

# Immobilien als Investitionsobjekte Teil 1

Autor: Antonio Federico | MRICS

Immobilien sind nicht nur für Wohn-, Ferien- oder Gewerbezwecke bestimmt, sondern auch eine bedeutende Anlagekategorie im Investitionsbereich. Ob es darum geht, in ein Einfamilienhaus oder die Mittel der 2. Säule über Anlagestiftungen zu investieren, Investitionen in Immobilien sind in unserem wirtschaftlichen Umfeld von grosser Bedeutung. Wir beschäftigen uns in unserem mehrteiligen Fachbericht mit dem Thema «Immobilien als Investitionsobjekte». Teil 1 behandelt die Einordnung von Immobilien in das Anlageuniversum, die Kategorisierung der Immobilien, Gesellschaftsformen sowie die Definition der grundlegenden Renditen und Renditeerwartungen.

Hinweis: Die in diesem Fachbericht gewählte männliche Form bezieht sich immer zugleich auf weibliche, männliche und anderweitige Geschlechteridentitäten.

## Immobilieninvestitionen

Investitionen in Immobilien sind in den vergangenen Jahren populär und weit verbreitet gewesen. Immobilien haben als Anlageklasse auch bei kleineren Investoren an Attraktivität gewonnen, insbesondere während der Negativzinsphase. Es spielte keine Rolle, ob dies durch den Kauf einer Eigentumswohnung als Kapitalanlage, die Beteiligung an einer Immobilienprojektentwicklung oder sogar den Kauf von Immobilienaktien oder Anteilen an Immobilienfonds geschehen war. Die meisten Investitionen in Immobilien haben sich als rentabel und widerstandsfähig gegenüber Krisen erwiesen. Sind Immobilien wirklich so risikofrei und daher sichere Investitionen? Wieso hat es bei den börsenkotierten Immobilien-Aktiengesellschaften und Immobilienfonds im Jahr 2022 eine deutliche negative Wertkorrektur gegeben? Welche spezifischen Merkmale unterscheiden sich bei Immobilien als Investitionsobjekte von den klassischen Finanzprodukten?

## Immobilien im Anlageuniversum

Es ist allgemein bekannt, dass das Anlageuniversum mit seinen zahlreichen Investitionsmöglichkeiten gross ist und selbst für Finanzakteure unübersichtlich werden kann. Immobilien sind dabei auch Teil von diesem Anlageuniversum.

Wo können die Immobilien als Investitionsobjekte in diesem Anlageuniversum in einer logischen Struktur po-

sitioniert werden? Grundsätzlich muss bei Anlageklassen eine Unterscheidung zwischen traditionellen Investitionen und alternativen Investitionen vorgenommen werden.

Zu den **traditionellen Investitionen** gehören:

- Geldmarktanlagen/Bankeinlagen
- Obligationen
- Aktien

Zu den **alternativen Investitionen** zählen:

- Private Equity
- Rohstoffe
- Hedge Funds
- **Immobilien**
- Übrige (z.B. Hypotheken)

Den alternativen Investitionen wird nachgesagt, dass sie sich bei Wertschwankungen anders verhalten als die traditionellen. So werden alternative Anlagen einem traditionellen Portfolio beigemischt, um Wertschwankungen zu glätten und somit das Risiko zu minimieren.

Die Immobilien und die Rohstoffe sind dabei von der Bezeichnung her nicht Finanzanlagen, sondern werden als Sachanlagen benannt. Bei den Sachanlagen bekommt man für die Investition ein konkretes Gut (Immobilien, Gold, Weizen).

## Geldmarktanlagen/Bankeinlagen

Die Geldmarktanlagen haben eine maximale Laufzeit von zwölf Monaten. Der Zweck dieser Anlage ist die Bewirtschaftung der liquiden Mittel. Dazu gehören Sicht- und Zeitgelder, welche entweder sofort abrufbar oder kurzfristig angelegt werden.

## Obligationen

Obligationen sind Anteilsrechte an einer Obligationen-Anleihe. Dabei stellt der Geldgeber einem Unternehmen oder dem Staat **Fremdkapital** zur Verfügung und erhält dafür einen definierten Zins. Die Obligationen werden an der Börse gehandelt. Möglich sind auch Emissionen ausserhalb der Börse.

## Aktien

Die Aktie sichert dem Investor einen Anteil an einer Aktiengesellschaft (AG). Hierbei wird der Gesellschaft **Eigenkapital** zur Verfügung gestellt. Der Investor erhält im Gegenzug eine Dividende (d.h. eine Gewinnbeteiligung) und auch Mitwirkungsrechte, d.h. er hat bei der Generalversammlung ein Stimm- und Wahlrecht. Nebst der Aktie existieren Partizipations- und Genussscheine. Sie verleihen dem Geldgeber vor allem finanzielle Rechte (hauptsächlich das Recht auf Dividende).

## Private Equity

Bei dieser Anlagekategorie werden Gelder an Unternehmen zur Verfügung gestellt, welche noch nicht an der Börse kotiert sind. Dabei befinden sich die Unternehmen in der Gründungs- oder Wachstumsphase, oder können sich in einer anderen speziellen Situation (z.B. Umstrukturierung, Management-Buy-out) befinden. Bei dem zur Verfügung gestellten Kapital handelt es sich um Wagniskapital, Eigenkapital oder einer Mischform von Eigen- und Fremdkapital (Mezzanine-Kapital). Möglich ist auch, dass Einfluss auf das Management genommen wird, um die Entwicklung des Unternehmens aktiv zu fördern.

## Rohstoffe

Zu dieser Anlagekategorie zählen Metalle (Edel- und Basismetalle), Energierohstoffe (Rohöl, Heizöl und Gas) sowie nachwachsende (z.B. Weizen) und viehwirtschaftliche Rohstoffe (z.B. Rinder).

## Hedge Funds

Hedge Funds sind Anlagen, die mit klar definierten Strategien versuchen, beim jedem Marktumfeld einen positiven Mehrwert zu generieren. Dabei werden grundsätzlich drei verschiedene Strategiestossrichtungen (marktneutrale, ereignisorientierte und gelegenheitsorientierte Strategien) unterschieden. Hedge Funds sind komplexe Produktkombinationen, welche hohe Fremdkapitalanteile einsetzen und so einen Hebel-Effekt zur Erhöhung der Renditen nutzen.

## Immobilien

Es gibt zahlreiche Einteilungen der Immobilien und entsprechende Kategorien. Im Kontext unserer Betrachtung kann die folgende, einfache Strukturierung verwendet werden:

- **Private Wohnliegenschaften**

Die Grundstücke (Einfamilienhaus, Eigentumswohnung usw.) werden von der Eigentümerschaft hauptsächlich zu Wohn- und Ferienzwecken selbst bewohnt. Der Fokus liegt in der Eigennutzung und weniger in der Erwirtschaftung einer Rendite. Infolge der angewachsenen Marktwerte der letzten Jahre haben die privaten Wohnliegenschaften jedoch eine beachtliche Wertsteigerung

erfahren und hatten den positiven Nebeneffekt, nebst dem konsumtiven Wert auch eine beachtliche Wertsteigerungsrendite zu generieren.

- **Renditeliegenschaften**

Die Grundstücke werden zu Investitionszwecken gehalten und fremd vermietet. Der Fokus liegt in der Erwirtschaftung einer angemessenen und risikogerechten Rendite. Bewertungstechnisch kommen Ertragswertmethoden zur Anwendung (direkte Ertragswertkapitalisierung, Rentenbarwerte, Discounted Cashflow (DCF)).

- **Betreiberliegenschaften**

Die Grundstücke werden zu kommerziellen Zwecken vom Eigentümer selbst genutzt. Der Fokus liegt in der Bereitstellung von Produktions- und Dienstleistungsflächen und der strategischen Sicherung der Betriebsstätte. Das Corporate Real Estate Management (CREM) und Facility Management (FM) befassen sich mit dem Thema Betreiberliegenschaften und den entsprechenden gesellschaftsrechtlichen, steuerrechtlichen, finanziellen und organisationsrelevanten Aspekten. Für die Unternehmen immer wichtiger wird das Thema Environmental, Social und Governance (ESG). Hier stehen Themen der Umwelt, des sozialen Engagements und der Unternehmensführung an, welche Ziele und Prozesse beeinflussen.

## Anlage- und Derivatprodukte

Nebst den obengenannten sieben Anlageklassen gibt es eine Anlageproduktebene. Auf dieser **Produktebene** wird zwischen den **direkten** und den **indirekten Anlageprodukten** sowie den **Derivatprodukten** (Terminprodukte und strukturierte Produkte) unterschieden. Bei den direkten Anlagen – bezogen auf Immobilien – ist der Investor als Eigentümer im Grundbuch eingetragen. Die Verantwortung für das Management der Immobilie liegt beim Investor/Grundeigentümer, resp. bei dem von ihm beauftragten Immobilienbewirtschaftungsunternehmen.

Für **direkte Immobilieninvestitionen** kommen die folgenden Kategorien in Frage:

- Mehrfamilienhäuser
- Büroliegenschaften
- Verkaufsliegenschaften
- Gewerbe-/Industrie-/Spezialliegenschaften
- Mischliegenschaften
- Stockwerkeigentum
- Projektentwicklungen

Bei den indirekten Anlagen ist nicht der Investor als Eigentümer im Grundbuch eingetragen, sondern eine Gesellschaft. Der Investor erwirbt indirekt einen Anteil an

der Gesellschaft (z.B. Aktien oder Fondsanteile). Die Gesellschaft kann entweder an der Börse kotiert sein oder aber auch nicht.

Für **indirekte Immobilieninvestitionen** kommen die folgenden Kategorien in Frage:

- **Immobilien-gesellschaften**  
Schweizer Immobilien-gesellschaften werden hauptsächlich als Aktiengesellschaften (AG) geführt. Eine Investition erfolgt über den Erwerb der Aktien.
- **Immobilienfonds**  
Die Immobilienfonds stellen verbriefte Immobilienanlagen dar. Der Erwerb der Anteile ist auch für Kleinanleger möglich. In der Schweiz sind sie dem Kollektivanlagegesetz (KAG) und der Kollektiv-anlageverordnung (KAV) unterstellt und werden von der Finanzmarktaufsicht (FINMA) beaufsichtigt. Auf dem Markt sind offene und geschlossene Fonds vorhanden. Der Erwerb von Fondsanteilen ist für private sowie qualifizierte und nicht-qualifizierte Investoren an offenen oder geschlossenen Fonds zugänglich.
- **Immobilien-Anlagestiftungen**  
Die Anlagestiftungen (AST) sind eine Kategorie der kollektiven Anlagen und den Institutionen für die berufliche Vorsorge vorbehalten. Investiert werden (steuerbegünstigt) die Gelder der 2. und 3. Säule. Anlagestiftungen werden, um den Schutz der Anleger zu gewährleisten, von der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) beaufsichtigt. Der Handel dieser Anteile ist eingeschränkt und die Fremdkapitalquote darf 33 Prozent der Verkehrswerte nicht überschreiten.
- **Wohnbaugenossenschaften**  
Wohnbaugenossenschaften halten typischerweise Wohnanlagen im Eigentum. Die Genossenschaftler zeichnen dabei die Anteilscheine und sammeln auf diese Weise das Eigenkapital für den Erwerb der Grundstücke. Die Mitglieder der Genossenschaft sind auch gleichzeitig Bewohner. Die Mieten sind kostendeckend gestaltet. Die Erwirtschaftung eines Gewinns steht nicht im Vordergrund.
- **Real Estate Crowd Investing**  
Real Estate Crowd Investing entstand vor rund zwölf Jahren und hatte seine Blüte während der Tiefzinsphase. Dabei werden Miteigentümerge-meinschaften gebildet, welche Grundstücke (vor allem Mehrfamilienhäuser) erwerben, halten und mit einer Exit-Strategie wieder veräussern. Der

Miteigentümer partizipiert an den Erträgen, an der Wertsteigerung (und Wertverlusten) und hat ein Mitspracherecht. Investitionen sind bereits ab CHF 10'000 möglich. Die Anlagen werden von den Crowd-Unternehmen erworben, über Institute finanziert und aktiv bewirtschaftet. Die Unternehmen versprechen zum Teil hohe Renditen und Wertsteigerungen. Aufgrund der gehandelten Volumen handelt es sich um ein Nischenprodukt mit einem diskreten Marktanteil.

- **Real Estate Investment Trusts**  
Real Estate Investment Trusts (REIT) sind ursprünglich aus den 1960er-Jahren entstandene, amerikanische Anlagevehikel, die mit einer hohen Immobilienquote (mindestens 75 Prozent) in Immobilien investiert und steuerbegünstigt (keine Unternehmenssteuer) sind. Zudem müssen die Erträge zu einem hohen Anteil an die Investoren ausgeschüttet werden. REITs nach dem amerikanischen Modell finden sich zwischenzeitlich in vielen Ländern. In der Schweiz gibt es noch keine REITs, jedoch gewisse REIT-Äquivalente, hauptsächlich Immobilienfonds.

Direkte und indirekte Anlagen können im Inland (CHF) oder im Ausland (Fremdwährung) gehalten werden. Werden Anlagen im Ausland gehandelt, werden Währungsrisiken und entsprechend Währungssicherungs-massnahmen nötig.

Die **Derivatprodukte** sind spezielle Finanzverträge, welche entweder auf Termin lauten (bedingte und unbedingte **Terminprodukte**) oder auf der Basis der hinterlegten traditionellen und alternativen Anlagen auf verschiedene Wertentwicklungen begründet sind (**strukturierte Produkte**).

#### Investorentypen und Investorenziele

Nicht alle Investoren haben das gleiche Ziel. Wir unterscheiden die folgenden Investorentypen:

- **Private Investoren**
- **Institutionelle Investoren**
- **Unternehmen und öffentliche Hand**

Aufgrund der finanziellen Erwartungen und dem Zeithorizont unterscheiden wir weiter zwischen:

- Finanzinvestoren: Kurze Haltedauer
- Strategische Investoren: Mittelfristige Haltedauer
- Kapitalsammelstellen: Lange Haltedauer

So unterschiedlich die Typen der Investoren sind, so unterschiedlich sind auch die Ziele. Auf der Basis des klassischen Zieldreiecks werden **Rentabilität**, **Liquidität** und **Sicherheit** der Anlagen von den Investoren unterschiedlich gewichtet.

### Renditen, Performance und risikolose Anlage

Wenn bei direkt gehaltenen Immobilien die Rede von Renditen ist, empfiehlt sich, die Definition zu hinterfragen. Es geht dabei immer um die Messung des monetären Rücklaufs einer Investition.

$$\text{Bruttorendite} = \frac{\text{Bruttoertrag}}{\text{Verkehrswert}} \times 100$$

- **Bruttorendite**

Der Bruttoertrag entspricht dem Brutto-Mietzins (Mieteträge ohne Mieternebenkosten). Der Verkehrswert (Marktwert) entspricht bei den Renditeobjekten dem Ertragswert. Die Bruttorendite ist die bekannteste Rendite, obwohl sie, kritisch betrachtet, eine geringe Aussagekraft hat.

$$\text{Nettorendite} = \frac{\text{Nettoertrag}}{\text{Verkehrswert}} \times 100$$

- **Nettorendite**

Mit der Nettorendite sind die Fremdkapital- und Eigenkapitalgeber zu befriedigen. Entsprechend ist der Nettoertrag gleich Bruttoertrag abzüglich den Eigentümernebenkosten und Rückstellungen für die technische Entwertung. Der Begriff «Nettorendite» ist auch ein im Mietrecht verwendeter Begriff, um die Missbräuchlichkeit zu beurteilen.

$$\text{EK - Rendite} = \frac{\text{Ertragsüberschuss}}{\text{Investiertes Eigenkapital}} \times 100$$

- **Eigenkapitalrendite**

Für die Eigenkapitalrendite (EK-Rendite) werden auch die Begriffe «Direkte Rendite» oder «Cashflow-Rendite» verwendet. Gemeint ist stets das Verhältnis zwischen dem eingesetzten Kapital und den dafür erhaltenen Zins während eines Jahres.

Rendite messen immer nur ein Endergebnis. Nicht zu verwechseln sind die Brutto- und Netto-Kapitalisierungssätze bei der Bewertung von Immobilien. Diese sind bei Neubauten gleich oder niedriger und unterscheiden sich wegen der zu berücksichtigenden technischen Entwertung der Immobilie.

Wenn sich Immobilienanlagen wertmässig positiv oder negativ verändern, erfahren sie eine Wertsteigerung oder Wertsenkung. Diese positive oder negative, zusätzliche Wertänderungsrendite muss in einer wirtschaftlichen Betrachtung der Immobilienanlage berücksichtigt werden. Rendite und Wertänderungsrendite ergeben so die **Performance**. Beispielsweise kann die Performance einer direkt gehaltenen Immobilie (z.B. ein Mehrfamilienhaus) im Jahr 2024 7.5 Prozent betragen. Dabei werden 4.5 Prozent aus den jährlichen Mieterträgen generiert und 3 Prozent ergeben sich aus der Wertstei-

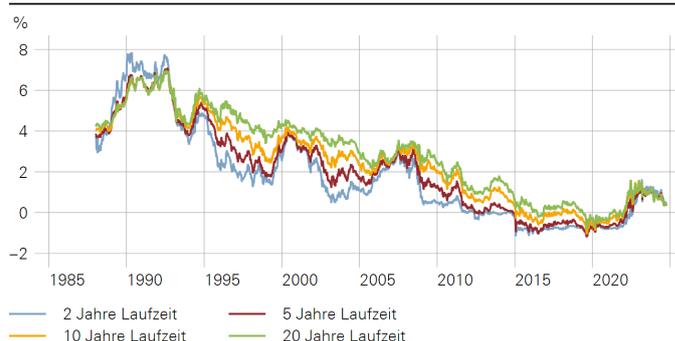
gerung. Diese kann aufgrund der grösseren Nachfrage nach Mehrfamilienhäusern oder beispielsweise tieferen Zinsen erfolgen. Die Wertänderungsrendite ist ein Buchgewinn, da die Immobilie nicht verkauft wird und diese Wertsteigerung nicht realisiert wird. Voraussetzung für die Erfassung der Wertänderungsrendite ist, dass der Verkehrswert (bei Renditeobjekten der Ertragswert) Ende Jahr erfasst wird.

Wie hoch sind die Erwartungen der Investoren bezüglich der Rendite? Um diese Frage zu beantworten, muss vorgängig definiert sein, was aus Investorensicht eine risikolose Anlage ist.

Als Inbegriff einer risikolosen Anlage wird in der Schweiz die 10-jährige Bundesobligation verwendet. Auch in der Immobilienbewertungspraxis erfolgt eine Modellierung des Kapitalisierungssatzes unter anderem mit dem Vergleich dieser sicheren Anlage (Anwendung des Realzinses). Am 4. November 2024 beträgt die Rendite für Bundesobligationen der Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von zehn Jahren 0.387 Prozent. Dieser Zins ist nicht statisch. Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der letzten rund 40 Jahre. So war die Rendite für die Bundesobligationen auch schon weit über 6 Prozent oder negativ.

Rendite und Risiko sind verbundene Begriffe. Je höher die Rendite, desto höher i.d.R. das Risiko. Unter diesem Aspekt müssen die Renditen für Immobilieninvestitionen in jedem Falle über dieser risikolosen Messlatte liegen.

**KASSAZINSSÄTZE VON EIDGENÖSSISCHEN OBLIGATIONEN FÜR AUSGEWÄHLTE LAUFZEITEN**



Quelle: SNB

### Antonio Federico | MRICS



Bewertungsexperte, SVIT-SEK  
 Immobilienbewirtschafter mit eidg. FA  
 Eidg. dipl. Immobilienreuhänder  
 MAS Real Estate Management  
 CAS Real Estate Valuation SIV  
 CAS Finanzmathematik und Statistik  
 MAS Corporate Finance



Quellen:

- Canonica, F. (2009). Die Immobilienbewertung. (Schweizerischer Immobilienschätzer-Verband SIV, Hrsg.)
- Fahrländer, S., & Kloess, S. (2023). Grundlagen der Immobilienökonomie (Bd. 1). St. Gallen: Schweizerischer Immobilienschätzer-Verband SIV.
- Lüscher-Marty, M. (2020). Geldanlage – Wegweiser zur Anlagekompetenz. Zizers: Institut für Banken und Finanzplanung, Zizers.
- SNB (2024). Kassazinssätze von eidgenössischen Obligationen für ausgewählte Laufzeiten. Schweizerische Nationalbank.