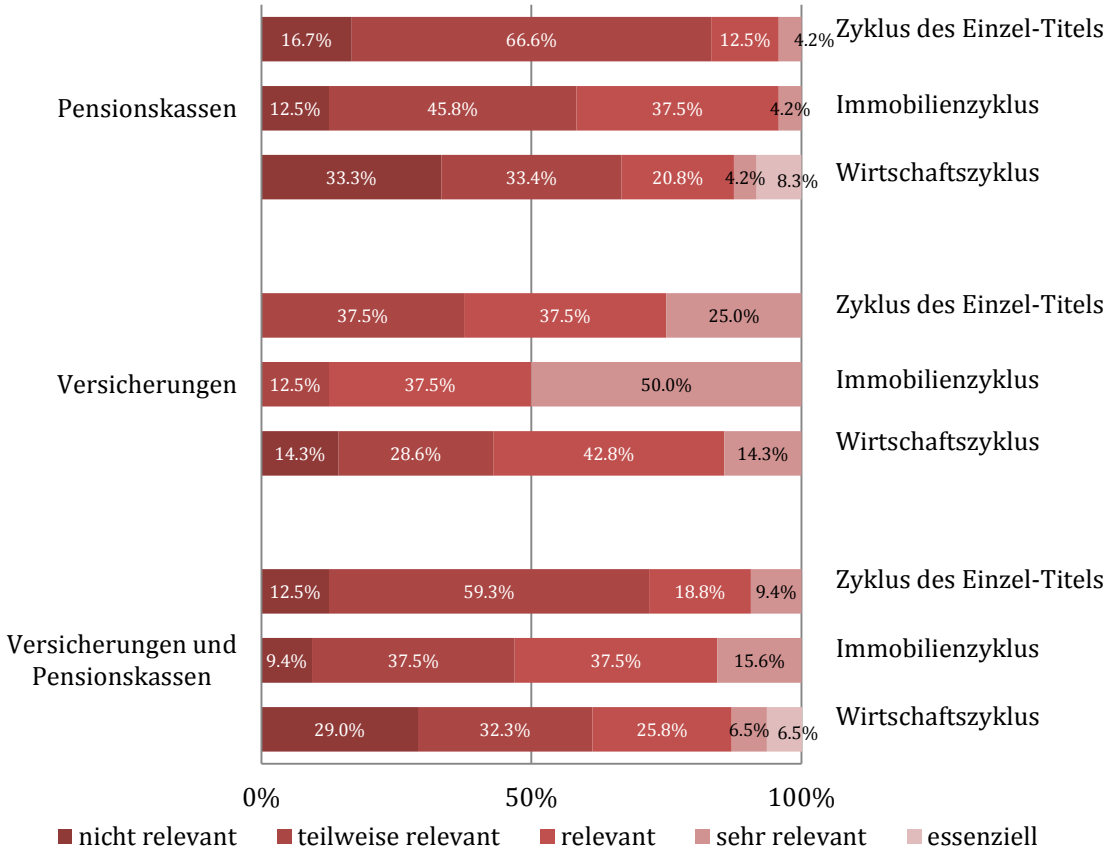
Diese Beobachtung wird durch die Tatsache erhärtet, dass die Befragten sowohl den Wirtschaftszyklus als auch den Zyklus des Einzel-Titel jeweils mit 71,9 % und 61,3 % als nicht relevant oder nur teilweise relevant einstufen. Auf jeden Fall ist der

[84] Siehe 6.2.3.2 Allokation der Schweizer Immobilieninvestitionen S. 34
[85] Siehe 2.1 Gesetzliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen der Immobilien als Anlageobjekt Abb. 2

Wirtschaftszyklus (makroökonomische Perspektive) derjenige, dem am wenigsten Bedeutung im Entscheidungsprozess geschenkt wird.

Mögliche Hintergründe für diese negative Einschätzung der Relevanz von Wirtschaftszyklen können auf folgende Aspekte zurückgeführt werden:

- Antizyklisches Verhalten von Immobilien gegenüber Börsentiteln
- Investoren haben überwiegend in direkten Immobilien mit Haltedauern ≥ 30 Jahren investiert
- Stabile Schweizer Wirtschaft ist von der Weltfinanzkrise nicht betroffen
- Kontinuierliche Aufwertung von Immobilien
- Immobilien werden als sicherer Hafen gesehen



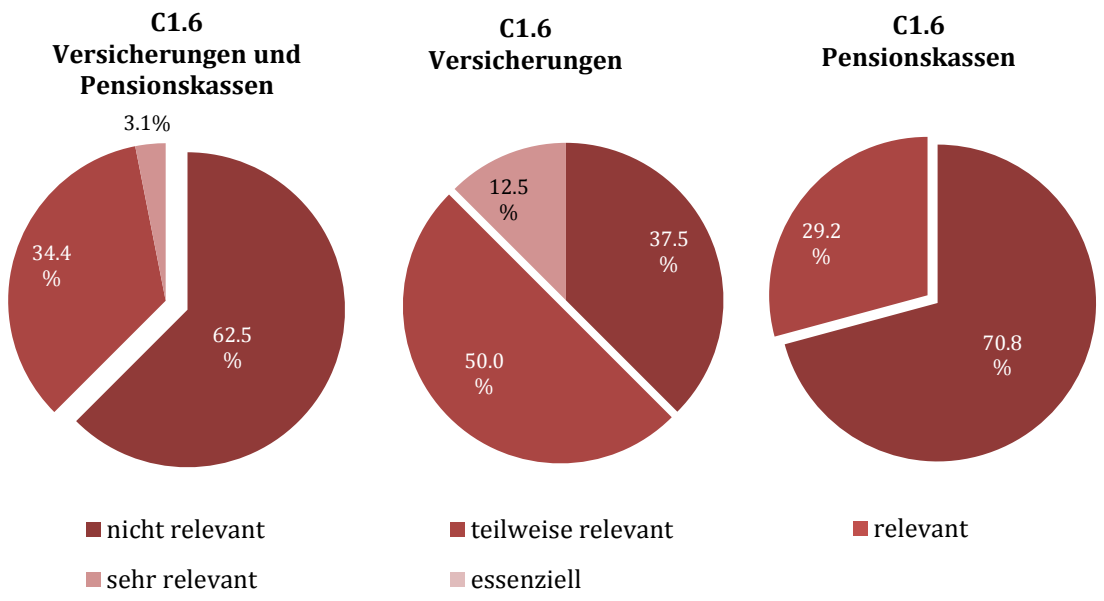
Grafik 11: Einfluss von Zyklen auf Haltedauer

Bei einem genaueren Vergleich zwischen Versicherungen und Pensionskassen konnte beobachtet werden, dass es offensichtliche Unterschiede im Verhalten dieser Investoren gibt und dass Versicherungen den Zyklen eindeutig mehr Relevanz widmen als die Pensionskassen. Die markanteste Abweichung kann bei den Wirtschaftszyklen aufgezeichnet werden, denen ein Drittel der Pensionskassen nahezu keine Bedeutung

schenken, die aber Versicherungen mit 57,5 % als relevant oder sehr relevant einschätzen.

6.3.5 Steueroptimierungen

Steueroptimierungen wird von den Befragten als kein relevantes Kriterium betrachtet, das die Haltedauer beeinflusst. Insbesondere Pensionskassen sehen hier keine steuerliche Relevanz, was verständlicher Weise auf die vorteilhafte steuerliche Behandlung von Altersvorsorge-Einrichtungen zurückgeführt werden kann.
Dennoch muss hier kritisch hinterfragt werden, ob man nicht eine differenziertere Einschätzung erhielte, wenn man bei so einem spezifischem Thema Steuerexperten befragte, die mögliche Potentiale zur Renditeoptimierung aufzeigen könnten.



Grafik 12: Einfluss von Steueroptimierungen auf Haltedauer

6.3.6 Fazit

Indirekte Immobilienanlagen liegen weit entfernt von den Haltedauern von direkten Anlagen, die 65,3 % der Befragten länger als 30 Jahre halten. Investoren machen Gebrauch von indirekten Immobilienanlagen als Instrument der taktischen Mittelallokation und halten ihre Titel zwischen 5 und 15 Jahre, wobei Immobilienfonds-Anteile kürzeren Haltedauern ausgesetzt sind.

Die drei Faktoren, die gemäß den Befragten die Haltedauer der Titel am meisten beeinflussen, sind in dieser Reihenfolge die Rendite-Erwartungen, die Vorgaben durch Entscheidungsgremien und die langfristigen Erträge, die zugegebenermaßen Kriterien sind, die auch für die Haltedauer von direkten Anlagen zuträfen.

Bemerkenswert ist, dass dem Faktor Liquidität kaum Bedeutung geschenkt wird, obwohl dies einen klaren Vorteil dieser Anlagekategorie darstellt. Eine Erklärung für diese Einschätzung könnte sein, dass einerseits institutionelle Anleger[86] zurzeit über genügend liquide Mittel verfügen und anderseits direkte Immobilien durch den herrschenden Anlagedruck aktuell relativ schnell am Markt platziert werden können.

6.4 Anlageverhalten von Investoren bei indirekten Immobilien

Bereits aus dem Kapitel zur Haltedauer konnten einige Erkenntnisse zu den indirekten Immobilienanlagen gewonnen werden. In diesem Teil der Umfrage wurden die institutionellen Investoren gezielt über ihre Einschätzung zu indirekten Immobilienanlagevehikeln befragt. Ziel dabei war es, konkrete Hinweise zu erhalten, welche wesentlichen Treiber die Allokation in Immobilien-aktien und Immofonds bestimmen.

Der Fragenkatalog wurde für dieses Kapitel in zwei Blöcke (D und E) aufgeteilt. Im ersten Block musste der Befragte Stellung zu allgemeineren Eigenschaften von indirekten Immobilienanlagen beziehen und im zweiten Teil konkrete Aussagen zu Entscheidungskriterien bei indirekten Immobilienanlagen treffen.

Ziel dieser Vorgehensweise war es, implizit eine Logik in den Fragen-Aufbau zu integrieren, die es den Befragten erleichtern sollte, die Fragen zu beantworten und selbst auf Konsistenz zu validieren.

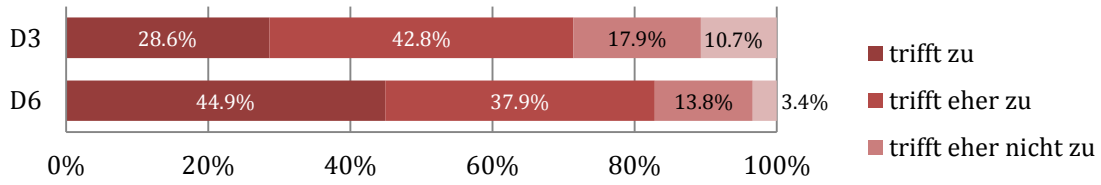
6.4.1 Allgemeine Einschätzungen

Bei den Befragten herrscht ein einheitliches Meinungsbild in fünf von neun formulierten Thesen, so dass zur besseren Interpretation die Ergebnisse in drei Gruppen aufgeteilt werden können.

- Gruppe 1: Zustimmung >60 % zu den formulierten Aussagen.
- Gruppe 2: Ablehnung >60 % zu den formulierten Aussagen.
- Gruppe 3: Ähnliche Aufteilung zwischen Zustimmung und Ablehnung.

[86] Gemäß Pensionskassen Studie Swisscanto 2013 halten Pensionskassen doppelt so viel liquide Mittel wie im Zielwert definiert. S.40

Mit einer Zustimmung von respektive 71,4 % (D3) und 82,8 % (D6) herrscht bei den Befragten Einigkeit darüber, dass indirekte Immobilieninvestitionen einen positiven Beitrag zur Diversifizierung, Risikominimierung, Fokussierung auf Kernkompetenzen und Zugang zu spezialisiertem Immobilien-Knowhow leisten können.



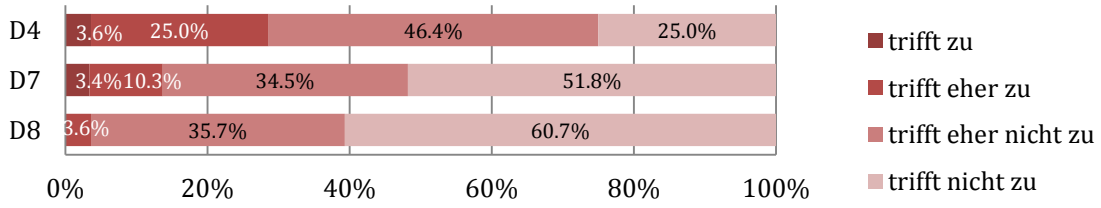
Grafik 13: Einschätzungen von Investoren zu indirekten Immobilien (Gruppe 1)

D3	Investitionen in indirekte Immobilien Vehikel leisten einen entscheidenden Beitrag zur Diversifizierung und Risiko Minimierung unseres Anlage Portfolios
D6	Fokussierung auf Kernkompetenzen und Zugang zu professionellem und spezialisiertem Immobilien Knowhow spielen eine wichtige Rolle bei der Mittel Allokation

Tabelle 18: Zuordnung Fragen Block D – Gruppe 1

Auch an den Stellen, an denen die Thesen nicht zustimmend bestätigt wurden, konnte eine klare Ablehnungs-Tendenz in einer Bandbreite zwischen 71,4 % bis 96,4 % identifiziert werden. Investoren sind sich mehrheitlich einig, dass weder Immobilienaktien als Frühindikator des direkten Immobilienmarktes gesehen werden können noch indirekte Investments zur Steuer oder internen Prozessoptimierung dienen. Insbesondere bei der Fragestellung von Steuer- (D7) und Prozessoptimierungen (D8) haben die Befragten sehr deutlich zum Ausdruck gebracht, dass durch die Allokation in indirekte Anlagevehikel keine derartigen Vorteile generiert werden können.

Als weiterführende Forschung böte sich an, die Effizienz der Verwaltungskosten und Steuerstrukturen von direkten und indirekten Immobilienanlagen zu untersuchen, um zu verifizieren, welches der beiden Anlagevehikel eine höhere Effizienz in diesen Gebieten nachweisen kann.

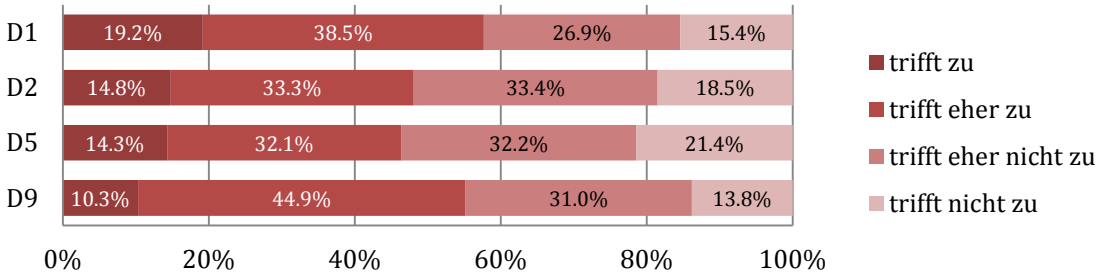


Grafik 14: Einschätzungen von Investoren zu indirekten Immobilien (Gruppe 2)

D4	Die Entwicklung der Immobilienaktien werten wir als ein Frühindikator für die zukünftige Entwicklung des direkten Immobilien Marktes
D7	Durch die Indirekte Investments optimieren wir unsere internen Prozesse und können unsere Immobilien Verwaltungskosten reduzieren
D8	Steuer Optimierungen spielen eine wichtige Rolle bei der Allokation von Investments in indirekte Anlagevehikel

Tabelle 19: Zuordnung Fragen Block D – Gruppe 2

Bei der Gruppe 3 gehen die Meinungen der Investoren auseinander, ohne dass eine klare Tendenz zur Ablehnung oder Zustimmung der Thesen identifiziert werden kann. Nichtsdestotrotz kann bei den Fragestellungen D1 Konjunkturschwankungen und D9 Flexibilität und kleine Investitionsvolumina eine höhere Einigkeit bei den Befragten mit jeweils einer Zustimmung von 57,7 % (D1) und 55,2 % (D9) identifiziert werden.



Grafik 15: Einschätzungen von Investoren zu indirekten Immobilien (Gruppe 3)

D1	Durch Investitionen in indirekten Anlagen können wir unsere Anlagestrategie besser und schneller an die Konjunktur
D2	Durch die Investition in indirekten Anlage Vehikel erwarten wir eine Erhöhung der Portfolio Rendite
D5	Liquidität spielt eine wichtige Rolle bei der Allokation von Investments in indirekte Anlagevehikel
D9	Flexibilität und kleine Investitionsvolumina sind ein Wettbewerbsvorteil von indirekten Immobilien Anlagen gegenüber direkten Immobilien Anlagen

Tabelle 20: Zuordnung Fragen Block D – Gruppe 3

Fazit ist, dass die befragten Investoren durch Anlagen in indirekten Immobilien nicht primär eine Erhöhung der Rendite oder Steuer- und Prozessoptimierungen anstreben, sondern durch diese Vehikel vorrangig die Risikominimierung durch Diversifizierung und den Zugang zu spezialisiertem Immobilien-Know-how ansteuern.

6.4.2 Entscheidungskriterien der Assetallokation

Die Einflussfaktoren, die die Assetallokation in indirekte Immobilienanlagen beeinflussen, wurden auf Basis von neun Kriterien untersucht. Bei jeder Fragestellung

hatten die Befragten die Möglichkeit, ihre Einschätzung auf einer Sechserskala gemäß Tabelle 21 einzustufen.

sehr niedrig	niedrig	mittel	hoch	sehr hoch	entscheidend
E1 Renditeoptimierung		E2 Risikominimierung			E3 Liquidität
E4 Diversifizierung		E5 Steuern			E6 Zugang zu neuen Märkten und Produkten
E7 Prozessoptimierungen		E8 Fokussierung auf Kerngeschäft			E9 Zugang zu professionellem Immobilien-Know-how

Tabelle 21: Entscheidungskriterien und Skalierung (E)

Basierend auf den Rückmeldungen der Befragten können folgende Erkenntnisse gewonnen werden[87]:

- Die Aussagen von Block E korrelieren nahezu vollständig mit den in Block D erhaltenen Antworten, was den Ergebnissen eine zusätzliche Konsistenz verleiht.
- Diversifizierung (E4), Renditeoptimierung (E1), Risikominimierung (E2) und der Zugang zu neuen Märkten und Produkten (E6) sind in dieser Reihenfolge die vier Kriterien, die am stärksten die Investitionsentscheidung in indirekte Immobilien beeinflussen.
- Mit großem Abstand erhielt die Möglichkeit zur Diversifizierung mit 82,1 % das höchste Rating.
- Die Relevanz von Steuern (E5) und Prozessoptimierungen (E7) wurde mit jeweils 7,1 % und 3,6 % mit einer sehr niedrigen Quote eingestuft. Somit wurde die marginale Bedeutung dieser Faktoren bei der Entscheidungsfindung erneut bestätigt.
- Liquidität, das Alleinstellungsmerkmal von Immofonds und Immobilienaktien, wird von institutionellen Investoren nur an siebter Stelle mit knapp 28,5 % berücksichtigt. Dieses Ergebnis deckt sich auch mit den Aussagen der Befragten in Bezug auf die Haltedauer, in denen der Liquidität keine entscheidende Rolle zugeordnet wurde. Diese Feststellung werden wir im nächsten Kapitel mit den Aussagen von Immofonds und ImmoAGs validieren können.

[87] Anhang 16; Grafik Einschätzung der Investoren bei der Allokation in indirekte Immobilien

6.5 Empfänger Einschätzungen bezüglich Anlageverhalten der Investoren

Diese zweite Dimension der Befragung auf der Ebene der Empfänger ist vorgesehen, um zusätzliche Erkenntnisse über das Anlageverhalten von institutionellen Investoren zu gewinnen. Der Fragenkatalog wird auch für Empfänger in zwei Blöcke (D und E) aufgeteilt. Im ersten Block müssen Immofonds und ImmoAGs Stellung zu allgemeineren Eigenschaften von indirekten Immobilienanlagen beziehen, während im zweiten Teil konkrete Aussagen zu Entscheidungskriterien bei indirekten Immobilienanlagen zu treffen sind.

6.5.1 Haltedauer

Pensionsfonds und ImmoAGs wurden zusätzlich zu ihrer eigenen Haltedauer-Strategie gebeten, auch eine Einschätzung zu liefern, wie sie das Haltedauer-Verhalten ihrer Investoren (Versicherungen und Pensionskassen) einstufen. Wie aus der unterstehenden Tabelle zur Haltedauer (Tab. 22) erkennbar ist, vertreten die Empfänger die Meinung, dass Versicherungen und ImmoAGs einen mittelfristigen Anlagehorizont in einer Bandbreite von 5 bis 15 Jahren (62,5 %) verfolgen, aber selber für ihre eigenen Immofonds oder Aktiengesellschaftsinvestitionen eine längere Haltedauer-Strategie verfolgen.
Diese Einschätzung der Empfänger deckt sich mit den Aussagen von Investoren, die auch eine Konzentration der Haltedauer im Bereich zwischen fünf bis zu maximal fünfzehn Jahren gemeldet hatten.

Haltedauer		
Jahre	Anlagen von Empfängern in direkte Immobilien	Anlagen von Investoren in Immofonds & ImmoAGs
>15	68.7 %	12.5 %
10-15	25.0 %	25.0 %
5-10	6.3 %	37.5 %
3-5	-	25.0 %

Tabelle 22: Haltedauer von Empfängern und Investoren

Bezüglich des Rückgaberechts, das Investoren bei Immofonds innehaben, wurde von allen Befragten bestätigt, dass bisher noch nie ein Investor dieses Recht ausgeübt hat. Dieses ist aus einer anderen Perspektive die Bestätigung, dass Pensionskassen und Versicherungen von der Liquidität, die solche Produkte anbieten de facto keinen Gebrauch machen.

Auch wurden Immofonds und ImmoAGs befragt, inwiefern institutionelle Investoren eine aktive oder eine eher passivere Anlagestrategie in Immobilienaktien oder Immofonds verfolgen. Bei dieser Fragestellung kommen die Befragten zu dem Schluss, dass nur 40 % ihrer Anleger eine aktive Strategie verfolgen, um mit moderatem Risiko und hoher Flexibilität die Marktchancen flexibel nutzen zu können.

6.5.2 Allgemeine Einschätzungen

In diesem allgemeinen Teil herrscht bei den befragten Immofonds und ImmoAGs ein einheitliches Meinungsbild mit einem sehr hohen Zustimmungsgrad (81,9 %) in acht von neun formulierten Thesen. Nur bei der Fragestellung (D8) der Steueroptimierungen haben die Befragten der These nicht zugestimmt und vertreten wie auch alle anderen Befragten den Standpunkt, dass durch Anlagen in indirekte Immobilienanlagen keine Steueroptimierungen möglich sind.

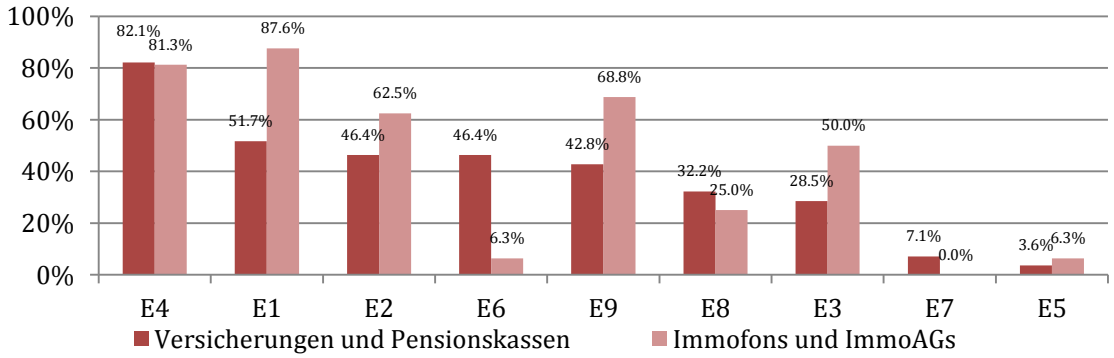
6.5.3 Entscheidungskriterien bei der Assetallokation

Basierend auf den Rückmeldungen der Befragten konnten folgende Erkenntnisse gewonnen werden[88]:

- Die Aussagen von Block E korrelieren nahezu vollständig mit den von Block D erhaltenen Antworten, was den Ergebnissen eine zusätzliche Konsistenz verleiht.
- Renditeoptimierung (E1), Diversifizierung (E4), Risikominimierung (E2) und der Zugang zu professionellen Immobilien-Know-how (E9) sind in dieser Reihenfolge die vier Kriterien, die am stärksten die Investitionsentscheidung in indirekte Immobilien beeinflussen.
- Zugang zu neuen Märkten und Produkten (E6) wird an neunter Stelle mit nur 6,3 % in der Skala bewertet, was eine bedeutende Abweichung gegenüber der Einschätzung von Versicherungen und Pensionskassen (46 %) darstellt.
- Die Relevanz von Steuern (E5) und Prozessoptimierungen (E7) wurde mit jeweils 6,3 % und 0 % mit einem sehr niedrigen Rating eingestuft. Somit wurde die marginale Bedeutung dieser Faktoren auch aus Perspektive der Empfänger bestätigt.

[88] Anhang 17; Grafik Einschätzung der Empfänger bei der Allokation in indirekte Immobilien

- Liquidität (E3), das Alleinstellungsmerkmal von Immofonds und Immobilienaktien, wird bei den Empfängern von Investitionen mit 50 % deutlich höher bewertet als von Pensionskassen, wie bereits im vorherigem Kapitel erwähnt wurde und wie auch aus der beigefügten Grafik (Graf. 16) deutlich hervorgeht.
- Die größten Unterschiede in der Beurteilung der Relevanz der Entscheidungskriterien zwischen Anlegern und Empfängern konzentrieren sich gemäß beigefügter grafischer Auswertung (Graf. 16) auf fünf Kriterien, die wie folgt zusammengefasst werden können:



Grafik 16: Ranking der Entscheidungskriterien bei Allokation in indirekten Anlagen

E1 - Renditeoptimierung
Ein wichtiges Kriterium sowohl für Anleger als auch für Empfänger, allerdings mit 87,6 % das wichtigste aus Perspektive der Empfänger.
E2 - Risikominimierung
Die Bewertungen bewegen sich ein einem ähnlichen Bereich (Ranking 2 und 3), allerdings wird von Empfängern die Wichtigkeit mit 62,5 % deutlich höher eingestuft.
E3 - Liquidität
Aus Perspektive der Investoren ist die Einschätzung der Empfänger mit 50 % Zustimmung und Ranking 5 deutlich überbewertet.
E6 - Zugang zu neuen Märkten und Produkten
Bemerkenswert ist, dass die Einschätzung beim Zugang zu neuen Märkten und Produkten (E6) in die umgekehrte Richtung geht. Hier sind es die Investoren, die diesem Kriterium einen wichtigen Stellenwert zuordnen, während die Empfänger dieses Kriterium an achter Stelle praktisch vernachlässigen.

E9 - Zugang zu professionellem Immobilien-Know-how
Immofonds und ImmoAGs sind der Auffassung, dass der Zugang zu professionellem Immobilien-Know-how (E9) für Investoren bei der Entscheidungsfindung von hoher Bedeutung ist, und haben ihm im Ranking an dritter Position mit 68,8 % Zustimmungsquote platziert. Investoren hingegen ordnen diesem Kriterium nur eine moderate Bedeutung (48,8 %) zu.

Tabelle 23: Unterschiedliche Einschätzungen der Anleger und Empfänger

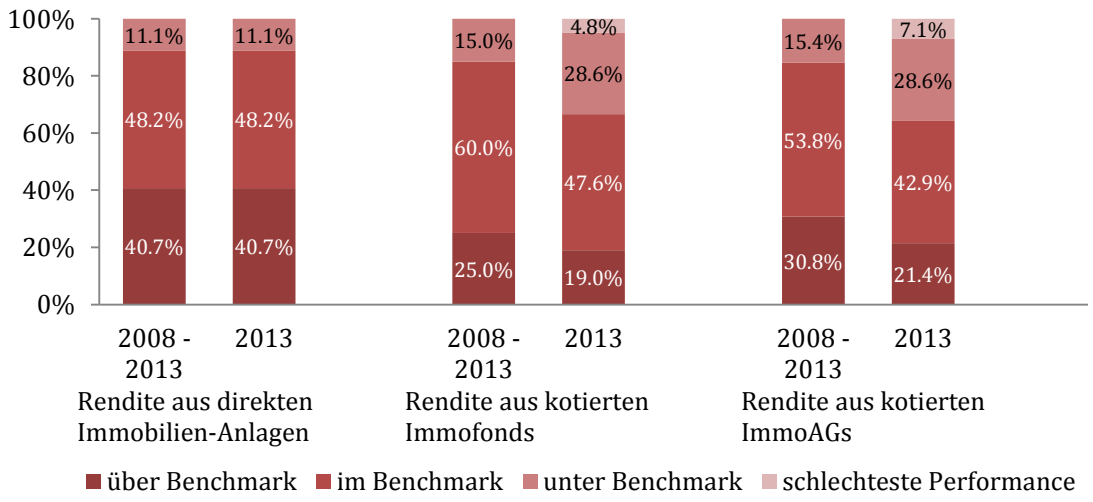
Fazit ist, dass Investoren bereit sind, in indirekte Anlagevehikel zu investieren, wenn neue Märkte oder Produkte offeriert werden können. Im Umkehrschluss, wenn Immofonds und Immobilienaktiengesellschaften Produkte anbieten, die von institutionellen Investoren mit bestehenden Immobilien-Know-how abgewickelt werden können, wird das Interesse an indirekten Immobilienvehikel nur moderat wachsen.

6.6 Performance in der Mittelallokation

6.6.1 Versicherungen und Pensionskassen

Basierend auf den erhaltenen Rückmeldungen können bei der Performance von Versicherungen und Pensionskassen folgende Tendenzen identifiziert werden:

- Durch Anlagen in direkte Immobilien konnten institutionelle Investoren deutlich höhere Renditen erzielen als mit indirekten Immobilieninvestments.
- Im Jahr 2013 hat sich die Performance von indirekten Immobilieninvestments im Vergleich zur Beobachtungsperiode 2009-2013 signifikant verschlechtert.

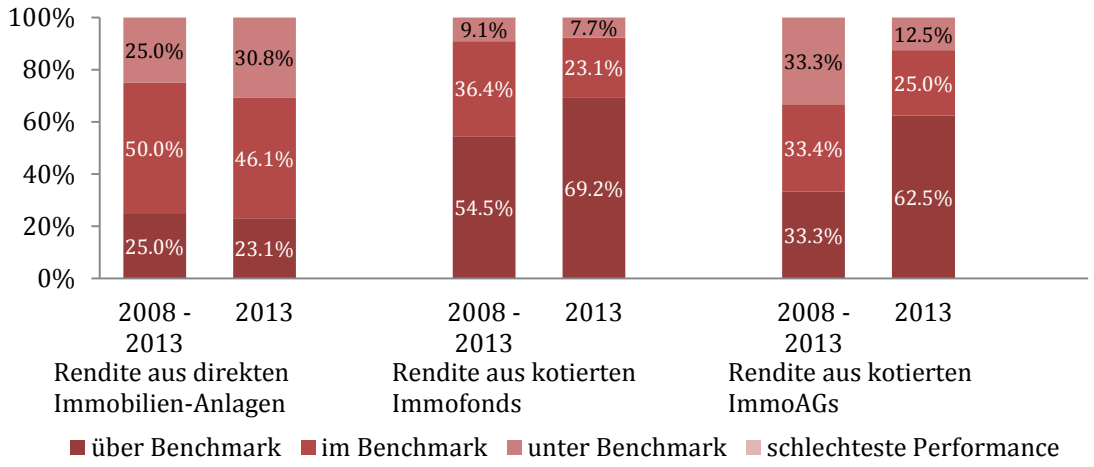


Grafik 17: Performance-Entwicklung Versicherungen und Pensionskassen

6.6.2 Immofonds und ImmoAGs

Basierend auf den erhaltenen Rückmeldungen können bei der Performance von Immobilienaktiengesellschaften und Immofonds folgende Tendenzen identifiziert werden:

- ImmoAGs und Immofonds schätzen die Performance von indirekten Anlageprodukten viel höher ein als die von direkten Immobilieninvestitionen.
- Im Jahr 2013 hat sich die Performance von indirekten Immobilieninvestments im Vergleich zur Beobachtungsperiode 2009-2013 deutlich verbessert.



Grafik 18: Performance-Entwicklung ImmoAGs und Immofonds

6.6.3 Fazit Performance

Die Einschätzungen der zwei befragten Gruppen (Investoren und Empfänger von Investitionen) gehen hinsichtlich der Rentabilität der verschiedenen Anlagekategorien stark auseinander. Basierend auf den Rückmeldungen tendieren die Befragten dazu, die Rentabilität derjenigen Anlageprodukte besser einzustufen, bei denen sie über die höchsten Anlagevolumina verfügen oder, wie bei den ImmoAGs und Immofonds, diese selbst vermarkten.

Demzufolge stellt sich bezüglich der Rentabilität von direkten und indirekten Immobilienanlagen die Frage, ob die notwendige Transparenz am Immobilienmarkt gegeben ist, um eine objektive Vergleichbarkeit darzustellen, oder diese nicht auf Basis von Einschätzungen der Akteure durchgeführt werden kann, die durch ihr eigenes Anlageverhalten bei der Einschätzung beeinflusst werden.

Fazit ist, dass diese stark unterschiedliche Performance-Einschätzung zu Fehlentscheidungen sowohl bei der Assetallokation von institutionellen Investoren als

auch bei der Produktstrukturierung von ImmoAGs und Immofonds führen kann. Deshalb könnte eine weiterführende Untersuchung in diesem Bereich von Nutzen sein, um durch eine erhöhte Transparenz die Effizienz bei der Assetallokation zu steigern und somit einen Beitrag zur Marktbereinigung von Produkten mit niedrigeren Renditen zu leisten.

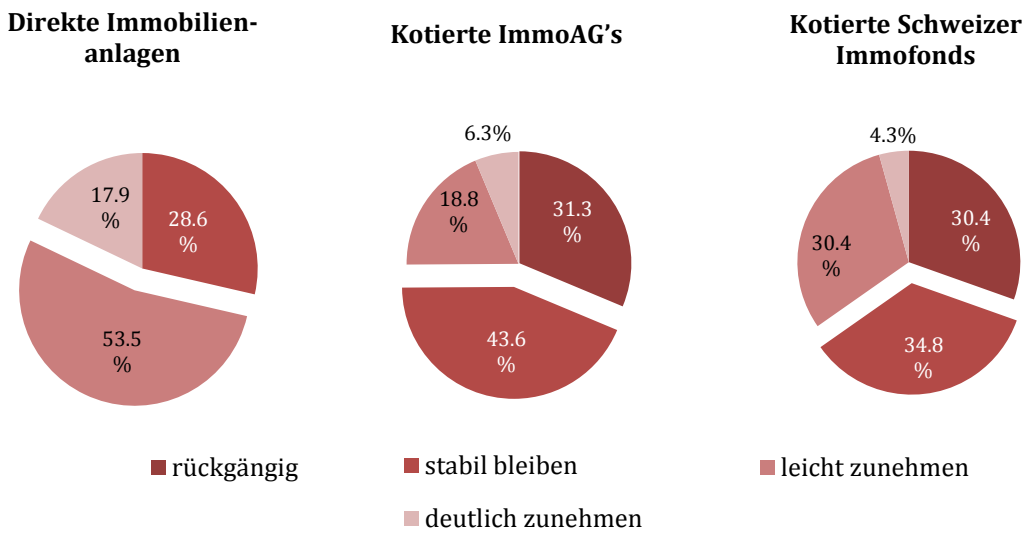
6.7 Trends in der Mittelallokation

Ziel ist es, in diesem Kapitel Erkenntnisse über die zukünftige Mittelallokation von Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften zu gewinnen. Dafür wurden auch Immofonds und ImmoAGs befragt, um die Perspektive der Investitions-Empfänger mit zu berücksichtigen.

6.7.1 Versicherungen und Pensionskassen

Die befragten institutionellen Investoren gehen davon aus, dass sich in den nächsten fünf Jahren ihr direktes Immobilien-Portfolio weiter zu Lasten von indirekten Immobilienanlagen entwickeln wird. Insgesamt rechnen 71,4 % der befragten Investoren, dass Investitionen in direkten Immobilien leicht oder deutlich zunehmen werden (Graf. 19).

Bemerkenswert in diesem Zusammenhang ist, dass der Zuwachs in direkte Immobilien nicht primär auf eine Erhöhung der gesamten Investitionsvolumina zurückzuführen ist, sondern eher auf eine Reduzierung der Anlagen in indirekte Immobilieninvestments (Graf. 19). Beinahe ein Drittel der Investoren rechnen mit rückläufigen Investitionen bei Immofonds (30,4 %) und ImmoAGs (31,3 %).



Grafik 19: Prognose Mittelallokation von Investoren in 2014 – 2018

Fazit ist, dass Investoren im Jahr 2013 eine schlechte Performance von ImmoAGs und Immofonds verbuchen mussten. Insbesondere Immofonds wurden durch Spekulationen über eine Anhebung der Zinsen für Bundesanleihen[89] und durch die Platzierung von neuen Emissionen negativ beeinflusst. Auch die Anfang 2013 in Kraft getretene Revision der KAG und der KKV, bei der die Belehnungsgrenze auf ein Drittel des Verkehrswertes gesenkt wurde, hat den Druck auf die Immofonds erhöht.

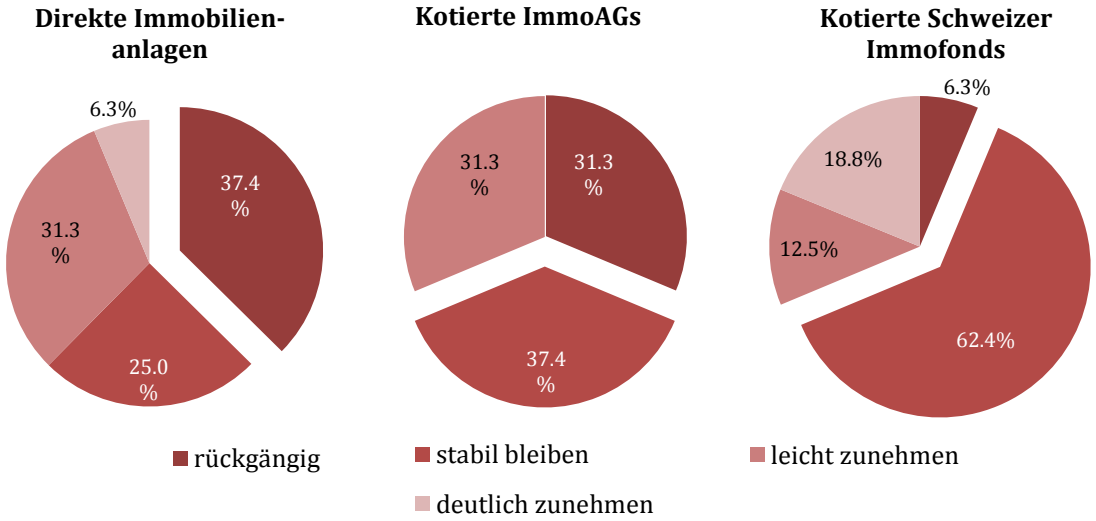
6.7.2 Immofonds und ImmoAGs

Wie bei der Evaluierung der Performance Einschätzungen gehen auch im Bereich der Prognosen für die nächsten fünf Jahren die Meinungen zwischen Investoren und Empfänger deutlich auseinander. ImmoAGs und Immofonds sehen, im Gegensatz zu Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, eine klare Konsolidierung von Immofonds (74,9 % stabil bleiben bis leicht zunehmen) und eine rückläufige Entwicklung (Graf. 20) bei direkten Immobilienanlagen von bis zu 37,4 %.

Die befragten Immobilienaktiengesellschaften und Immofonds gehen davon aus, dass institutionelle Investoren zukünftig zunehmend in indirekte Immobilienanlagen investieren werden. Sogar über ein Drittel der Befragten vertritt die Meinung, dass direkte Immobilien Anlagen eine rückläufige Entwicklung einnehmen werden müssen.

[89] Veraguth, T. (2014): Immobilienfonds – unter dem Druck steigender Zinserwartungen, in: UBS Real Estate Focus, Januar 2014, S. 33-34; abgerufen am 25.06.2014 von www.ubs.com.

Letzteres weicht insbesondere vom Meinungsbild der befragten Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften ab, was eventuell auf die Größe der befragten Anleger zurückgeführt werden könnte.



Grafik 20: Prognose Mittelallokation von Empfängern in 2014 – 2018

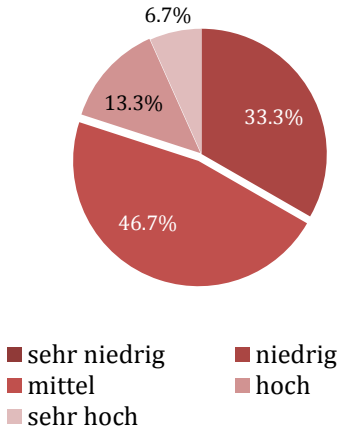
6.7.3 Fazit Trends in der Mittelallokation

Die befragten institutionellen Investoren werden in Zukunft mehr in direkte Immobilienanlagen investieren, weil, wie bereits im vorherigem Kapitel bestätigt, Pensionskassen und Versicherungsgesellschafen eine höhere Performance durch direkte Immobilieninvestments erreichen als durch die Anlage in indirekten Immobilieninvestments. Sollte sich diese Prognose bewahrheiten, könnte dies eine Trendwende in der bisher erfolgreichen Entwicklung der indirekten Immobilienanlageprodukte bedeuten.

6.8 Einfluss regulatorischer Faktoren aus Perspektive der Empfänger

Ziel dieser Fragestellungen war es, zu eruieren, inwiefern das Verhalten von institutionellen Investoren von aktuellen regulatorischen Faktoren beeinflusst wird und demzufolge Auswirkungen auf die Immobilienbranche haben kann.

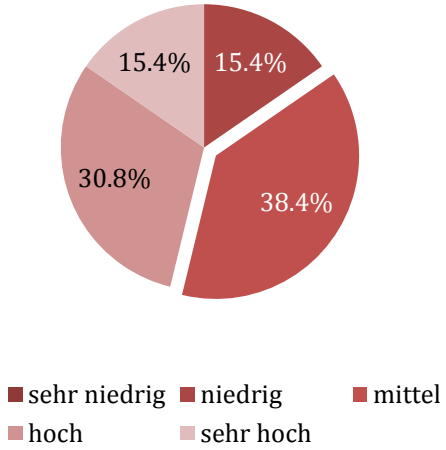
6.8.1 Einwanderungsinitiative



Grafik 21: Einwanderungsinitiative[90]

- 66,7 % der Befragten sehen verbunden mit dieser Initiative mittlere bis sehr hohe Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft.
- Analysten hingegen stufen das mittelfristige Nachfragepotential weiterhin positiv ein und sehen in dieser Initiative kein zusätzliches Risikopotential, wenn nicht gleichzeitig die Zinsen stark ansteigen und ein Konjunktureinbruch stattfindet.

6.8.2 Verschärfung der Lex Koller

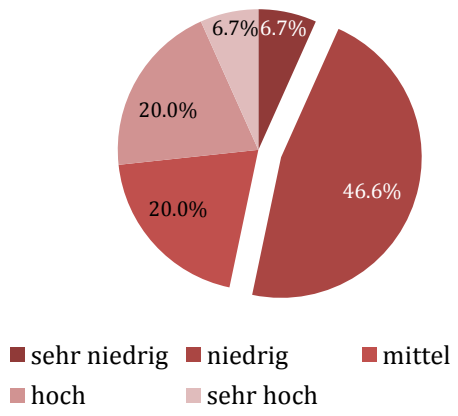


Grafik 22: Verschärfung der Lex Koller

- 46,2 % der Befragten sehen verbunden mit dieser Initiative hohe bis sehr hohe Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft.
- Diese Initiative hätte insbesondere Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften getroffen, weil ausländische Investitionen in Gewerbeliegenschaften und Immofonds verboten würden.
- Entwarnung für die Branche ist neuerdings durch die Entscheidung im Ständerat gekommen, der beide Motionen mit 26 Stimmen abgelehnt hat.

[90] vgl.Credit Swiss Swiss (Hrsg) (2014). Issues Immobilien März 2014 Strukturen und Perspektiven. S. 4

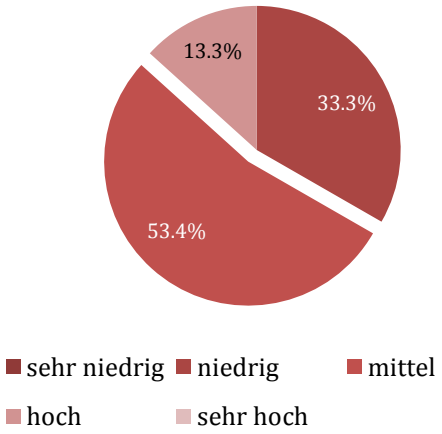
6.8.3 Restriktivere Vergabe von Hypotheken



Grafik 23: Restriktivere Vergabe von Hypotheken

- 53,3 % der Befragten sehen verbunden mit dieser Initiative nur niedrige oder sehr niedrige Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft.
- Die Vorstöße der FINMA und der SNB zur Kontrolle der Risiken im Immobilienmarkt, dass die zweite Hypothek bereits in 15 und nicht wie bisher in 20 Jahren amortisiert werden muss, wurden von der Bankiervereinigung aufgenommen.
- Diese Maßnahme ist insbesondere für direktes privates Wohneigentum gedacht, und somit ist nicht mit gravierenden Auswirkungen für institutionelle Anleger zu rechnen.

6.8.4 Swiss Solvency Test: Risikoeinstufung illiquider Assets



Grafik 24: Swiss Solvency Tests

- Zwei Drittel der Befragten sehen verbunden mit dieser Initiative mittlere bis hohe Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft, bei der primär Versicherungs-gesellschaften betroffen sein werden.
- Swiss Solvency Test stuft das Risiko illiquider Assets als hoch ein, was den Druck auf die Quote der direkten Immobilienanlagen erhöhen müsste. Somit sollten sich die Chancen für indirekte Immobilienvehikel verbessern.

7 Schlussbetrachtung

Die Umfrage war die Grundlage für die Erforschung des Anlageverhaltens von Schweizer institutionellen Investoren im Bereich der kotierten Immobilienanlagevehikel. Bei der Untersuchung wurde der Analyse der Einflussfaktoren auf die Haltedauer, der Rentabilität und denjenigen Kriterien spezieller Fokus gewidmet, die für Anleger bei der Investition in indirekte kotierte Anlagen eine relevante Rolle spielen.

Um der Studie eine zusätzliche Dimension zu verleihen, wurden sowohl Investoren (50 größte Pensionskassen und 14 Versicherungen) als auch Empfänger der Investitionen (22 Immofonds und 11 ImmoAGs) befragt.

Mit einer Rücklaufquote von 50 % konnten 71,7 % (163’3 Mrd. CHF) der relevanten Immobilieninvestitionen adressiert werden und eine ebenfalls repräsentative Abdeckung von 61,7 % (11’6 Mrd. CHF) für die kotierten Immobilienanlagen erreicht werden[91].

Die Ergebnisse der Befragung können in Verbindung mit den aufgestellten Hypothesen folgendermaßen zusammengefasst werden:

1. Liquidität
Liquidität ist bei den befragten Investoren weder ein relevantes Kriterium für die Investition in indirekte Immobilien noch hat es einen bedeuteten Einfluss auf die Haltedauer. Investoren scheinen zurzeit über ausreichende liquide Mittel zu verfügen, und Immobilien können aktuell verhältnismäßig schnell verwertet werden, da ein hoher Anlagedruck herrscht. Pensionskassen halten gegenwertig mit 7 % doppelt so viel liquide Mittel wie geplant, so dass auch bei diesen Akteuren kein unmittelbarer Bedarf herrscht, von diesem Vorteil Gebrauch zu machen.
2. Diversifizierung und Risikominimierung
Diversifizierung wird als ein sehr relevantes Entscheidungskriterium sowohl von Investoren wie auch von Empfängern von Investitionen empfunden, da es einen relevanten Beitrag zur Risikominimierung leistet. Mit 82 % wird es einstimmig als das wichtigste Entscheidungs-Kriterium positioniert.
3. Prozessoptimierungen - Fokussierung auf Kernkompetenzen
Dieses Merkmal wird von Investoren nicht als ein entscheidender Wettbewerbsvorteil von indirekten Immobilienanlagen gesehen. Viel wichtiger erscheint der Zugang zu neuen Märkten und Produkten. Die befragten institutionellen Investoren verfügen über ein fundiertes Wissen und stabile Prozesse, die sie nicht an Dritte auslagern möchten, um im Gegenzug eventuelle Synergien zu heben.

[91] Relevanter Immobilienmarkt I und II gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 1 und 2 (Datenquellen; Finanzen der Beruflichen Vorsorge - GRSV, Studie Swisscanto 2013, FINMA Bericht 2012, Pensionfunds Guide 2013 und Geschäftsberichte Immofonds und ImmoAGs 2013)

4. Steueroptimierungen
Steueroptimierungen werden nicht als ein relevantes Kriterium für den Anlageentscheid betrachtet. Bei dieser Fragestellung waren sich alle Akteure ohne Ausnahme einig. Steueroptimierungen werden grundsätzlich bei Immofonds im Bereich der privaten Investoren gesehen.
5. Immobilienzyklus, Wirtschaftszyklus und Zyklus des einzelnen Titels
Nur der Immobilienzyklus wird von Investoren als ein relevanter Faktor eingestuft. Wirtschaftszyklen und der Zyklus des einzelnen Titels spielen eine zweitrangige Rolle. Die Mehrheit der Investoren pflegt eher eine langfristige passive Anlagestrategie. Nur 40 % der Anleger in indirekte Immobilienanlagen verfolgen eine aktive Strategie, um zum Beispiel Marktzyklen entgegenzusteuern.
6. Rendite, langfristige Erträge und Wertsteigerungspotential
Analog zu Entscheidungsprozessen in anderen Bereichen folgen Investoren auch bei indirekten Immobilienanlagen diesen drei Kriterien. Rendite, strategische Vorhaben und langfristige Erträge sprechen typischerweise für ein ertragsorientiertes Verhalten. Das Wertsteigerungspotential liegt an vierter Stelle der Präferenzen und ist eher ein Entscheidungskriterium in angelsächsischen Märkten[92].

Tabelle 24: Vergleich Hypothesen – Ergebnisse

7.1 Fazit

Pensionskassen und Versicherungen investieren primär in direkten Immobilienanlagen, mit dem Ziel, möglichst langfristige und stabile Erträge zu generieren. Immobilienanlagen leisten in diesem Zusammenhang einen wichtigen Beitrag zur allgemeinen Portfolio-Diversifizierung und Risikominimierung. Darin repräsentieren kotierte Immobilienanlagen mit einem Anteil von 18’8 Mrd. CHF[93] einen relevanten Anteil der Immobilieninvestitionen.

Liquidität, einer der klaren Wettbewerbsvorteile von indirekten Immobilienanlagen, hat für diese Investoren-Gruppe keine wesentliche Relevanz, weder im Zusammenhang mit der Haltedauer, die überwiegend von strategischen Vorgaben, Rendite und langfristigen Erträgen beeinflusst wird, noch mit der allgemeinen Entscheidungsfindung, ob in Immofonds oder Immobilienaktien investiert werden soll.

Investoren halten indirekte Immobilienanlagen mehrheitlich langfristig zwischen 10 und 20 Jahren, aber bei Immofonds konnten bei 31,7 % der Befragten kürzere Haltedauern

[92] Haldner, T. (2014):Schwächere Dynamik am US-Immobilienmarkt. Finanz und Wirtschaft/Märkte und Immobilien 25.02.2014. www.fuw.ch/article/schwachere-dynamik-am-us-immobilienmarkt/; abgerufen am 26.05.2014.

[93] Relevanter Immobilienmarkt II gemäß durch den Verfasser dargestellter Herleitung in Anhang 2 (Datenquellen; Finanzen der Beruflichen Vorsorge - GRSV, Studie Swisscanto 2013, FINMA Bericht 2012, Pensionfunds Guide 2013 und Geschäftsberichte Immofonds und ImmoAGs 2013)

von bis zu maximal fünf Jahren identifiziert werden (Graf. 6). Die marginale Relevanz von Liquidität konnte im Rahmen der Erhebung erhärtet werden, da keiner der befragten Immofonds jemals seinen Investoren das regulierte Rückgaberecht einräumen musste.

Bemerkenswert erscheint in diesem Zusammenhang, dass offenbar bei Investoren die verschärften Regelungen von Swiss Solvency Test bezüglich einer höheren Einstufung illiquider Assets noch nicht zu einem stärkeren Umdenken geführt haben, sondern weiterhin auf direkte Immobilienanlagen gesetzt wird. Wenig überraschend sehen Immofonds und ImmoAGs in diesen regulatorischen Entwicklungen eine Chance und rechnen bei der Einschätzung der Mittelallokation mit einem klarem Zuwachs in den nächsten fünf Jahren.

Interessanterweise ist aus der Analyse zu beobachten, dass sich trotz der unterschiedlichen Auffassungen bei Investoren und Empfängern in fünf relevanten Themen ein stark homogenes Meinungsbild herauskristallisieren lässt. Diversifizierung, Renditeoptimierung und Risikominimierung sind für alle Beteiligten die wichtigsten Entscheidungskriterien bei der Investition in indirekte Immobilienanlagen. Mögliche Potentiale im Bereich der Steuer- und Prozess-optimierungen werden von beiden Gruppen als unbedeutend eingestuft.

Kontrovers wird hingegen die Bedeutung des professionellen Immobilien-Know-hows von Immofonds und ImmoAGs bewertet. Pensionskassen und Versicherungen scheinen von ihren eigenen Kompetenzen in der Materie überzeugt zu sein und sehen in diesem Bereich keinen klaren Wettbewerbsvorteil bei Investitionen in indirekte Immobilienanlagen. Anderseits wird von Investoren der Zugang zu neuen Märkten und Produkten über indirekte Immobilienanalagen viel relevanter eingestuft als von den Empfängern, was von der Branche als Signal interpretiert werden sollte, neue Geschäftsmodelle zu erkunden.

Die Schweizer Immobilienwirtschaft repräsentiert mit einem Immobilienbestand von ca. 2’810 Mrd. CHF[94] das Fünffache des Schweizer BIP, so dass vielfältige Wechselwirkungen mit der Wirtschaft und der Gesellschaft stattfinden müssen. Umso bemerkenswerter ist es, dass für die Befragten weder Wirtschaftszyklen noch die Zyklen des einzelnen Titels einen relevanten Einfluss auf die Haltedauer von Immobilienanlagen haben. Lediglich der Immobilienzyklus wird als relevanter Faktor

[94] Vgl. Schnorf, P.; Immobilienmarktforschung. Präsentation Curem (Datenquelle Wüest & Partner, Stand 2011); S. 20

mit Bezug auf die Haltedauer, insbesondere von den Versicherungen, berücksichtigt. Erklärungen für diese Diskrepanz können im Verhalten der Investoren gefunden werden, die tendenziell eine ähnliche „Buy-and-Hold-Strategie“ verfolgen und deshalb mehr auf die Branchenbenchmarks achten als auf die Entwicklung der Wirtschaft und Immobilienzyklen. Ein weiteres Argument um dieses Verhaltensmuster zu begründen, kann in der Komplexität der Zyklenvorhersage liegen und darin, dass deren Ursachen nicht eindeutig nachgewiesen werden können und oft schwierig messbar sind[95].

Kotierten Immobilienanlagen wird durch die Möglichkeit, regulär an der Börse gehandelt zu werden und somit Variationen des Immobilienmarktes zeitnah in die in Bewertung einzupreisen, die Eigenschaft zugerechnet, als Frühindikator für die zukünftige Entwicklung des direkten Immobilienmarktes zu operieren. Diese Verbindung kann allerdings in der Wahrnehmung von Investoren nicht bestätigt werden, was darauf hindeuten kann, dass Kursanpassungen von indirekten Immobilienanlagen eher auf eine Korrelation mit den Aktienmärkten zurückzuführen sind und keine unmittelbare Trend-Indikation für direkte Immobilieninvestitionen darstellen.

Ein hohes Maß an Heterogenität, Intransparenz und Mangel an Vergleichbarkeit sind Merkmale, die den Immobilienmarkt stark prägen. Sie könnten Ursachen dafür sein, weshalb die Meinungen der befragten Akteure in Bezug auf die Performance-Einschätzung so stark voneinander abweichen. Tatsache ist, dass Investoren über die letzten fünf Jahre bei direkten Immobilienanlagen eine viel bessere Performance erreicht haben als bei indirekten Immobilienanlagen. Ob diese Einschätzung auf die durchschnittlich negative Performance (TR) der indirekten Immobilienanlagen in den letzten zwei Jahren zurückgeführt werden kann oder durch einen Mangel an Vergleichbarkeit und Transparenz verursacht ist, kann nicht abschließend geklärt werden. Fazit ist, dass die befragten Investoren zukünftig ihren Fokus auf direkte Investitionen erweitern werden und dies eine Herausforderung für Immofonds und ImmoAGs darstellen wird, ihre Wettbewerbsvorteile markanter gegenüber direkten Immobilieninvestitionen hervorzuheben.

---

[95] Rottke, Nico B. (2006) Integration von Immobilienzyklen in das Immobilienmanagement in Bone-Winkel, S./Thomas, M./Schäffers, W./ u.a. (2006): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie. Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte. Köln, 2006. S.55-70

7.2 Diskussion

Zwecks der Validierung der quantitativen Relevanz der aus der Befragung gewonnenen Erkenntnisse sind weitere Analysen notwendig, um die Asymmetrien im Anlageverhalten zwischen Investoren und Empfänger besser zu verstehen und zu interpretieren.

Die vorliegenden Erkenntnisse geben zwar klare Hinweise über die präferierten Kriterien von institutionellen Investoren bei Investitionen in kotierte Immobilienanlagen, decken aber nicht das mittlere und untere Segment der Pensionskassen ab, die differenzierte Bedürfnisse haben und Entscheidungskriterien möglicherweise anders gewichteten. Insbesondere sollte bei einer weiterführenden Analyse die Relevanz von Liquidität bei der Mittelallokation und der Trend von Investitionen in indirekte Immobilienanlagen gegenüber direkten Investitionen durch die Einbindung von kleinen und mittleren Pensionskassen vertieft werden.

Mit Hinblick auf die Repräsentativität der Befragung ist zu beachten, dass, obwohl die durchschnittliche Rücklaufquote mit 50 % ein positives Ergebnis darstellt, die Rückschlüsse bei den Investitions-Empfängern von Immofonds dominiert sind, da bei den ImmoAGs nur eine Beteiligung von 27,3 % erreicht werden konnte (Graf. 1).

In Zusammenhang mit den Rückmeldungen im Bereich der Performance und der zukünftigen Entwicklung der Mittelallokation muss berücksichtigt werden, dass die Befragung in einem Zeitraum durchgeführt wurde, in dem die Geschäftsberichte von Immofonds und ImmoAGs für das Jahr 2013 bereits verfügbar waren und die Branche im Durchschnitt nicht auf ein erfreuliches Jahr zurückblicken konnte. Immofonds und ImmoAGs mussten im vergangenen Jahr eine negative Performance (TR) von respektive -6,88 % und -2,77 % hinnehmen, was in einer Zwei-Jahres-Betrachtung zwar wieder im positiven Bereich liegt, aber mit 2,27 % für ImmoAGs und 1,65 % für Immofonds deutlich unter den Erwartungen von Investoren liegt. Deshalb kann nicht ausgeschlossen werden, dass dieses negative Umfeld die Einschätzungen gegenüber indirekten Immobilienanlagen in gewissem Maße beeinflusst hat.

Ferner konnte im Bereich der Haltedauer festgestellt werden, dass Investoren deutlich länger in ImmoAGs (10-15 Jahre) als in Immofonds (5-10 Jahre) investiert bleiben. Zwei mögliche Erklärungen konnten in diesem Zusammenhang identifiziert werden. Einerseits, dass die höhere Volatilität von ImmoAGs Titel zu längeren Haltedauern motiviert, um Schwankungen abzufedern, sowie andererseits eine zweite Annahme, die

mit der Aktionärsstruktur von ImmoAGs zusammenhängt. Letztere konnte zwar nicht abschliessend geklärt werden, aber die ersten Analysen deuten darauf hin, dass Pensionskassen und Versicherungen Aktienbeteiligungen an relevanten ImmoAGs in der Summe im Bereich von 20 % bis zu 30 % halten[96]. Basierend auf dieser vorläufigen Analyse und der Höhe der Beteiligung kann abgeleitet werden, dass Anlagen von Pensionskassen und Versicherungen eine strategischere Orientierung haben, die zu langfristigeren Haltedauern bei ImmoAGs als bei Immofonds führt.

7.3 Ausblick

Die Erhebung bietet weitere interessante Anhaltspunkte, was die zukünftige Weiterentwicklung der indirekten Immobilienanlagen betrifft. In diesem Zusammenhang sind zwei Aspekte von großer Bedeutung: die Anforderungen an Liquidität und die Investitionen in neue Produkte und Märkte. Erstens ist zu erwarten, dass Liquidität auf Grund von Restriktionen im regulatorischem Umfeld (z.B. Swiss Solvency Test) zunehmend an Bedeutung gewinnen wird. Deshalb könnten indirekte Immobilienanlagen in näherer Zukunft von diesem Trend profitieren und ihre Position weiter ausbauen.

Zweitens haben Investoren bestätigt, dass der Zugang zu neuen Märkten und Produkten einen relevanten Entscheidungsfaktor darstellt, um in indirekte Vehikel zu investieren, was wiederum eine Chance für die Branche bietet. Anscheinend sind diese Signale nicht in geeigneter Form bei Immofonds und ImmoAGs angekommen, da dieser Aspekt klar unterbewertet wurde.

Große institutionelle Anleger erwarten von Immofonds und ImmoAGs ein differenziertes Angebot mit innovativen Produkten und Zugang zu bisher nicht erschlossenen Märkten, die sie mit ihren eigenen Kompetenzen und Ressourcen selbst nicht abdecken können. Sollte es daran liegen, dass der Schweizer Immobilienmarkt inzwischen zu bekannt für alle Akteure geworden ist, um neue innovative indirekte Anlagekonzepte zu platzieren, besteht die Möglichkeit, dass institutionelle Investoren zukünftig indirekte Investitionen zunehmend in ausländischen Immobilienanlagen tätigen. Für diese Entwicklung spräche, dass ausländische Immofonds einen greifbaren Know-how-Mehrwert über Märkte und Produkte einbringen können, über welchen die Schweizer Investoren nicht verfügen, und dass diese von einem höheren Maß an

[96] Beispiele Aktionär Struktur ImmoAGs: Anteil Versicherungen und Pensionskassen; Jahresberichte 2013; (SPS = 25,6%; Allreal = 29,8%; Intershop = 10%; Mobimo = 39% inkl. Banken)

Diversifizierung profitierten. Hier sind zwar höhere Volatilitäten und Währungsrisiken zu berücksichtigen, aber der Liquiditäts-Aspekt gewänne bei diesen Investitionen sicherlich an Bedeutung.

Zwei weitere Fragestellungen, die im Rahmen der Untersuchung thematisiert wurden und bei den Befragten praktisch keine Zustimmung gefunden haben, waren die Thesen, dass durch Anlagen in indirekte Vehikel Steueroptimierungen und Prozessoptimierungen durch die Fokussierung auf Kernkompetenzen generiert werden können.

Beim Thema der Steuern herrscht Einigkeit, nicht nur unter den Investoren, sondern auch unter den Empfängern von Investitionen. Trotzdem kann man sich berechtigter Weise die Frage stellen, ob dieses Thema nicht eine höhere Relevanz erhalten hätte, wenn man die Frage an Steuerexperten gestellt hätte, die in die Betrachtung eine umfassendere Perspektive hätten einbringen können.

Ferner sollte kritisch hinterfragt werden, ob tatsächlich keine Optimierungen in den Prozessen der Investoren durch die Verlagerung von Investitionen in indirekte Immobilienanlagen generiert werden können. Anscheinend ist das nicht der Fall, wenn man der Investoren-Einschätzung glaubt, die diesem Ansatz kaum 13,7 % Zustimmung schenkt. Immofonds und ImmoAGs haben diesbezüglich erwartungsgemäß eine komplett andere Perspektive und bewerten dies mit einer Quote von. 81,2 % sehr positiv. Ungeachtet dieser Unstimmigkeiten sollte dieser Aspekt nicht außer Acht gelassen und weiter untersucht werden, da weitere Entwicklungen zur Steigerung der Produktivität in der Branche nicht ausgeschlossen werden können. Entwicklungen ähnlicher Natur, die vor zwanzig Jahren undenkbar waren, haben sich erfolgreich in der IT-Branche und im Immobiliensektor im Bereich des technischen und kaufmännischen Facility Management etabliert und durch Volumen und Know-how-Effekte Kostenreduzierungen generiert.

Abschließend erscheint noch von Bedeutung, eine letzte Überlegung dem Liquiditäts-Aspekt der Untersuchung zu widmen, da auch hier die Wahrnehmungen von Investoren und Empfängern stark auseinandergehen und letztendlich nur 28,5 %[97] der Versicherungen und Pensionskassen dies als ein relevantes Entscheidungskriterium eingestuft haben. Auf der Suche nach möglichen Erklärungen spielen Faktoren wie das positive Wirtschaftsumfeld mit tiefen Zinsen und attraktive Refinanzierungs-

[97] Siehe 6.5.3 Entscheidungskriterien bei der Assetallokation

möglichkeiten sowie die hohen Bestände an liquiden Mitteln von Pensionskassen und die Liquidität des Schweizer direkten Immobilienmarktes, getrieben durch den hohen Anlagedruck, eine große Rolle. Die Grundsatzfrage, die sich in diesem Zusammenhang stellt, ist, ob dies so bleiben wird oder, sobald die Zinsen steigen und sich die Wirtschaftslage abkühlt, ein höheres Maß an Liquidität bei Investoren erneut an Attraktivität gewinnen wird.

Literaturverzeichnis

Baroni, M./Barthélémy, F./Mokrane, M. (2007):Optimal holding period for a real estate portfolio from: Journal of Property Valuation and Investment Volume 25: Issue: 6, 2007.

Baumeister, A. (2003): Risikomanagement bei Immobilieninvestments. Entscheidungshilfen für Institutionelle Anleger. Hohenheim 2003.

Bänziger, P. (2014): Swisscanto, Präsentation Schweizer Pensionskassen 2014. Zürich 21-05-2014. S.11.

Bänziger, P./Härter, T. (2013): Neue Prozesse für die taktische Asset Allocation "Buy And Hold" reicht nicht mehr. Swisscanto Pensionskassen Studie 2013. S.13.

Blächliger, Staehelin & Partner (Hrsg) (2003): Eine Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz, Basel 2003.

Bone-Winkel, S./Thomas, M./ Allendorf, G.J./Walbörhl, V./Kurzrock, (2005): Immobilien-Portfoliomanagement, in: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Auflage. München, 2005.

Bone-Winkel, S. (1994): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds – unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien. Köln, 1994.

Bone-Winkel, S./Thomas, M./Schäffers, W./ u.a. (2006): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie. Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte. Köln, 2006.

BVI-Jahrbuch_Deutscher Fond Verband (Hrsg.) (2013): Offene Immobilienfonds Verbot verhindert S.18-22. Abgerufen am 20.03.2014 von www.bvi.de/bvi/publikationen.

Credit Suisse (Hrsg.) (2014): Immobilienmarkt 2014 - Strukturen und Perspektiven. Zürich, 2014.

Credit Suisse (Hrsg.) (2014): Swiss Issues Immobilien - Immobilienmonitor 2. Quartal 2014, S.15. Zürich, 2014.

Credit Suisse (Hrsg.) (2014): Swiss Issues Immobilien - Hoher Preis für die Einschränkung der Zuwanderung. Zürich, 2014.

Credit Suisse/Datastream (Hrsg.) (2013): Schweizer Immobilienfonds – Kennzahlen, Ausgabe 29-11-2013.

Credit Suisse (Hrsg.) (2013): CrediNovum Immobilienanlagen auf einen Blick, Schweiz Oktober 2013.

Credit Swiss Swiss (Hrsg) (2014). Issues Immobilien März 2014 Strukturen und Perspektiven. S.4.

Dunsch, J. (2013): Die Schweiz kämpft gegen eine Immobilienblase, in: Frankfurter Allgemeine. Zürich 13-02 2013.

EPRA Research (Hrgs.) (2012): Real estate securities - real estate or equities? An international analysis. Regensburg 2012.

Fäs, U./Odile, M.(2012): Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlage-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern (31.12.2012).

FINMA (Hrsg) (2012): Bericht über den Versicherungsmarkt 2012 Seiten: 6,8,11,14,21, und 24.

Gantenbein, P. (2009): Illusion oder Diversifikation. Die heutige Krise offenbart eine hohe parallele Zyklizität von Immobilien- und Finanzmärkten, in: Neue Züricher Zeitung Sonderbund Immobilien, Basel 2009 www.nzz.ch/aktuell/startseite/illusion-der-diversifikation.

Gerster, S. (2013); Immobilienkaufrecht. Aspekte der Due Diligence. Vorlesung Institut für Banking und Finance – CUREM: MAS Real Estate 16-05-2013 S.4.

Haldner, T. (2014):Schwächere Dynamik am US-Immobilienmarkt. Finanz und Wirtschaft/Märkte und Immobilien 25.02.2014. www.fuw.ch/article/schwachere-dynamik-am-us-immobilienmarkt/; abgerufen am 26.05.2014.

Hamelink, F./Hoesli, M. (1996): Swiss real estate as a hedge against inflation: New evidence using hedonic and autoregressive models from: Journal of Property Finance Volume: 7, Issue:1, 1996.

Hoesli, M./Lekander, Jon (2007): Real Estate Portfolio Strategy and Product Innovation in Europe, from : Cahier de Recherches, Faculté des Sciences Economiques et Sociales. Genève, 2007.

Hoesli, M./Hamelink, F. (1996) : Diversification of Swiss portfolios with real estate, Results based on a hedonic index from: Journal of Property Valuation and Investment Volume: 14 Issue 5, 1996.

Hudson-Wilson, S. (2005): Why Real Estate? And how? where? and when? Journal of Portfolio Management Special Edition 2005.

Jones Lang Lasalle - JLL (Hrsg) (2011): Immobilien Investment Survey 2011. Zielrenditen für direkte und indirekte Immobilien Anlagen; S.18, 23, 24,27 und 35.

Kerry-U. Brauer (Hrsg.). (1999): Grundlagen der Immobilienwirtschaft. Wiesbaden, 1999; S. 10-13, S.37, S.42.

Kloess S. (2014) Wissen und Kompetenzen für die Organisatorische Umsetzung. CUREM 2013-2014 IV. Modul Strategisches Management Strategielehre Zürich 10-02-2014; S.22.

Kloess S. (2013).– Structure follows strategy. Eine Einführung. CUREM 2013-2014 Zürich 13-11-2013; S.106.

Kloess, S./Schär R. (2013): Wie sicher ist sicher? Immobilieninvestments – Core-Objekte sind bei Investoren begehrt, insbesondere bei Pensionskassen. Fraglich ist, ob sie auf dem aktuellem Preisniveau noch ihre Tresorfunktion erfüllen – oder zum Risiko werden, in: Zeitschrift Immobilien Business 12/2013_1/2014; S.38.

Klug, Walter (2008): Offene Immobilienfonds. Zeit für stabile Werte, Frankfurt 2008.

Kühne, A./Schunk, M./Keller, A. (2014): Schweizerisches Recht der kollektiven Kapitalanlagen. Praktischer Überblick und rechtliche Grundlagen, 2 Auflage, Zürich 2014, S. 7-10; S.32-35.

Lanz, M. (2013): Die Schweiz ist reif für eine Immobilienkriese, in: Neue Zürcher Zeitung, Zürich 16-01-2013.

Maksimovic, D. (2013): Produktpalette der indirekten Immobilienanlagen, in: UBS Real Estate Focus, Januar 2013, S. 33-34, abgerufen am 20.03.2014 von www.ubs.com.

Marbacher, S. (2014): Indirekte Immobilienanlagen Schweiz Master of Advanced Studies in Real Estate Baker & McKenzie Zürich Vorlesung 28-02-2014; S.36.

Market Tools (Hrsg.) (2013): Pension Funds Guide Switzerland 2013.

Merkt, A. (2013): Immobilienanleger gehen 2013 Risiken ein, in: Tagesanzeiger, Zürich Januar 2013.

Meyer, S. (2013): Börsennotierte Immobilien, in: UBS Real Estate Focus, Januar 2013, S. 29-30, abgerufen am 20.03.2014 von www.ubs.com.

Mommendey, F. (1993): Einführung in das neue Aktienrecht der Schweiz. Zürich, 1993.

Pilz G. (2007): Immobilienaktien und REITs - Investmentchancen für Anleger, Oldenburg, August 2007.

Plattner, P. (2013); Vorlesung Institut für Banking und Finance – CUREM: MAS Real Estate 13-05-2013; S.4.

Prien, U./Seger, B. (2013): KPMG Swiss Real Estate Sentiment Index, Schweiz 2013.

Pröbstl, Georg (2014): Schweizer Immobilienaktien – von wegen Überhitzung in: www.handelszeitung.ch/invest/stocks, 2014.

Richter, S. (2012): Hinweise zur Formulierung von Thesen, Hypothesen und Leitfragen; Hildesheim Juni 2012.

Rottke, Nico B. (2006); Integration von Immobilienzyklen in das Immobilienmanagement in Bone-Winkel, S./Thomas, M./Schäffers, W./ u.a. (2006): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie. Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte. Köln, 2006; S. 55-70.

Schaefer, Michael (2014): Unsicherheit belastet einstige Börsenlieblinge. Immobilienaktien in der Gefahrenzone in: www.nzz.ch/finanzen/übersicht/finanzportal.

Schätz, A./Steffen, S. (2011): Indirekte Immobilieninvestments und ihre Wechselwirkungen mit Direktanlagen, Aktienmarkt und der Realwirtschaft, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Regensburg 2011, S. 85-86.

Schnell, R., Hill,P.B., Esser, E., (1992): Methoden der empirischen Sozialforschung, 3. Auflage, München 1992, S. 367ff.

Schnorf, P., (2013): Immobilienmarktforschung. Präsentation Curem (Datenquelle SNB (SPI-Titel) Statistisches Monatsheft, Februar 2013; Berechnungen Wüest & Partner); S. 20,21 und 24.

Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (2005) (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Auflage, Köln 2005.

Schulte, K.-W. (2005) u.a. Immobilienökonomie Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 3. Auflage, München; Wien, 2005, S.631.

Schulte, K.-W. (2001) u.a. Immobilienökonomie Band II Rechtliche Grundlagen. Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut. Die rechtlichen Rahmenbedingungen der funktionsspezifischen Aspekte der Immobilienökonomie, München; Wien, 2001, S. 2-28.

Schweizerischer Versicherungsverband - SVV (Hrsg) (2013): Jahresbericht 2013 S.10.

SMI Indices. (Hrsg) (2013): Special Industry Index (SXI)-Familie Dezember 2013. http://www.six-swissexchange.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/sxi/factsheet_realestate_de.pdf

Swisscanto Pensionskassen Studie 2013(Hrsg): S. 10,21,37,39.

Swiss Funds & Asset Management Association (Hrsg.) (2014b): Schweizer Immobilienfonds eine Bewährte Anlageklasse, abgerufen am 14.01.2014 von www.sfama.ch/publications.

Swiss Real Estate index (SXI) - Immobilien: Abgerufen am 13-07-2014 von http://www.six-swissexchange.com/indices/data_centre/shares/ sxi_real_de.html.

Swiss Real Estate index (SXI) - Immofonds: Abgerufen am 13-07-2014 von http://www.six-swissexchange.com/indices/data_centre/shares/ sxi_realfunds_de.html.

Swiss Real Estate index (SXI) - Produkte: Abgerufen am 13-07-2014 http://www.six-swiss-exchange.com/knowhow/products/ funds/types/immo_de.html.

Swiss Real Estate index (SXI) - Top 10 Immofonds: Abgerufen am 13-07-2014 http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/ sxi_realswissfunds_de.html.

Swiss Real Estate index (SXI) - ImmoAGs: Abgerufen am 13-07-2014 von http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/ shares/sxi_realshares_de.html.

Swiss Real Estate index (SXI) – Top 5 ImmoAGs: Abgerufen am 13-07-2014 http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/ sxi_realswissshares_de.html.

UBS (Hrsg.) (2014a): UBS Swiss Real Estate Bubble Index - 4. Quartal 2014; abgerufen am 20.03.2014 von www.ubs.com.

UBS (Hrsg.) (2014b): UBS Real Estate Focus – Immobilienmarkt Schweiz 2014, Zürich 2014, Immobilienaktien Bilanzpassiven treten ins Rampenlicht - Immobilienfonds unter dem Druck steigender Zinserwartungen - Schweizer Immobilienfonds putzen sich immer mehr heraus, S.31-36; Abgerufen am 20.03.2014 von www.ubs.com.

UBS (Hrsg.) (2014c): UBS UBS Swiss Office Space Investment Index - 1. Halbjahr 2014, Zürich, April 2014 www.ubs.com.

Veraguth, T. (2013): Direkte und indirekte Immobilienanlagen langfristig im Gleichschritt, in: UBS Real Estate Focus, Januar 2013, S. 31-32; abgerufen am 20.03.2014 von www.ubs.com.

Veraguth, T. (2014): Immobilienfonds – unter dem Druck steigender Zinserwartungen, in: UBS Real Estate Focus, Januar 2014, S. 33-34; abgerufen am 25.06.2014 von www.ubs.com.

Weibel, René (2011): Depotanalyse: Immobilienaktien sind im Vorteil in: www.bilanz.ch/invest/depotanalyse 28-01-2011.

Wellner, K. (2002): Entwicklung eines Immobilien Portfolio-Management-Systems. Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen-Diversifizierter-Immobilien-Portfolios. Leipzig 2002.

Wüest & Partner (Hrsg.) (2010): Reglement Indizes indirekter Immobilienanlagen - Methodenbeschrieb, Zürich 1.09.2010.

Wüest & Partner (Hrsg.) (2013): Immo-Monitoring – Herbstausgabe 2014-1, Zürich Oktober 2013, S. 94-97.

Wüest & Partner (Hrsg.) (2014): Immo-Monitoring – Frühlingsausgabe 2014-2, Zürich April 2014, S. 51-53, S. 98-101.

Zürcher Kantonalbank (Hrsg.) (2013): Immobilienbarometer – 1. Quartal 2014, Zürich 2014 abgerufen am 15-05-2014 von https://www.zkb.ch/media/pub/coporate.

Zürcher Kantonalbank (Hrsg.) (2014): Immobilien aktuell – Mai 2014, Regulatorischer Gegenwind hält an S 20-22 abgerufen am 15-05-2014 von https://www.zkb.ch

Anhang

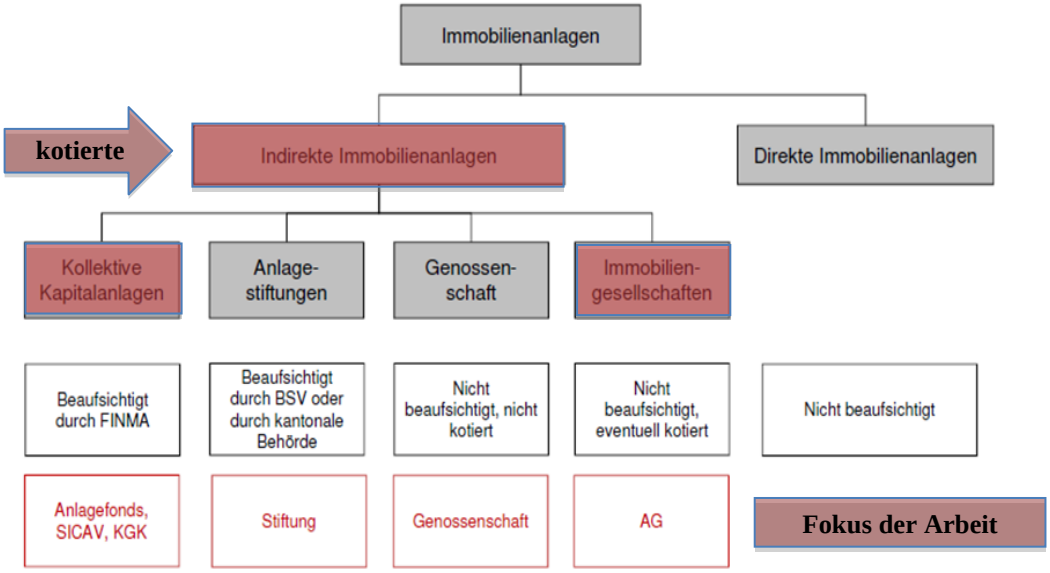
Anhang 1: Relevanter Immobilienmarkt I

Relevanter Immobilienmarkt I			
In Mrd. CHF	**Gesamt**	**Erhebung**	
Pensionskassen Gesamtinvestitionen	620’6	342’7	*55,2 %*
Quelle	Finanzen der Beruflichen Vorsorge GRSV	Pension Funds Guide Switzerland 2013[98]	
Pensionskassen in Immobilien 20,3 %	126’0	69’6	*55,2 %*
Quelle	Studie Swisscanto 2013 S.39	Studie Swisscanto 2013 S.39	
Versicherungen In Immobilien	41’4	35’6	*86 %*
Quelle	FINMA Bericht 2012	In Anlehnung an FINMA Bericht 2012	
Immofonds	32’7	31’3	*95,7 %*
Quelle	Geschäftsberichte 2013. Gesamtvermögen	Geschäftsberichte 2013. Gesamtvermögen	
ImmoAGs	27’7	26’8	*96,8 %*
Quelle	Geschäftsberichte 2013. Bilanzwert Liegenschaften	Geschäftsberichte 2013. Bilanzwert Liegenschaften	
Summe Immobilien	**227’8**	**163’3**	**71,7 %**

Anhang 2: Relevanter Immobilienmarkt II

Relevanter Immobilienmarkt II			
In Mrd. CHF	**Gesamt**	**Erhebung**	
Pensionskassen in Immobilien	126’0	69’6	*55,2 %*
	Anhang 1	Anhang 1	
Pensionskassen in kotierte Immobilien	**15’1**	**8’4**	*55,6 %*
Quelle	JLL Investment Survey 2011 (12 %)	JLL Investment Survey 2011 (12 %)	
Versicherungen in Immobilien	41’4	35’6	*86 %*
	Anhang 1	Anhang 1	
Versicherungen In kotierte Immobilien	**3’7**	**3’2**	*86,4 %*
Quelle	JLL Investment Survey 2011 (9 %)	JLL Investment Survey 2011 (9 %)	
Summe kotierte Immobilien-investitionen	**18’8**	**11’6**	*61,7 %*

Anhang 3: Verschiedene Anlagemöglichkeiten in Immobilien



Anhang 4: Kennzahlen Immofonds

IMMOBILIENFONDS - KENNZAHLEN

Unternehmen	Gesamtvermögen	Nettovermögen NAV	Verschuldung	Fremdkapital Quote	Boersen-Kapitalisierung	Agio-Disagio	Agio-Disagio %
UBS SWISS ANFOS	2'100.3	1'593.9	506.4	24.1%	1'898.3	304.4	19.1%
BONHOTE IMMOBILIER	772.7	591.4	181.3	23.5%	677.0	85.6	14.5%
CS REF LIVING PLUS	2'348.3	2'005.0	343.3	14.6%	2'385.1	380.1	19.0%
CS REF PROPERTY PLUS	1'320.1	1'041.5	278.6	21.1%	1'138.1	96.6	9.3%
UBS DIRECT RES	463.4	421.7	41.7	9.0%	468.1	46.4	11.0%
Rothschild RE Swiss + Helvetia	809.1	618.4	190.7	23.6%	622.5	4.1	0.7%
FIR	1'007.6	782.5	225.1	22.3%	962.6	180.1	23.0%
LA FONCIERE	977.4	765.2	212.2	21.7%	931.2	166.0	21.7%
UBS FONCIPARS	961.8	689.8	272.0	28.3%	816.0	126.2	18.3%
CS REF GREEN PROP	721.6	645.9	75.7	10.5%	666.6	20.7	3.2%
CS REF HOSPITALITY	1'349.8	930.9	418.9	31.0%	857.3	-73.6	-7.9%
IMMOFONDS	1'235.3	892.7	342.6	27.7%	1'126.6	233.9	26.2%
Immo Helvetic	757.0	531.7	225.3	29.8%	622.1	90.4	17.0%
CS REF INTERSWISS	2'077.7	1'427.7	650.0	31.3%	1'487.4	59.7	4.2%
PROCIMMO	751.8	525.8	226.0	30.1%	569.1	43.3	8.2%
PATRIMONIUM CH RE	572.9	364.8	208.1	36.3%	398.9	34.1	9.3%
REALSTONE	564.1	347.9	216.2	38.3%	392.4	44.5	12.8%
CS REF SIAT	2'363.3	1'725.9	637.4	27.0%	2'089.4	363.5	21.1%
SWISSCANTO IFCA	1'350.0	1'018.9	331.1	24.5%	1'167.2	148.3	14.6%
UBS SWISS SIMA	7'194.1	4'972.2	2'221.9	30.9%	5'847.3	875.1	17.6%
SOLVL 61 PRT	711.8	711.8	0.0	0.0%	871.7	159.9	22.5%
UBS SW SWISSREAL	1'507.9	1'149.1	358.8	23.8%	1'216.9	67.8	5.9%
SWISSINVEST REAL	695.5	537.3	158.2	22.7%	613.4	76.1	14.2%
RESIDENTIA	114.0	76.0	38.0	33.3%	73.5	-2.5	-3.3%
SUMME	**32'727.5**	**24'368.0**	**8'359.5**	25.5%	**27'898.9**	**3'530.9**	14.5%
10 Grösste und liquidste Immofonds: Anteil am Markt kotierter Immofonds					18'356.4	65.8%	
	Gesamtvermögen				**Boersen-Kapitalisierung**		
ABDECKUNG UMFRAGE	31'345.5	23'384.8	7'960.7		26'877.5	3'492.7	
	95.8%	96.0%	95.2%		96.3%	98.9%	
ABDECKUNG RÜCKMELDUNG	20'641.0	15'348.7	5'292.3		18'002.2	2'653.5	
	63.1%	63.0%	63.3%		64.5%	75.1%	

Quelle: Geschftsberichte Immofonds 2013

Anhang 4-A: Kennzahlen Immofonds - Anteil Rücklauf-Investitionen

IMMOBILIENFONDS - KENNZAHLEN (Auswertung Rücklaufquoten)

Unternehmen	Gesamtvermögen	Nettovermögen NAV	Verschuldung	Fremdkapital Quote	Boersen-Kapitalisierung	Agio-Disagio	Agio-Disagio %	Rücklauf am Gesamtvemögen
UBS SWISS ANFOS	2'100.3	1'593.9	506.4	24.1%	1'898.3	304.4	19.1%	2'100.3
BONHOTE IMMOBILIER	772.7	591.4	181.3	23.5%	677.0	85.6	14.5%	
CS REF LIVING PLUS	2'348.3	2'005.0	343.3	14.6%	2'385.1	380.1	19.0%	2'348.3
CS REF PROPERTY PLUS	1'320.1	1'041.5	278.6	21.1%	1'138.1	96.6	9.3%	
UBS DIRECT RES	463.4	421.7	41.7	9.0%	468.1	46.4	11.0%	463.4
Rothschild RE Swiss + Helvetia	809.1	618.4	190.7	23.6%	622.5	4.1	0.7%	809.1
FIR	1'007.6	782.5	225.1	22.3%	962.6	180.1	23.0%	1'007.6
LA FONCIERE	977.4	765.2	212.2	21.7%	931.2	166.0	21.7%	
UBS FONCIPARS	961.8	689.8	272.0	28.3%	816.0	126.2	18.3%	961.8
CS REF GREEN PROP	721.6	645.9	75.7	10.5%	666.6	20.7	3.2%	721.6
CS REF HOSPITALITY	1'349.8	930.9	418.9	31.0%	857.3	-73.6	-7.9%	
IMMOFONDS	1'235.3	892.7	342.6	27.7%	1'126.6	233.9	26.2%	
Immo Helvetic	757.0	531.7	225.3	29.8%	622.1	90.4	17.0%	757.0
CS REF INTERSWISS	2'077.7	1'427.7	650.0	31.3%	1'487.4	59.7	4.2%	
PROCIMMO	751.8	525.8	226.0	30.1%	569.1	43.3	8.2%	
PATRIMONIUM CH RE	572.9	364.8	208.1	36.3%	398.9	34.1	9.3%	
REALSTONE	564.1	347.9	216.2	38.3%	392.4	44.5	12.8%	564.1
CS REF SIAT	2'363.3	1'725.9	637.4	27.0%	2'089.4	363.5	21.1%	2'363.3
SWISSCANTO IFCA	1'350.0	1'018.9	331.1	24.5%	1'167.2	148.3	14.6%	1'350.0
UBS SWISS SIMA	7'194.1	4'972.2	2'221.9	30.9%	5'847.3	875.1	17.6%	7'194.1
SOLVL 61 PRT	711.8	711.8	0.0	0.0%	871.7	159.9	22.5%	
UBS SW SWISSREAL	1'507.9	1'149.1	358.8	23.8%	1'216.9	67.8	5.9%	
SWISSINVEST REAL	695.5	537.3	158.2	22.7%	613.4	76.1	14.2%	695.5
RESIDENTIA	114.0	76.0	38.0	33.3%	73.5	-2.5	-3.3%	
SUMME	**32'727.5**	**24'368.0**	**8'359.5**	25.5%	**27'898.9**	**3'530.9**	14.5%	**21'336.1**
								65.2%
	Gesamtvermögen				**Boersen-Kapitalisierung**			**Rücklauf am Gesamtvemögen**
ABDECKUNG UMFRAGE	31'345.5	23'384.8	7'960.7		26'877.5	3'492.7		
	95.8%	96.0%	95.2%		96.3%	98.9%		
ABDECKUNG RÜCKMELDUNG	20'641.0	15'348.7	5'292.3		18'002.2	2'653.5		
	63.1%	63.0%	63.3%		64.5%	75.1%		

Anhang 5: Kennzahlen ImmoAGs

ImmoAGs - KENNZAHLEN

Unternehmen	Börsen - Kapitalisierung		Bilanzsumme	Eigenkapital	Fremdkapital	FK in %	Bilanzwert Liegenschaften und Entwicklung	Bilanzwert Liegenschaften	Bilanzwert Areale und Entwicklung	Rückmeldung auf Bilanwert Liegenschaften	
ZUG ESTATES HOLDING AG	573.5		981.9	621.1	360.8	36.7%	892.2	892.2	0.0		
ZUEBLIN IMM N	117.1		841.9	223.7	618.2	73.4%	790.6	790.6	0.0		
WARTECK N	254.1		553.4	210.7	342.7	61.9%	545.5	545.5	0.0	2.0%	545.5
SWISS PRIME SITE N	4'177.7	30.4%	10'512.2	4'107.3	6'404.9	60.9%	9'817.8	9'339.5	478.3	35.4%	9'817.8
SWISS FIN&PROP INV N	386.0		431.4	212.3	219.0	50.8%	391.0	391.0	0.0		
PSP N	3'463.0	25.2%	6'541.8	3'839.2	1'838.8	28.1%	6'465.5	6'033.9	431.6		
PAX N	205.2		529.3	279.6	249.7	47.2%	131.1	131.1			
MOBIMO N	1'156.5		2'708.5	1'241.1	1'467.4	54.2%	2'371.9	1'577.7	794.2		
INTERSHOP I	704.0		1'296.8	567.2	729.6	56.3%	1'237.2	1'119.7	117.5	4.5%	1'237.2
HIAG IMMOBILIEN N	608.0		1'111.6	503.3	608.4	54.7%	971.0	971.0			
BFW LIEGENSCHAFTEN N	124.1		359.4	189.9	169.6	47.2%	303.7	303.7			
ALLREAL N	1'964.7		3'994.7	1'969.3	2'025.4	50.7%	3'828.3	3'445.8	382.5		
SUMME	13'733.9		29'862.9	13'964.7	15'034.5	50.3%	27'745.8	25'541.7	2'204.1	41.8%	11'600.5
5 Grösste und liquidste ImmoAGs: Anteil am Markt kotierter ImmoAGs	11'465.9	83.5%									
ABDECKUNG UMFRAGE	13'125.9		28'751.3	13'461.4	14'426.1		26'774.8	24'570.7	2'204.1		
	95.6%		96.3%	96.4%	96.0%		96.5%	96.2%	100.0%		
ABDECKUNG RÜCKMELDUNG	5'135.8		12'362.4	4'885.2	7'477.2	1.8	11'600.5	11'004.7	595.8		
Quelle: Geschäftsberichte ImmoAGs 2013	37.4%		41.4%	35.0%	49.7%		41.8%	43.1%	27.0%		

Anhang 6: Assets der 50 größten Pensionskassen

Assets der 50 Größten Schweizer Pensionskassen	2011	2012		Antworten 2012	Antworten 2013	
Fonds de compensation de l'Assurance-Vieillesse et Survivants (AVS - AHV)	41'147	29'875				
Pensionskasse des Bundes PUBLICA	33'114	35'069		33'114	35'069	
BVK Personalvorsorge des Kantons Zürich	20'910	22'552				
MPK Migros-Pensionskasse	16'908	18'472		16'908	18'472	
Pensionskasse SBB	14'056	14'776		14'056	14'776	
Pensionskasse Post	13'769	14'602		13'769	14'602	
Pensionskasse der Credit Suisse Group (Schweiz)	13'739	14'481		13'739	14'481	
Pensionskasse Stadt Zürich (PKZH)	13'119	13'852				
Pensionskasse Novartis	11'831	12'350				
Pensionskasse Basel-Stadt (PKBS)	9'735	10'246				
Bernische Pensionskasse (BPK)	8'858	9'654		8'858	9'654	
Bernische Lehrerversicherungskasse (BLVK)	8'858	5'591		8'858	5'591	
Aargauische Pensionskasse (APK)	7'712	8'310		7'712	8'310	
Caisse de Pension de l'Etat de Vaud (CPEV)	7'309	7'846		7'309	7'846	
Complan	7'198	7'855				
CPV/CAP Coop Personalversicherung	6'999	7'505				
CIA (Canton de Genève)	5'923	6'184				
Basellandschaftliche Pensionskasse (BLPK)	5'493	5'868		5'493	5'868	
Luzerner Pensionskasse (LUPK)	5'064	5'463		5'064	5'463	
PKE Pensionskasse Energie	4'566	4'750		4'566	4'750	
Fonds de Pensions Nestlé	4'300	4'700	k.A. für 2012	4'300	4'700	
GastroSocial Pensionskasse	4'199	4'686		4'199	4'686	
Caisse de Pensions du CERN	3'935	1'247				
Sulzer Vorsorgeeinrichtung	3'627	3'748				
Caisse Inter-Entreprise de Prévoyance Professionnelle - CIEPP	3'602	4'129				
Cassa pensioni dei dipendenti dello Stato (CPDS)	3'306	3'507		3'306	3'507	
Versicherungskasse für das Staatspersonal des Kantons St. Gallen	3'292	3'858				
ABB Pensionskasse	3'020	3'170				
Pensionskasse der F. Hoffmann-La-Roche AG	3'000	3'300	k.A. für 2012	3'000	3'300	
CAP - Caisse d'assurance du personnel de la ville de Genève et des SIG	3'000	2'810				
Caisse de Prévoyance du Personnel des Etablissements Publics Médicaux du Canton de Genève (CEH)	3'000	2'914				
PAT BVG	2'998	3'436				
CPK Swatch Group - Caisse de Pension Swatch Group - Pensionskasse Swatch Group	2'861	3'091				
Pensionskasse der Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft (Swiss Re)	2'791	2'942		2'791	2'942	
Caisse de Prévoyance du Personnel de l'Etat de Fribourg (CPPEF)	2'791	3'035				
Pensionskasse der Siemens-Gesellschaften in der Schweiz (30.09.2011)	2'778	2'965		2'778	2'965	
Prevoyance.ne	2'729	2'919				
Kantonale Pensionskasse Solothurn	2'659	2'878		2'659	2'878	
CP VAL, PK WAL	2'635	3'228		2'635	3'228	
Allgemeine Pensionskasse der SAir Group	2'555	2'040				
Pensionskasse der Zürcher Kantonalbank	2'531	2'902		2'531	2'902	
Pensionskasse Thurgau	2'356	2'578		2'356	2'578	
Zuger Pensionskasse	2'331	2'576				
Previs Personalvorsorgestiftung Service Public	2'271	2'435		2'271	2'435	
Kantonale Pensionskasse Graubünden	2'204	2'321		2'204	2'321	
Kantonale Lehrerversicherungskasse St. Gallen	2'075	2'350				
Pensionskasse der SRG SSR idée suisse	2'034	2'218				
Caisse Intercommunale de Pensions (CIP)	2'030	2'267		2'030	2'267	
Symova (ex-Ascoop)	1'890	2'054				
Personalvorsorgekasse der Stadt Bern	1'834	1'830				
Kantonale Pensionskasse Schaffhausen	1'773	2'060				
Summe Millionen CHF	**342'715**	**345'495**		**176'506**	**185'591**	**53.7%**

Quellen:
a) Pension Funds Guide Switzerland 2013. Investment Office / Market Tools
b) Rückmeldungen Pensionskassen Fragebogen

Anhang 7: Kennzahlen Versicherungen

Berechnung Repräsentatitivität Befragung Versicherungen	Marktanteil	Total Kapitalanlagen in 2012	Gewicht an gesamt Kapitalanlagen	Kapitalanlagen in Immobilien, angefangene Bauten und Bauland		Gewicht an Immobilien Kapitalanlagen	Ergebnis Repräsentativität	
	*3	*1	*2	*1	*2	*2	*2	*2
Lebensversicherer	86.60%	283'277'631	68.2%	12%	33'993'316	83.7%	29'438'211	
Schadensversicherer	83.00%	132'151'169	31.8%	5%	6'607'558	16.3%	5'484'274	
Summe		415'428'800	100%		40'600'874	100%	34'922'485	**86.0%**
*1_Quelle: FINMA Bericht 2012 S.11 und S 21	* 2_Quelle: Verfasser Berechnungen	*3_Quelle: FINMA Bericht 2012 S.11 und S 14						

Anhang 8: Pensionskassen – Kapital

Finanzen der Beruflichen Vorsorge (Gesamtrechnung GRSV)

Betriebsrechnung der Pensionskassen in Millionen Franken

	2007	2008	2009	2010	2011	Veränderung 2010/2011
Einnahmen Total	**57'511**	**59'802**	**59'372**	**62'107**	**61'554**	**-0.9%**
Beiträge Versicherte und Arbeitgeber[1]	42'768	43'885	44'060	46'336	46'739	0.9%
Kapitalertrag[2]	14'512	15'732	15'156	15'603	14'704	-5.8%
Übrige Einnahmen	231	186	156	168	111	-33.9%
Ausgaben Total	**35'695**	**37'483**	**42'148**	**43'721**	**43'350**	**-0.8%**
Sozialleistungen[3]	28'407	29'361	30'453	30'912	31'628	2.3%
Verwaltungs- und Durchführungskosten	1'768	1'735	1'708	1'720	1'768	2.8%
Übrige Ausgaben[4]	5'519	6'388	9'986	11'089	9'954	-10.2%
Rechnungssaldo	**21'816**	**22'319**	**17'224**	**18'385**	**18'204**	**-1.0%**
Veränderung des Kapitals	**20'800**	**-69'800**	**59'500**	**21'000**	**3'100**	**-85.2%**
Kapital	**606'800**	**537'000**	**596'500**	**617'500**	**620'600**	**0.5%**

Anhang 9: Fragebogen für Investoren (Versicherungen und Pensionskassen)

Universität Zürich[UZH]

Unternehmen
Frau / Herr
Funktion
Strasse xx
XXXX Ort

Zürich, xx. Yyyyy 2014

Sehr geehrter Frau / Herr

Im Rahmen meines Master Studiums in Real Estate an der Universität Zürich, schreibe ich meine Masterarbeit über Investitionen in indirekten Immobilien Anlagen mit Schwerpunkt auf Haltedauer und Rentabilität.

Ein wesentlicher Baustein der Masterarbeit besteht in der Durchführung einer Befragung bei relevanten institutionellen Schweizer Investoren, bei der die Aussagen Ihres Unternehmens eine wertvolle Grundlage für die Analysen und Auswertungen darstellt.

Es würde mich sehr freuen, wenn Sie mein Vorhaben unterstützen würden und den beigefügten Fragebogen bis zum 30. Mai 2014 beantworten könnten.

Selbstverständlich werden alle erhaltenen Informationen vertraulich und anonym behandelt und die Ergebnisse der Studie Ihrem Unternehmen zur Verfügung gestellt.

Für Fragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

José Manuel Romero

- Fragebogen
- Frankierter Briefumschlag

Kontakt

José Manuel Romero

Feldhofstrasse 7

8708 Männedorf

Email: josemanuel.romeroillana@uzh.ch

Telefon: 079 272 62 84

Kontakt Studiengang MAS in Real Estate Uni Zürich

Managing Director: Andreas Loepfe

Telefon: 044 208 99 99

Email: andreas.loepfe@bf.uzh.ch

http://www.bf.uzh.ch/curem/masrealestate/programm/thema.html

Fragebogen

Fragebogen per Post mit beigefügtem frankiertem Briefumschlag bis 30.5.2014 senden an:

José Manuel Romero

Feldhofstrasse 7

8708 Männedorf

oder eingescannt per Email an:

josemanuel.romeroillana@uzh.ch

Universität Zürich[UZH]

Fragebogen Masterarbeit über Investitionen in indirekten Immobilien Anlagen

Studiengang MAS in Real Estate
Universität Zürich
Referenzen: Andreas Loepfe
Managing Director
Telefon:044 208 99 99
Email:andreas.loepfe@bf.uzh.ch

Fragebogen an: José Manuel Romero
Feldhofstrasse, 7
8708 Maennedorf
Telefon: 079 272 62 84
Email: josemanuel.romeroillana@uzh.ch

A ANLAGE VOLUMEN in 2012

A1	Wie hoch war das *GESAMTANLAGEVOLUMEN* Ihrer Unternehmung in der Schweiz im Jahr 2012?	in Mio. CHF

- [ ] > 15000
- [ ] 10000-15000
- [ ] 5000 -10000
- [ ] 1000 -5000
- [ ] 500 -1000
- [ ] < 500

A2	Wieviel wurde davon in *Schweizer IMMOBILIEN* Anlage-Gefässe in 2012 investiert?	in % von A1

- [ ] ≥ 30%
- [ ] ≥ 25%
- [ ] ≥ 20%
- [ ] ≥ 15%
- [ ] ≥ 10%
- [ ] ≥ 5%

A3	Wie war die Allokation der *Schweizer IMMOBILIEN* Investitionen in 2012?	in % von A2

Investitionen in Schweizer direkte Immobilien	%	
Investitionen in Schweizer Immobilien-Aktien	%	
Investitionen in Schweizer kotierte Immobilien-Fonds	%	
Investitionen in nicht kotierte Immobilien-Fonds	%	

B ANLAGE VOLUMEN in 2013

B1	Wie hoch war das *GESAMTANLAGEVOLUMEN* Ihrer Unternehmung in der Schweiz im Jahr 2013?	in Mio. CHF

- [ ] > 15000
- [ ] 10000-15000
- [ ] 5000 -10000
- [ ] 1000 -5000
- [ ] 500 -1000
- [ ] < 500

Universität Zürich[UZH]

B2	Wieviel wurde davon in *Schweizer IMMOBILIEN* Anlage-Gefässe in 2013 investiert?	in % von B1
		☐ ≥ 30%
		☐ ≥ 25%
		☐ ≥ 20%
		☐ ≥ 15%
		☐ ≥ 10%
		☐ ≥ 5%

B3	Wie war die Allokation der *Schweizer IMMOBILIEN* Investitionen in 2013?	in % von B2
	Investitionen in Schweizer direkte Immobilien	%
	Investitionen in Schweizer Immobilien-Aktien	%
	Investitionen in Schweizer kotierte Immobilien-Fonds	%
	Investitionen in nicht kotierte Immobilien-Fonds	%

C HALTEDAUER

C1	Was sind die wichtigsten Kriterien, welche die *HALTEDAUER* Ihrer Immobilien Anlagen beeinflussen?	Bitte zutreffendes ankreuzen				
		nicht relevant	teilweise relevant	relevant	sehr relevant	essenziell
		1	2	3	4	5
C1.1	Strategische Vorgaben der Mittelallokation durch Entscheidungsgremien					
C1.2	Rendite					
C1.3	Liquidität					
C1.4	Langfristige Erträge					
C1.5	Wertsteigerungs- Potential					
C1.6	Steuer Optimierungen					
C1.7	Wirtschaftszyklen					
C1.8	Immobilienzyklus					
C1.9	Zyklus des Einzel-Titels					

C2	Wie lange halten Sie *Schweizer kotierte IMMOBILIENAKTIEN* ?	In Jahre
		☐ >15
		☐ 10-15
		☐ 5-10
		☐ 3-5
		☐ 1-3
		☐ ≤ 1
		☐ ≤ 0,5

Universität Zürich[UZH]

C3	**Was ist die durchschnittliche Haltedauer Ihrer Beteiligungen an Schweizer *kotierten IMMOBILIEN FONDS*?**	In Jahre

- ☐ >15
- ☐ 10-15
- ☐ 5-10
- ☐ 3-5
- ☐ 1-3
- ☐ ≤ 1
- ☐ ≤ 0,5

C4	**Was ist die durchschnittliche Haltedauer an Ihren *DIREKTEN IMMOBILIEN*?**	In Jahre

- ☐ >25
- ☐ 20-25
- ☐ 15-20
- ☐ 10-15
- ☐ 5-10
- ☐ < 5

D Was ist Ihre Einschätzung zu folgenden Aussagen?

		Bitte zutreffendes ankreuzen			
		trifft zu	**trifft eher zu**	**trifft eher nicht zu**	**trifft nicht zu**
D1	Durch Investitionen in indirekten Anlagen können wir unsere Anlagestrategie besser und schneller an die **Konjunktur Schwankungen** anpassen	○	○	○	○
D2	Durch die Investition in indirekten Anlage Vehikel erwarten wir eine Erhöhung der **Portfolio Rendite**	○	○	○	○
D3	Investitionen in indirekte Immobilien Vehikel leisten einen entscheidenden Beitrag zur **Diversifizierung** und **Risiko Minimierung** unseres Anlage Portfolios	○	○	○	○
D4	Die Entwicklung der Immobilienaktien werten wir als ein **Frühindikator** für die zukünftige Entwicklung des direkten Immobilien Marktes	○	○	○	○
D5	**Liquidität** spielt eine wichtige Rolle bei der Allokation von Investments in indirekte Anlagevehikel	○	○	○	○
D6	Fokussierung auf **Kernkompetenzen** und Zugang zu professionellem und **spezialisiertem Immobilien Knowhow** spielen eine wichtige Rolle bei der Mittel Allokation	○	○	○	○
D7	Durch die Indirekte Investments **optimieren** wir unsere internen **Prozesse** und können unsere Immobilien **Verwaltungskosten** reduzieren	○	○	○	○
D8	**Steuer Optimierungen** spielen eine wichtige Rolle bei der Allokation von Investments in indirekte Anlagevehikel	○	○	○	○

Universität Zürich[UZH]

D9	**Flexibilität** und **kleine Investitions Volumina** sind ein Wettbewerbsvorteil von indirekten Immobilien Anlagen gegenüber direkten Immobilien Anlagen	○	○	○	○

D10	**Weitere Gründe:** *Bitte erwähnen Sie weitere für Sie relevante Themen.* *a)*	○	○	○	○
	b)	○	○	○	○

E Wie werten Sie den Einfluss folgender Kriterien bei Ihrer Asset Allokation in indirekte Immobilien Anlagen?

		Bitte zutreffendes ankreuzen					
		sehr niedrig	**niedrig**	**mittel**	**hoch**	**sehr hoch**	**entscheidend**
		1	2	3	4	5	6
E1	Rendite Optimierung	○	○	○	○	○	○
E2	Risiko Minimierung	○	○	○	○	○	○
E3	Liquidität	○	○	○	○	○	○
E4	Diversifizierung	○	○	○	○	○	○
E5	Steuern	○	○	○	○	○	○
E6	Zugang zu neuen Märkten und Produkte	○	○	○	○	○	○
E7	Prozess Optimierungen	○	○	○	○	○	○
E8	Fokussierung auf Kerngeschäft	○	○	○	○	○	○
E9	Zugang zu professionellem Immobilien-Know How	○	○	○	○	○	○

F PERFORMANCE und TRENDS

		Ranking 1	Ranking 2	Ranking 3	Ranking 4
F1	**Wie beurteilen Sie die Performance von Ihren *Anlagevehikel Portfolio* im Quervergleich im Jahr *2013*?**	über Benchmark	im Benchmark	unter Benchmark	schlechteste Performance
		Performance Jahr 2013			
	Rendite aus direkten Immobilien-Anlagen	○	○	○	○
	Rendite aus kotierten Immobilien Fonds	○	○	○	○
	Rendite aus kotierten Immobilien-Aktien	○	○	○	○

Universität Zürich[UZH]

F2	Wie beurteilen Sie die Performance von Ihren Anlagevehikel Portfolio im Quervergleich der *letzten 5 Jahre*?	Ranking 1	Ranking 2	Ranking 3	Ranking 4
		über Benchmark	im Benchmark	unter Benchmark	schlechteste Performance
		Performance letzte 5 Jahre			
	Rendite aus direkten Immobilien-Anlagen	○	○	○	○
	Rendite aus kotierten Immobilien Fonds	○	○	○	○
	Rendite aus kotierten Immobilien-Aktien	○	○	○	○

F3	Wie schätzen Sie die Entwicklung Ihrer Mittel Allokation bei *INDIREKTEN* Immobilien Anlagen in den nächsten 5 Jahren ein?	rückgängig	stabil bleiben	leicht zunehmen	deutlich zunehmen
		1	2	3	4
	Kotierte Schweizer Immobilien Fonds	○	○	○	○
	Kotierte Immobilien Aktiengesellschaften	○	○	○	○

F4	Wie schätzen Sie die Entwicklung Ihrer Mittel Allokation bei *DIREKTEN* Immobilien Anlagen in den nächsten 5 Jahren ein?	rückgängig	stabil bleiben	leicht zunehmen	deutlich zunehmen
		1	2	3	4
	Direkte Immobilien Anlagen	○	○	○	○

Universität Zürich[UZH]

ANHANG - KONTAKTE

Kontaktperson

Name

Vorname

Funktion

E-Mail

Telefon

A: Strukturangaben der Anleger

Name

Adresse

PLZ

Ort

Internet-Adresse

Anhang 10: Fragebogen für Empfänger (Immofonds & ImmoAGs)

Universität Zürich[UZH]

Unternehmen
Frau / Herr
Funktion
Strasse
XXXX Ort

Zürich, xx. Yyyyy 2014

Sehr geehrte Frau / Herr

Im Rahmen meines Master Studiums in Real Estate an der Universität Zürich, schreibe ich meine Masterarbeit über Investitionen in indirekten Immobilien Anlagen mit Schwerpunkt auf Haltedauer und Rentabilität.

Ein wesentlicher Baustein der Masterarbeit besteht in der Durchführung einer Befragung bei relevanten institutionellen Schweizer Investoren, Immobilien Aktiengesellschaften und Immobilienfonds bei der die Aussagen Ihres Unternehmens eine wertvolle Grundlage für die Analysen und Auswertungen darstellt.

Es würde mich sehr freuen, wenn Sie mein Vorhaben unterstützen würden und den beigefügten Fragebogen bis zum 30. Mai 2014 beantworten könnten.

Selbstverständlich werden alle erhaltenen Informationen vertraulich und anonym behandelt und die Ergebnisse der Studie Ihrem Unternehmen zur Verfügung gestellt.

Sollten Sie es bevorzugen Ihr Feedback im Rahmen eines Interviews abzugeben, dann stehe ich Ihnen gerne für ein Treffen zur Verfügung und würde mich sehr über einen persönlichen Austausch freuen.

Für Fragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

José Manuel Romero

- Fragebogen
- Frankierter Briefumschlag

Kontakt

José Manuel Romero

Feldhofstrasse 7

8708 Männedorf

Email: josemanuel.romeroillana@uzh.ch

Telefon: 079 272 62 84

Kontakt Studiengang MAS in Real Estate Uni Zürich

Managing Director: Andreas Loepfe

Telefon: 044 208 99 99

Email: andreas.loepfe@bf.uzh.ch

http://www.bf.uzh.ch/curem/masrealestate/programm/thema.html

Fragebogen

Fragebogen per Post mit beigefügtem frankiertem Briefumschlag bis 30.5.2014 senden an:

José Manuel Romero

Feldhofstrasse 7

8708 Männedorf

oder eingescannt per Email an:

josemanuel.romeroillana@uzh.ch

Universität Zürich[UZH]

Fragebogen Masterarbeit über Investitionen in indirekten Immobilien Anlagen
KOTIERTE IMMOFONDS UND IMMOAGS

Studiengang MAS in Real Estate
Universität Zürich
Referenzen: Andreas Loepfe
Managing Director
Telefon:044 208 99 99
Email:andreas.loepfe@bf.uzh.ch

Fragebogen an: José Manuel Romero
Feldhofstrasse, 7
8708 Männedorf
Telefon: 079 272 62 84
Email: josemanuel.romeroillana@uzh.ch

A ANLAGE VOLUMEN in 2012

A1 **Wie hoch war das *IMMOBILIEN INVESTITIONSVOLUMEN* Ihres Fonds im Jahr 2012?**

in Mio. CHF

- ☐ 200 - 250
- ☐ 150 - 200
- ☐ 100 -150
- ☐ 50 - 100
- ☐ 25 - 50
- ☐ < 25
- ☐ >500
- ☐ 450 - 500
- ☐ 400 - 450
- ☐ 350 - 400
- ☐ 300 - 350
- ☐ 250 - 300

A2 **Wieviel wurde davon in *Schweizer IMMOBILIEN* in 2012 investiert?**

in % von A1

- ☐ ≥ 95%
- ☐ ≥ 90%
- ☐ ≥ 85%
- ☐ ≥ 80%
- ☐ ≥ 75%
- ☐ ≥ 70%

A3 **Wie war die Allokation der *IMMOBILIEN* Investitionen in 2012?**

in % von A2

Investitionen in Schweizer Wohnimmobilien	%	
Investitionen in Schweizer Büroimmobilien	%	
Investitionen in Schweizer Gewerbe & Industrieimmobilien	%	
Investitionen in Schweizer Hotelimmobilien	%	

B ANLAGE VOLUMEN in 2013

B1 **Wie hoch war das *IMMOBILIEN INVESTITIONSVOLUMEN* Ihres Fonds im Jahr 2013?**

in Mio. CHF

- ☐ 200 - 250
- ☐ 150 - 200
- ☐ 100 -150
- ☐ 50 - 100
- ☐ 25 - 50
- ☐ < 25
- ☐ >500
- ☐ 450 - 500
- ☐ 400 - 450
- ☐ 350 - 400
- ☐ 300 - 350
- ☐ 250 - 300

B2 **Wieviel wurde davon in *Schweizer IMMOBILIEN* in 2013 investiert?**

in % von A1

- ☐ ≥ 95%

Universität Zürich[UZH]

☐	≥ 90%
☐	≥ 85%
☐	≥ 80%
☐	≥ 75%
☐	≥ 70%

B3	Wie war die Allokation der *IMMOBILIEN* Investitionen in 2013?		in % von A2
	Investitionen in Schweizer Wohnimmobilien	%	
	Investitionen in Schweizer Büroimmobilien	%	
	Investitionen in Schweizer Gewerbe & Industrieimmobilien	%	
	Investitionen in Schweizer Hotelimmobilien	%	

C HALTEDAUER

C1	Was sind die wichtigsten Kriterien, welche die *HALTEDAUER* Ihrer Immobilien Anlagen beeinflussen?	Bitte zutreffendes ankreuzen				
		nicht relevant	teilweise relevant	relevant	sehr relevant	essenziell
		1	2	3	4	5
C1.1	Strategische Vorgaben der Mittelallokation durch Entscheidungsgremien					
C1.2	Rendite					
C1.3	Liquidität					
C1.4	Langfristige Erträge					
C1.5	Wertsteigerungs- Potential					
C1.6	Steuer Optimierungen					
C1.7	Wirtschaftszyklen					
C1.8	Immobilienzyklus					
C1.9	Zyklus des Einzel-Titels					

C2 Wie lange halten Sie durchschnittlich Schweizer *IMMOBILIEN*?

In Jahre	zutreffendes für jede Immobilien Klasse ankreuzen			
	Wohnen	Büro	Gewerbe	Hotel
>15	○	○	○	○
10-15	○	○	○	○
5-10	○	○	○	○
3-5	○	○	○	○
1-3	○	○	○	○
< 1	○	○	○	○
< 0,5	○	○	○	○

Universität Zürich UZH

C3	Wie stufen Sie die Buy and Hold Strategie Ihrer Investoren ein?			Anteil der Anleger		
				>25%	50-75%	> 80%
	Ihre Anleger suchen bei geringem Risiko und gutem Anlegerschutz eine gute Performance	○	Passive Strategie	○	○	○
				>25%	50-75%	> 80%
	Ihre Anleger suchen bei moderatem Risiko und hoher Liquidität die Marktchancen flexibel zu nutzen	○	Aktive Strategie	○	○	○

C4	Was ist die durchschnittliche Haltedauer der Beteiligungen ihrer Investoren?		In Jahre
		☐	>15
		☐	10-15
		☐	5-10
		☐	3-5
		☐	1-3
		☐	≤ 1
		☐	≤ 0,5

C5	Wie oft nutzen Investoren das Rückgaberecht bei kotierten Immobilienfonds ?	nach wie vielen Jahren			
		1	1-3	3-4	4-5
		○	○	○	○

C6	In welcher Höhe beeinflusst dass Rückgaberecht das Fondsvolumen?	in % des Fonds Volumen			
		1% -5%	≤ 5% - 10%	10% -20%	> 20%
		○	○	○	○

D Was ist Ihre Einschätzung zu folgenden Aussagen bezüglich des Investitions Verhaltens Ihrer institutionellen Anleger ?

		Bitte zutreffendes ankreuzen			
		trifft zu	**trifft eher zu**	**trifft eher nicht zu**	**trifft nicht zu**
D1	Durch Investitionen in kotierte Immobilien Fonds können unsere Anleger Ihre Anlagestrategie besser und schneller an die **Konjunktur Schwankungen** anpassen	○	○	○	○
D2	Durch die Investition in kotierte Immobilien Fonds erwarten unsere Anleger eine Erhöhung ihrer **Portfolio Rendite**	○	○	○	○
D3	Investitionen in kotierte Immobilien Fonds leisten einen entscheidenden Beitrag zur **Diversifizierung** und **Risiko Minimierung** unseres Anlage Portfolios	○	○	○	○
D4	Die Entwicklung von kotierten Immobilien Fonds werten unsere Anleger als ein **Frühindikato**r für die zukünftige Entwicklung des Direkten Immobilien Marktes	○	○	○	○
D5	**Liquidität** spielt eine wichtige Rolle bei der Allokation von Investments in kotierte Immobilien Fonds	○	○	○	○
D6	Bei unseren Anlegern spielt die Fokussierung auf **Kernkompetenzen** und Zugang zu professionellem und **spezialisiertem Immobilien Knowhow** eine wichtige Rolle bei der Mittel Allokation	○	○	○	○

Universität Zürich[UZH]

D7	Durch die Investition in kotierte Immobilien Fonds können unsere Anleger ihre internen **Prozesse** optimieren und die Immobilien **Verwaltungskosten** reduzieren	○	○	○	○
D8	**Steuer Optimierungen** spielen bei unseren Anlegern eine wichtige Rolle bei der Mittel Allokation in kotierte Immobilien Fonds	○	○	○	○
D9	**Flexibilität** und **kleine Investitions Volumina** sind ein Wettbewerbsvorteil von kotierten Immobilien Fonds gegenüber direkten Immobilien Anlagen	○	○	○	○
D10	**Weitere Gründe:** *Bitte erwähnen Sie weitere für Sie relevante Themen.*				
	a)	○	○	○	○
	b)	○	○	○	○

E Wie werten Sie den Einfluss folgender Kriterien bei der Asset Allokation Ihrer institutionellen Anlegern?

		Bitte zutreffendes ankreuzen				
		sehr niedrig	**niedrig**	**mittel**	**hoch**	**sehr hoch**
		1	2	3	4	5
E1	Rendite Optimierung	○	○	○	○	○
E2	Risiko Minimierung	○	○	○	○	○
E3	Liquidität	○	○	○	○	○
E4	Diversifizierung	○	○	○	○	○
E5	Steuern	○	○	○	○	○
E6	Zugang zu neuen Märkten und Produkte	○	○	○	○	○
E7	Prozess Optimierungen	○	○	○	○	○
E8	Fokussierung auf Kerngeschäft	○	○	○	○	○
E9	Zugang zu professionellem Immobilien-Know How	○	○	○	○	○

F PERFORMANCE und TRENDS

		Ranking 1	Ranking 2	Ranking 3	Ranking 4
F1	**Wie beurteilen Sie die Performance von Ihrem Fond im Quervergleich im Jahr 2013?**	über Benchmark	im Benchmark	unter Benchmark	schlechteste Performance
		Performance Jahr 2013			
	Rendite aus direkten Immobilien-Anlagen	○	○	○	○
	Rendite aus Immobilien Fonds	○	○	○	○
	Rendite aus Immobilien-Aktien	○	○	○	○
		Ranking	Ranking	Ranking	Ranking

Universität Zürich[UZH]

F2	Wie beurteilen Sie die Performance von Ihrem Fond im Quervergleich der *letzten 5 Jahre*?	1	2	3	4
		über Benchmark	im Benchmark	unter Benchmark	schlechteste Performance
	im Vergleich zu	*Performance letzte 5 Jahre*			
	Renditen aus direkten Immobilien-Anlagen	○	○	○	○
	Renditen aus Immobilien Fonds	○	○	○	○
	Rendite aus Immobilien-Aktien	○	○	○	○

F3	Wie schätzen Sie die Entwicklung der Mittel Allokation von Institutionellen Investoren in Immobilien Anlagen in den nächsten 5 Jahren ein?	rückgängig	stabil bleiben	leicht zunehmen	deutlich zunehmen
		1	2	3	4
	Kotierte Schweizer Immobilien Fonds	○	○	○	○
	Kotierte Immobilien Aktiengesellschaften	○	○	○	○
	Direkte Immobilien Investitionen	○	○	○	○

F4	Wie werten Sie den Einfluss folgender Regulatorischen Faktoren auf die Immobilienbranche und insbesondere auf das Verhalten von Institutionellen Investoren?	Bitte zutreffendes ankreuzen				
		sehr niedrig	niedrig	mittel	hoch	sehr hoch
		1	2	3	4	5
F 4.1	Umsetzung der Einwanderungsinitiative	○	○	○	○	○
F 4.2	Verschärfung der Lex Koller die vom Bundesrat und Ständerat zur Annahme empfohlen wird	○	○	○	○	○
F 4.3	Bestrebungen die Banken zu einer restriktiveren Vergabe von Hypotheken für Wohnobjekte anzuleiten	○	○	○	○	○
F 4.4	Swiss Solvency Tests stuft das Risiko illiquider Assets hoher ein was die Investitionen in indirekte Anlagen beschleunigen könnte.	○	○	○	○	○

ANHANG - KONTAKTE

Kontaktperson

Name

Vorname

Funktion

E-Mail

Telefon

A: Strukturangaben der Anleger

Name

Adresse

PLZ

Ort

Internet-Adresse

Anhang 11: Angefragte Versicherungen

	Titel	Address 1	Address 2	PLZ	City	email	fax	phone	www
1	Allianz Leben Suisse	Bleicherweg 19	Postfach	8010	Zürich	contact@allianz-suisse.ch	058 358 40 42	058 358 71 11	www.allianz-suisse.ch
2	Amlin AG (Rückversicherer)	Kirchenweg 5		8008	Zürich	amlinzurich@amlin.com		044 389 40 00	www.amlinre.ch
3	AXA Versicherungen AG	General-Guisan-Strasse 40		8400	Winterthur	info.ch@axa.ch	052 213 66 20	052 261 11 11	www.axa.ch
4	Basler Leben	Aeschengraben 21	Postfach	4002	Basel	kundenservice@baloise.ch	058 285 70 70	058 285 85 85	www.basler.ch
5	Catlin Re Switzerland Ltd (Rückver	Feldeggstrasse 4		8008	Zürich	zurich@catlin.com	043 268 34 13	043 268 34 00	www.catlin.com
6	CSS Versicherung AG	Tribschenstrasse 21	Postfach 2568	6002	Luzern	css.info@css.ch	058277 12 12	058 277 11 11	www.css.ch
7	GENERALI Personenversicherung	Soodmattenstrasse 10	Postfach 1047	8134	Adliswil 1	info@generali.ch	058 472 44 25	058 472 40 40	www.generali.ch
8	Helvetia Versicherungen	St. Alban Anlage 26	Postfach 3855	4002	Basel	info@helvetia.ch	058 280 10 01	058 280 10 00	www.helvetia.ch
9	Nationale Suisse Versicherungen	Steinengraben 41	Postfach 648	Basel	4003	info@nationalesuisse.ch	+41 61 275 26 56	+41 61 275 21 11	http://www.nationalesuisse.ch
10	Schweierzische Mobiliar Versicheru	Bundesgasse 35		3001	Bern	diemobiliar@mobi.ch	031 389 68 52	031 389 65 11	www.mobi.ch
11	SCOR Switzerland AG (Rückversic	General-Guisan-Quai 26	Postfach	8022	Zürich	pzurich@scor.com	044 639 93 93	044 639 93 93	www.scor.com
12	Swiss Life	General-Guisan-Quai 40	Postfach	8022	Zürich	info@swisslife.ch	043 284 63 11	043 284 33 11	www.swisslife.ch
13	Swiss Re	Mythenquai 50/60	Postfach	8022	Zürich	website_contact@swissre.com	043 285 29 99	043 285 21 21	
14	Zürich Versicherungs-Gesellschaft	Mythenquai 2	Postfach	8002	Zürich	contact@zurich.ch	044 628 29 29	044 628 28 28	www.zurich.com

Anhang 12: Angefragte Pensionskassen

	Titel	Address 1	Address 2	PLZ	Telefon
1	Fonds de compensation AVS/IV/APG	Boulevard Georges-Favon 6	PO Box 5756	1211 Geneva 11	
2	Pensionskasse des Bundes PUBLICA	Eigerstrasse 57	Postfach	3000 Bern 23	
3	Personalvorsorge des Kantons Zürich	Stampfenbachstrasse 63		8090 Zürich	+41 43 259 3860
4	MPK Migros-Pensionskasse	Bachmattstrasse 59	Postfach	8048 Zürich	
5	Pensionskasse SBB	Zieglerstrasse 29		3009 Bern 65	+41 31 555 1822
6	Pensionskasse Post	Viktoriastrasse 72	3000 Bern 25	Postfach 528	+41 31 338 3907
7	Pensionskasse der Credit Suisse Group (Schweiz)	Molkenstrasse 15 8004 Zürich	Postfach JPK 8070 Zürich		
8	Pensionskasse Stadt Zürich (PKZH)	Strassburgstrasse 9	Postfach	8026 Zürich	+41 44 412 5238
9	Pensionskasse Novartis	Kirschgartenstrasse 14	Postfach	4002 Basel	
10	Pensionskasse Basel-Stadt (PKBS)	Clarastrasse 13	Postfach	4005 Basel	+41 61 267 9964
11	Bernische Pensionskasse (BPK)	Schläflistrasse 17		3000 Bern 25	
12	Aargausiche Pensionskasse (APK)	Hintere Bahnhofstrasse 8	Postfach	5001 Aarau	+41 62 838 9133
13	Complan - Die Pensionskasse der Swisscom	Stadtbachstrasse 36		3012 Bern	+41 58 221 6312
14	CPV/CAP Coop Personalversicherung	Dornacherstrasse 156	Postfach 2550	4002 Basel	
15	Caisse de Prévoyance du Personnel Enseignant de l'Instruction Publique et des Fonctionnaires de l'Administration du Canton de Genève - CIA: 31.12.2010	Boulevard Saint-Georges 38	CP 176	1211 Genève 8	
16	Basellandschaftliche Pensionskasse (BLPK)	Mühlemattstrasse 18	4410 Liestal		+41 61 927 9330
17	Bernische Lehrerversicherungskasse (BLVK)	Unterdorfstrasse 5	Postfach	3072 Ostermundigen 2	+41 31 930 8326
18	Luzerner Pensionskasse (LUPK)	Zentralstrasse 7		6002 Luzern	+41 41 228 7621
19	PKE Pensionskasse Energie (31.03.2011)	Freigutstrasse 16		8027 Zürich	
20	Fonds de Pensions Nestlé	Avenue Nestlé 55		1800 Vevey	
21	Caisse de Pensions du CERN	CERN - Caisse de pensions		1211 Genève 23	
22	Sulzer Vorsorgeeinrichtung	Zürcherstrasse 12	PO Box 414	8401 Winterthur	
23	GastroSocial Pensionskasse	Bahnhofstrasse 86		5001 Aarau	+41 62 837 7183
24	Versicherungskasse für das Staatspersonal des Kantons St. Gallen: 31.12.2010	Davidstrasse 35		9001 St. Gallen	
25	Caisse Inter-Entreprise de Prévoyance Professionnelle - CIEPP	Rue de Saint-Jean 67	Case postale 5278	1211 Genève 11	+41 22 715 3412
26	Cassa pensioni dei dipendenti dello Stato (CPDS)	Via Dogana 16		6501 Bellinzona	
27	ABB Pensionskasse	c/o Avadis Vorsorge Bruggerstrasse 61a	Postfach	5401 Baden	+41 58 585 5613
28	CAP - Caisse d'assurance du personnel de la ville de Genève et des SIG	Rue de Lyon 93	Case postale 123	1211 Genève 13	
29	Caisse de Prévoyance du Personnel des Etablissements Publics Médicaux du Canton de Genève (CEH)	Rue des Noirettes 14	Case postale 1155	1211 Genève 26	

30	Pensionskasse der F. Hoffmann-La-Roche AG	Grenzacherstrasse 124		4001 Basel	
31	Pensionskasse der Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft (Swiss Re)	Mythenquai 50-60	PO Box	8022 Zürich	
32	Pensionskasse der Siemens-Gesellschaften in der Schweiz: 30.09.2011	Freilagerstrasse 40		8047 Zürich	+41 58 558 5392
33	CPK Swatch Group - Caisse de Pensions Swatch Group - Pensionskasse Swatch Group	Faubourg de l'Hôpital 3	Case postale	2001 Neuchâtel	
34	Caisse de pensions de la fonction publique du Canton de Neuchâtel (prévoyance.ne): 31.12.2010	Rue du Pont 23		2300 La Chaux-de-Fonds	+41 32 886 4816
35	Caisse de Prévoyance du Personnel de l'Etat de Fribourg (CPPEF)	Rue St-Pierre 1	Case Postale 343	1701 Fribourg	
36	CP VAL, PK WAL: 31.12.2010 Pension fund of the Canton of Valais / Wallis	Avenue de la gare 17 A		1950 Sion	
37	Allgemeine Pensionskasse der SAir Group	c/o PFS Pension Fund Services	Postfach 8058 Zürich Flughafen		
38	Kantonale Pensionskasse Solothurn	Werkhofstrasse 29c	4509 Solothurn		+41 32 627 8901
39	Personalvorsorgestiftung der Ärzte und Tierärzte - Fondation de prévoyance pour le personnel des médecins et vétérinaires - PAT BVG	Gutenbergstrasse 21	3011 Bern		
40	Pensionskasse der Zürcher Kantonalbank	Postfach	8010 Zürich		
41	Symova Sammelstiftung-Pensionskasse für das Personal des öffentlichen Verkehrs und des Tourismus.	Beundenfeldstrasse 5	Postfach 443	3000 Bern 25	Tel +41 31 330 600
42	Pensionskasse Thurgau	Haupstrasse 45	Postfach	8280 Kreuzlingen 1	+41 71 677 9921
43	Zuger Pensionskasse	Bahnhofstrasse 16	Postfach 338	6301 Zug	+41 41 728 3867
44	Previs Personalvorsorgestiftung Service Public	Seftigenstrasse 362	Postfach 250	3084 Wabern bei Bern	
45	Kantonale Pensionskasse Graubünden	Alexanderstrasse 24	7000 Chur		+41 81 257 3592
46	Kantonale Lehrerversicherungskasse St. Gallen: 31.12.2010	Davidstrasse 35	9001 St. Gallen		
47	Caisse Intercommunale de Pensions (CIP)	Rue Caroline 9	Case postale 288	1001 Lausanne	
48	Pensionskasse der SRG SSR idée suisse	Thunstrasse 18	Postfach	CH-3000 Bern 15	
49	Personalvorsorgekasse der Stadt Bern: 31.12.2010	Schwanengasse 14	3011 Bern		+41 31 321 6692
50	Kantonale Pensionskasse Schaffhausen: 31.12.2010	J. J. Wepferstrasse 6	8200 Schaffhausen		
51	Swisscanto Sammelstiftungen	St. Alban-Anlage 26	4002 Basel	Postfach 3855	

Anhang 13: Angefragte Immofonds

	Titel	Address 1
1	UBS SWISS SIMA	UBS Brunngässlein 12 4052 Basel
2	UBS SWISS ANFOS	UBS Brunngässlein 12 4052 Basel
3	UBS SW SWISSREAL	UBS Brunngässlein 12 4052 Basel
4	UBS FONCIPARS	UBS Brunngässlein 12 4052 Basel
5	UBS DIRECT RES	UBS Brunngässlein 12 4052 Basel
6	CS REF GREEN PROP	Credit Suisse Funds AG Real Estate Asset Management Sihlcity - Kalandergasse 4 8070 Zürich SWITZERLAND
7	CS REF HOSPITALITY	Credit Suisse Funds AG Real Estate Asset Management Sihlcity - Kalandergasse 4 8070 Zürich SWITZERLAND
8	CS REF INTERSWISS	Credit Suisse Funds AG Real Estate Asset Management Sihlcity - Kalandergasse 4 8070 Zürich SWITZERLAND
8	CS REF LIVING PLUS	Credit Suisse Funds AG Real Estate Asset Management Sihlcity - Kalandergasse 4 8070 Zürich SWITZERLAND
10	CS REF PROPERTY PLUS	Credit Suisse Funds AG Real Estate Asset Management Sihlcity - Kalandergasse 4 8070 Zürich SWITZERLAND
11	CS REF SIAT	Credit Suisse Funds AG Real Estate Asset Management Sihlcity - Kalandergasse 4 8070 Zürich SWITZERLAND
12	SWISSCANTO IFCA	Swisscanto Asset Management Europaallee 39 8021 Zürich
13	IMMOFONDS	AG für Fondsverwaltung Poststrasse 12 6300 Zug
14	SCHRODER IMMOPLUS	Schroder & Co Bank AG Central 2 Postfach 1820 8021 Zürich SWITZERLAND
15	LA FONCIERE	Investissements Fonciers Chemin de la Joliette 2 CP 896 1001 Lausanne SWITZERLAND
16	FIR	GEP SA Rue du Maupas 2 1001 Lausanne SWITZERLAND
17	SOLVL 61 PRT	SOLVALOR SA Fund Management Avenue Mon-Repos 14 Case Postale 7491 1002 Lausanne SWITZERLAND
18	BONHOTE IMMOBILIER	FidFund Management SA Chemin de Précossy 1260 Nyon SWITZERLAND
19	PROCIMMO	FidFund Management SA Chemin de Précossy 1260 Nyon SWITZERLAND
20	SWISSINVEST REAL	Swissinvest Real Estate Investment Pensimo Fondsleitung AG Obstgartenstrasse 19 Postfach 246 8042 Zürich SWITZERLAND
21	Immo Helvetic	Bank Sarasin & Cie AG Elisabethenstrasse 62 Postfach 4002 Basel SWITZERLAND
22	REALSTONE	Realstone SA Av. du Théâtre 7 1005 Lausanne SWITZERLAND

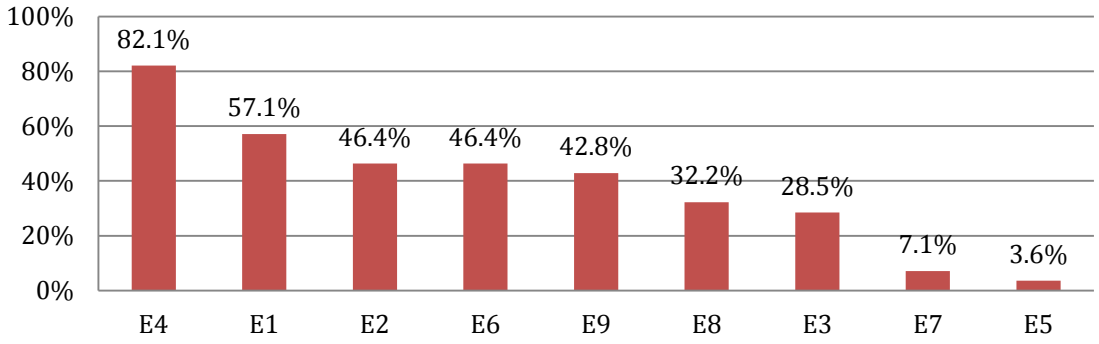
Anhang 14: Angefragte ImmoAGs

	Titel	Address	PLZ	City
1	Swiss Prime Site	Prime Tower Hardstrasse 201	8005	ZH
2	PSP Management AG	Brandschenkestrasse 152a Postfach	CH-8027	Zurich
3	Allreal AG	Eggbühlstrasse 15	8050	Zürich
	Allreal AG	Eggbühlstrasse 15	8050	Zürich
4	MOBIMO	Seestrasse 59	8700	Küsnacht
5	INTERSHOP	Puls 5_Giessereistrasse 18	Postfach 16	CH-8031 Zürich
6	BfW	Bahnhofstrasse 92		8500 Frauenfeld
7	Warteck	Grenzacherstrasse 79		4058 Basel
8	Zug Estate Holding AG	Industriestrasse 12		6300 Zug
9	PAX Anlage AG	Aeschenplatz 13 / Postfach		4002 Basel
10	Züblin Immobilien Holding AG	Claridenstrasse 20		8002 Zürich
11	Swiss Finance & Property AG	Seefeldstrasse 275		8008 Zürich

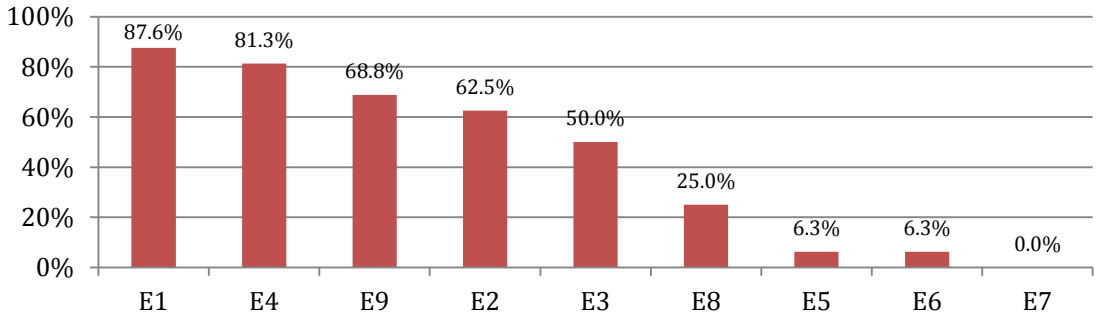
Anhang 15: Expertengespräche

Expertengespräche		
Kontakt	**Funktion**	**Unternehmen**
Bangerter, Stefan	Product Manager Director	CS
Braun, Ulrich	Head Real Estate Asset Management Director	CS
Egger, Samuel	Product Manager Assistant VP	CS
Fäs Urs	Head Investment Products; Global Real Estate Managing Director	UBS
Massacand, Elvire	Fund Manager; Director	UBS
Tschopp, Anastasius	Head Portfolio Management	SPS

Anhang16: Einschätzung der Investoren bei der Allokation in indirekte Immobilien



Anhang 17: Einschätzung der Empfänger bei der Allokation in indirekte Immobilien



Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Untersuchung der Haltedauern von Schweizer Immobilienaktien und Immobilienfonds bei institutionellen Investoren: Zyklus und Performancebetrachtungen“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.
Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

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

Zürich, den 17.August 2014

_____

José Manuel Romero Illana