

Pensimo Newsletter

Inhalt

Regimo Zürich AG: Neue Geschäftsführerin **Seite 3**

Seit dem 1. September 2011 ist Silvia Vorburger die neue Geschäftsführerin der Regimo Zürich AG.

Swissinvest Real Estate Investment Fund (SREIF): Laufende Emission **Seite 3**

Noch bis zum 25. November 2011 läuft die Zeichnungsfrist der Emission 2011 für den Immobilienfonds Swissinvest.

Anlagestiftung Turidomus: Erfolgreiche Emission **Seite 4**

Am 17. August 2011 hat die Anlagestiftung Turidomus für beide Anlagegruppen eine Emission aufgelegt. Sie wurde stark überzeichnet.

Pensimo Academy / Anlagestiftung Adimora: Startveranstaltung mit Workshop **Seite 5**

Am 5. Oktober 2011 fand der erste grosse Workshop zum Thema «Affordable Housing» statt. Ein Werkstattbericht aus dem Labor der neuen Anlagestiftung Adimora.

Immobilienmarkt Schweiz: Nettocashflowrenditen und Renditen der zehnjährigen Bundesobligationen im Vergleich **Seite 8**

Der Vergleich der Nettocashflowrenditen von Schweizer Immobilien mit den Renditen der zehnjährigen Bundesobligation in den letzten zwanzig Jahren zeigt, dass es trotz Renditekompression – relativ betrachtet – immer noch attraktiv ist, in Immobilien zu investieren.

MAS Real Estate (CUREM): Unser Mitarbeiter Christian Seite 10
Germann hat seine berufsbegleitende Weiterbildung er-
folgreich abgeschlossen

Am 14. Oktober 2011 fand im Zunfthaus zur Safran in Zürich die Diplomfeier des Studiengangs 2010 / 11 zum MAS Real Estate (CUREM – Swiss Banking Institute / Universität Zürich) statt. Christian Germann hat seine Masterthesis zum Thema «Analyse von Faktoreinflüssen auf die relative Performance zwischen verschiedenen Immobilien-Anlageformen in der Schweiz» zusammengefasst.

Jörg Koch
joerg.koch@pensimo.ch

Pensimo Management AG

Obstgartenstrasse 19
Postfach 246, CH-8042 Zürich
Telefon +41 (0)43 255 21 00
welcome@pensimo.ch
www.pensimo.ch

Regimo Zürich AG: Neue Geschäftsführerin Regimo Zürich AG

JK. Seit dem 1. September 2011 hat Silvia Vorburger die Geschäftsleitung der Regimo Zürich AG übernommen. Mit Frau Vorburger konnten wir für diese herausfordernde und verantwortungsvolle Aufgabe eine ausgewiesene Expertin mit über fünfzehn Jahren Erfahrung in der Immobilienbewirtschaftung gewinnen. Frau Vorburger ist eidg. dipl. Immobilientreuhänderin. Sie hat nach ihrer kaufmännischen Grundausbildung verschiedene Aus- und Weiterbildungen absolviert, zuletzt ein Nachdiplomstudium in Leadership. Sie ist seit 2003 für die Regimo Zürich AG tätig, zuletzt als Leiterin Wohnliegenschaften. Bereits zuvor übte sie während mehrerer Jahren verschiedene Funktionen in der Immobilienbewirtschaftung aus, unter anderem auch für die PSP Management AG. Neben der Gesamtleitung der Regimo Zürich AG wird Frau Vorburger auch in Zukunft die Abteilung Wohnliegenschaften führen. Ferner ist sie seit 2009 Beisitzerin am Mietgericht in Zürich. Es freut uns ganz besonders, dass wir diese wichtige Kaderposition aus den eigenen Reihen besetzen konnten. Wir wünschen Frau Vorburger für ihre neue Herausforderung alles Gute und viel Erfolg.

Swissinvest Real Estate Investment Fund (SREIF): Laufende Emission

CG. Wie bereits in den beiden Vorjahren hat der Verwaltungsrat der Adimosa AG entschieden, den Anlegern im November im Rahmen einer Kapitalerhöhung neue Anteile anzubieten. Die positive Kursentwicklung des Swissinvest, die allgemein anhaltend hohe Nachfrage nach Immobilienanlagen in Kombination mit Investitionsmöglichkeiten in eigene Bestandsliegenschaften sowie Projekte und Neuerwerbungen bewogen den Verwaltungsrat zu diesem Schritt.

Der Emissionsbetrag wird durch eine «Best-Effort»-Emission bestimmt, wobei die Fondsleitung entscheidet, ob sie nach der Bezugsfrist nicht gezeichnete Anteile ausgeben will oder nicht. Somit könnte im Falle einer geringen Nachfrage der Emissionsbetrag entsprechend reduziert werden. Die Bezugsrechte sind erneut an der Schweizer Börse SIX kotiert und können von den Anlegern gehandelt werden.

Die neuen Anteile werden in der Zeit vom 14. bis 25. November 2011 zur Zeichnung angeboten. Maximal werden 238'079 neue Anteile ausgegeben, welche am 2. Dezember 2011 an der SIX liberiert werden. Das Emissionsvolumen beträgt zirka CHF 25 Mio. 18 bisherige Anteile berechtigen zum Bezug eines neuen Anteils zum Ausgabepreis von CHF 111.00 netto (Bezugsverhältnis von 18:1). Dieser Preis basiert auf dem Inventarwert per 30. Juni 2011 von CHF

106.35 je Anteil (nach Ausschüttung). Enthalten sind zudem der Einkauf in den laufenden Jahresertrag für die Periode vom 1.7.2011 bis 2.12.2011 in der Höhe von CHF 1.89 sowie die Ausgabekommission von 3%. Die Anzahl sich im Umlauf befindender Anteile erhöht sich auf maximal 4'523'499. In den vergangenen Tagen hat ein reger Handel bei den Bezugsrechten eingesetzt. Der Preis schwankt in einer Bandbreite von zirka CHF 0.90 bis CHF 1.05.

Anlagestiftung Turidomus: Erfolgreiche Emission

JK. Am 17. August 2011 hat die Anlagestiftung Turidomus eine Emission von 71'200 Ansprüchen in der Anlagegruppe Casareal und 39'000 Ansprüchen in der Anlagegruppe Proreal aufgelegt. Daraus resultierte ein Ausgabevolumen von rund CHF 80 Mio. für die Anlagegruppe Casareal und CHF 40 Mio. für die Anlagegruppe Proreal. Die Lage auf dem Immobilien-Transaktionsmarkt kann als angespannt bezeichnet werden, dementsprechend sind die Preise für Anlageobjekte und Bauprojekte eher hoch. Aus diesem Grund können die Investitionsbedürfnisse unserer Anleger nicht immer in vollem Umfange befriedigt werden. Die Emissionen wurde deshalb erwartungsgemäss stark überzeichnet: bei Casareal beträgt der Faktor für die Überzeichnung 2.7, bei Proreal 1.6.

Pensimo Academy / Anlagestiftung Adimora: Startveranstaltung mit Workshop

Keine Universaltypologie, neue Zusammenarbeitsmodelle und «Kompensation»

PPE. Die Anlagestiftung Adimora ist nicht bloss ein Diversifikationsinstrument zur Ergänzung der hochwertigen Immobilienportfolios der Pensimo-Gruppe. Als «Denk- und Arbeitslabor» konzipiert, dient Adimora zusätzlich der internen Weiterbildung und soll das erforderliche Fachwissen und entsprechende Netzwerk aufbauen, um das ambitionierte Ziel, vermehrt im Segment des preisgünstigen Wohnungsbaus aktiv zu werden, zu erreichen. Es gilt, den gesamten Lebenszyklus von Liegenschaften – von der strategischen Planung bis zur Bewirtschaftung – fundamental zu überdenken und positiv zu deuten.

Als Startschuss für das Labor fand am 5. Oktober 2011 in den stimmungsvollen Räumlichkeiten des Restaurants «g27» im Zürcher Gewerbe- und Industriequartier Binz ein erster Workshop statt. Organisiert von Adimora-Mandatsleiterin Astrid Heymann und moderiert von Christoph Bertschinger versammelten sich einen Nachmittag lang rund 35 Teilnehmerinnen und Teilnehmer, um über verschiedene Facetten des Themas «erschwinglicher Wohnraum» nachzudenken. Neben Mitarbeitenden der Pensimo Management AG und den Regimo-Gesellschaften waren Fachleute aus folgenden Bereichen eingeladen: Architektur, Bauphysik, Haustechnik, Immobilienmarkt, Medien, Mietrecht, Mobilität, Stadtgeografie, Soziologie, Vermarktung; dies zeigt exemplarisch den Anspruch von Adimora, in der Aufbauphase und im Strategiefindungsprozess interdisziplinäre Erkenntnisse und Ansätze einfließen zu lassen.

Ein allgemeines Einführungsreferat zum Schweizer Immobilienmarkt (Stefan Fahrländer, Fahrländer Partner AG, Zürich) eröffnete den Workshop, gefolgt von vier Inputreferaten zu den Gruppendiskussionsthemen des Nachmittags:

- Typologie / Wohnungsgrundrisse (Maria Zurbuchen und Benno Zurfluh)
- Zielgruppen, soziale Durchmischung und Segregation (Barbara Emmenegger)
- Baukosten (Christoph Keller)
- Zusammenarbeitsmodelle / Bauprozesse (Thomas Sacchi)

Anschliessend folgte ein so genanntes «World Café», die Gruppendiskussion der vier Themen an je einem Tisch und in drei unterschiedlichen Besetzungen à 25 Minuten. Tischleiter sorgten dafür, dass einerseits die wechselnde Diskussionsgruppe stets über den Stand der vorangegangenen Runde im Bilde war und, dass andererseits die wichtigen Diskussionspunkte, Aussagen oder auch Streitigkeiten auf dem zu beschriftenden Tischtuch festgehalten wurden. Aufgrund der Komplexität des Themas entstanden hierbei mehr Fragen und zu beachtende The-

menfelder als konkrete Antworten und Regeln. Nichtsdestotrotz waren die Diskussionen spannend, mitunter gar hitzig, jedoch stets sachlich und konstruktiv. Beispielhaft einige Erkenntnisse aus den Diskussionsrunden zusammengefasst:

Typologie / Wohnungsgrundrisse: Die Qualität der Grundrisse um die Jahrhundertwende ebenso wie die intensiven Studien der Moderne machen Neuerfindungen nicht zum absoluten Zwang. Vielmehr gilt es, die Vielfalt der bestehenden Typologien weiterzuentwickeln und an Kontext, soziale Milieus und Mieterschaft anzupassen. Kurz: Es kann nicht *die* typologische Lösung für den preisgünstigen Wohnungsbau geben. Des Weiteren ist erschwinglicher Wohnraum nicht nur als Verzicht und Reduktion zu verstehen. Als «befreites und einfaches Wohnen» aufgefasst, soll dem fraglos nötigen Verzicht auch eine gewisse «Kompensation» in der Wohnung, im Haus und / oder im öffentlichen Raum gegenüberstehen.

Zielgruppen, soziale Durchmischung und Segregation: Höchst umstritten sind allfällige Vergabekriterien für eine Wohnungszuteilung, wie sie bei Genossenschaften üblich sind. Allgemein stellt sich hier die Frage, ob Adimora eine soziale Haltung einnehmen und beispielsweise eine Durchmischung von / mit Haushalten explizit fördern soll. Hierauf wurde ebenso wenig eine Antwort gefunden wie auf die Frage, ob die Zielgruppendifkussion überhaupt relevant ist – schliesslich fragen verschiedene soziale Milieus, Haushaltstypen und Generationen preisgünstigen Wohnraum nach. Kann dieser folglich einfach erstellt werden, und der Markt organisiert die Belegung von selbst?

Baukosten: Anders als am Zielgruppen-Tisch kam man hier zu dem Schluss, dass differenzierte Mieter-Profile erstellt werden müssen. Denn nicht jede Strategie eignet sich an jedem Ort und für jeden potenziellen Mieter (beispielsweise Rohbaumieten und offene Grundrisse für urbane Kleinhaushalte gegenüber kompakt ausgebauten und spezifischen Grundrissen für Gruppenhaushalte). Der wichtigste Punkt an diesem Tisch betraf jedoch die Strukturen der Projektentwicklung selbst. Angesichts durchaus üblicher Entwicklungsgewinne von über 10% sei die Reduktion der Baukosten eine vergleichsweise mühsame Sparübung, und aus diesem Gedanken heraus wurde das Ausschalten der «Projektentwickler als preistreibende Zwischenhändler» vorgeschlagen. Hierbei muss allerdings bedacht werden, dass Entwickler sowohl für ihre Leistungen als auch für die Übernahme von Risiken entschädigt werden. Ob und für welche Projektphasen die Anlagestiftung Adimora Entwicklerleistungen einkauft, hängt daher von einer Risikobeurteilung ab, wie sie bei jedem Investitionsvorhaben anzustellen ist – sie ist keinesfalls spezifisch für die Erstellung von preisgünstigem Wohnraum.

Zusammenarbeitsmodelle / Bauprozesse: Betont wurde die Bedeutung der strategischen Planung. Wenn die Ziele klar und verbindlich seien, so der Tenor, könnten unnötige Variantenstudien vermieden werden und alle Beteiligten effizient auf deren Erfüllung hinarbeiten. Es zeigte sich gesamthaft wenig Motivation, das konservative Modell der Bauwirtschaft zu verändern und eine frühzeitige Integration von Planern und Nutzervertretern in den gesamten Prozess zu fördern. Ebenso wurde die mögliche Führungsabgabe an Fach- oder Kostenplaner in Form von klaren Voten für den «guten Architekten» abgelehnt, der über Architektur und Baukonstruktion hinaus kompetent in der Bauwirtschaft zu agieren wisse. Für Adimora stellt sich die Frage, ob nicht genau aufgrund des zwanghaften Festhaltens am Status quo auch hier grosse Potenziale brachliegen.

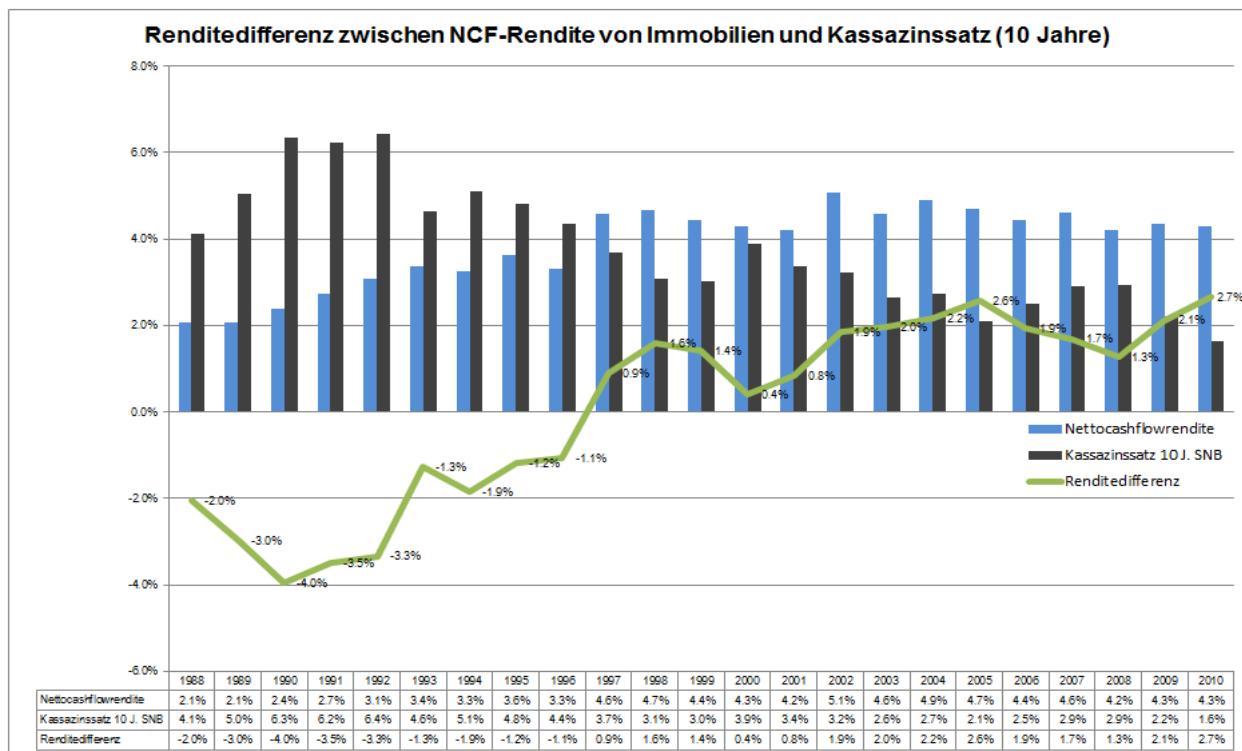
Nach dieser Startveranstaltung steht das «Denk- und Arbeitslabor Adimora» nun vor der Aufgabe, alle angedachten Themen weiterzuspinnen und in eine geordnete Struktur zu überführen. Der «Adimora-Baukasten» als heuristisches Fundament der Anlagestiftung ist im Entstehen. Er soll dank weiterer Rechercharbeit und den bereits laufenden und zukünftigen Projekten inhaltlich weiter alimentiert werden. Und auch der nächste Workshop ist bereits in Planung. Er findet im kommenden Jahr statt und wird sich voraussichtlich mit dem Thema Bestandesliegenschaften (Bewirtschaftung, Sanierungsstrategien usw.) beschäftigen.

Palle Petersen, Projekt-Office Adimora

Immobilienmarkt Schweiz: Nettocashflowrenditen von Schweizer Immobilien im langfristigen Vergleich mit den Renditen der 10-jährigen Bundesobligationen

AB / MS. Nach dem Platzen der New-Economy-Blase (2000) und den al-Qaida-Anschlägen in den USA (2001) reduzierten die Notenbanken in den meisten Staaten die kurzfristigen Zinsen auf ein historisch tiefes Niveau. Ab 2008 lösten zuerst die Immobilien-, dann die Verbriefungs- und schliesslich die Bankenkrise eine weitere synchrone und beinahe senkrecht fallende Leit-zinsentwicklung aus. Praktisch weltweit haben die Notenbanken heute die kurzfristigen Zinsen auf nahezu null Prozent reduziert und versorgen so die Volkswirtschaften mittels «quantitative easing» mit zusätzlicher Liquidität, um die Nachfrage zu stimulieren. Vor dem Hintergrund der aktuell virulenten Staatsverschuldungskrise warnte die neue IWF-Chefin Christine Lagarde unlängst vor einem denkbaren «verlorenen Jahrzehnt mit geringem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit». In diesem von zunehmender Unsicherheit geprägten Niedrigzinsumfeld – bereits seit der letzten Hochzinsphase anfangs der 1990er Jahre sind auch die langfristigen Zinsen in der Tendenz gesunken – stecken viele Marktakteure in der Bredouille: Wie lassen sich noch risiko-adäquate Renditen «erwirtschaften»?

Die Grafik auf der nächsten Seite zeigt die Renditedifferenz zwischen den Nettocashflowrenditen von Schweizer Immobilien im langfristigen Vergleich zu den Renditen der 10-jährigen Bundesobligationen. Bis Mitte der 1990er Jahre erzielten Bundesobligationen höhere Renditen als Immobilien. Um die Auswirkungen des Börsencrashes von 1987 zu mildern und das Wirtschaftswachstum zu fördern, wurde Ende der 1980er Jahre von der SNB die Geldmenge erhöht. Nach massiven Preissteigerungen im Immobiliensektor und einer stark gestiegenen Inflationsrate verdreifachten sich zwischen 1988 und 1990 die kurzfristigen Zinsen in der Schweiz von drei auf knapp neun Prozent. Mit einer gewissen Verzögerung kletterten auch die Hypothekarzinsen der Kantonalbanken von rund fünf auf acht Prozent. Als Folge dieses massiven Zinsanstiegs gingen in der Schweiz ab 1993 Immobilienspekulanten und mithin auch seriösere Immobilieninvestoren reihenweise in Konkurs. Daraufhin kumulierten sich von 1991 bis 1996 bei den Schweizer Banken die Hypothekarverluste in der Höhe von über CHF 40 Milliarden. Gegen Mitte der 1990er-Jahre drehte sich der Trend in Richtung positiver Renditedifferenz zugunsten der Immobilien: Seit 1997 liegen die auf Basis der Mieterträge von Immobilien erwirtschafteten Nettocashflowrenditen höher als die mit geringeren Risiken behafteten Zinszahlungen der 10-jährigen Bundesobligationen. Die Renditedifferenz zwischen diesen beiden Anlagekategorien lag 2010 bei 2.7 Prozent und im Durchschnitt für die letzten 10 Jahre bei 1.9 Prozent.



Datenquellen: SNB, IAZI (Jahresendwerte)

Die von IAZI ausgewiesenen Nettocashflowrenditen basieren auf den jährlich bewerteten Immobilienportfolios von institutionellen Investoren. Die Bewertungen können den effektiven am Transaktionsmarkt erzielbaren Preisen hinterherhinken. Deshalb stellt sich die Frage, wie die aktuelle Situation auf dem Schweizer Immobilienmarkt aussieht? Qualitativ hochwertige Liegenschaften an sehr guten Standorten werden mit Nettoanfangsrenditen von knapp 4 Prozent gehandelt. Kleinere Mehrfamilienhäuser weisen oft die tiefsten Nettoanfangsrenditen auf. In diesem Segment sind neben institutionellen Investoren auch Privatanleger aktiv und drücken die Preise nach oben und die Renditen nach unten. Bei einzelnen Investoren besteht sogar die Bereitschaft, für Topobjekte mit erstklassigen Mietern an Bestlagen Nettoankaufsrenditen im Bereich von lediglich ein Prozent über der Rendite der zehnjährigen Bundesobligation als Risikozuschlag in Kauf zu nehmen. Diese «Renditekompression» («yield compression»), das heisst, die absolute sowie relative Verringerung der Immobilienrenditen als Folge von steigenden Kaufpreisen bei reinen «Core»-Immobilien ist ein internationales Phänomen. Durch die Aufwertungen ihrer Portfolios profitieren von dieser Renditekompression primär die Eigentümer von Bestandesliegenschaften. Aber auch die Renditen für Liegenschaften im Ankauf sind – relativ zu Bundesobligationen – immer noch als attraktiv zu beurteilen.

MAS Real Estate (CUREM): Zusammenfassung der Masterthesis von Christian Germann¹

«Analyse von Faktoreinflüssen auf die relative Performance zwischen verschiedenen Anlageformen»

CG. Schweizer Investoren bieten sich verschiedene Möglichkeiten, in inländische Immobilien zu investieren: Retail-Kunden erwerben Anteile von Immobilienfonds oder Immobiliengesellschaften, vermögendere Privatpersonen stehen zusätzlich Direktanlagen offen und Pensionskassen können darüber hinaus in steuerbefreite Anlagestiftungen investieren. Diese Immobilien-Anlageformen weisen unterschiedliche Eigenschaften auf, womit sich einem Anleger die Möglichkeit bietet, auf Basis dieser Differenzierung und in Erwartung eines Szenarios seine Anlageentscheidungen zu treffen.

Für eine Betrachtung laut der modernen Portfolio Theorie (MPT) interessieren die Parameter Erwartungswert und Volatilität der Renditen sowie die Korrelationen der Renditen zu anderen Anlagen im Portfolio. Daneben kann aber rückblickend auch aufgezeigt werden, wie sich die einzelnen Immobilien-Anlageformen im herrschenden Umfeld entwickelt haben. Während allgemeine Aussagen über den Einfluss verschiedener Faktoren auf die Performance-Entwicklung von Immobilien gemacht werden können, sollte es für einen Anleger nicht nur von Interesse sein, wie sich die ganze Anlageklasse der Immobilien bewegt, sondern welche Immobilien-Anlageform bei gegebenen Erwartungen an verschiedene Faktoren den anderen Investitionsformen in den kommenden Perioden überlegen sein könnte. Dieser Ansatz entspricht dem zyklischen Investitionsstil.

Mittels einer multi-variablen Regressionsanalyse wurde untersucht, ob signifikante Zusammenhänge zwischen der relativen Performance unter einzelnen Immobilien-Anlageformen in der Schweiz und verschiedenen Faktoren existieren. Für die Immobilien-Anlageformen werden Indizes als Aggregate verwendet und über die Periode von 1997 bis 2010 die Differenzen in der Performance untereinander gerechnet. Dies ergibt bei vier Anlageformen sechs Beziehungen. Die Untersuchung richtet sich auf den Schweizer Immobilienmarkt und innerhalb dessen auf die Investitionsmöglichkeiten mit Eigenkapital.

Grundlagen: Bisherige Forschungsarbeiten zeigen, dass Immobilien als Anlageklasse einen hohen Stellenwert genießen und über mehrere Anlageformen mit unterschiedlichen Eigenschaften investierbar sind. Der nach MPT optimale Anteil an Immobilien im Portfolio eines breit

¹ Die ausführliche Version der Studie kann direkt beim Autor (christian.germann@pensimo.ch) bezogen werden.

diversifizierten Anlegers kann je nach Land und Anlageform stark differieren. Die Preise von Immobilien unterliegen verschiedensten Zyklen, welche gemäss empirischen Befunden zwischen 5 und 20 Jahre lang sein können. Ein Immobilienzyklus kann nie unabhängig von der Gesamtwirtschaft ablaufen, zu gross sind die Bedeutung von Immobilien als Produktionsfaktor und der Anteil der Baubranche am Bruttoinlandprodukt (BIP). Die Zyklen lassen sich mit diversen Faktoren unterschiedlich gut erklären und je nach dem auch prognostizieren. Die vier Immobilien-Anlageformen der Immobilienfonds, der Immobiliengesellschaften, der direkten Immobilienanlagen und der Immobilienanlagestiftungen sind unterschiedlich reguliert, weisen spezifische Charakteristika auf und reagieren ungleich auf Veränderungen in ihrem Umfeld. Die in Tabelle 1 dargestellten relativen Performance-Zeitreihen wurden anhand eines Sets von 20 Faktoren aus vier Gruppen (Angebots-, Nachfrage-, Mengen- und Preis- sowie Opportunitätskosten-Indikatoren) analysiert.

Tabelle 1: Zusammenstellung der Index-Zeitreihen (Total Returns) und der relativen Entwicklungen

	KGAST: Immo-Index (entglättet)	SWX / IAZI: IREALC	W&P: WUPIX-F	W&P: WUPIX-A	KGAST / IREALC	KGAST / WUPIX-F	KGAST / WUPIX-A	IREALC / WUPIX-F	IREALC / WUPIX-A	WUPIX-F / WUPIX-A
1997	4.25%	0.50%	20.81%	16.92%	3.73%	-13.71%	-10.84%	-16.81%	-14.04%	3.33%
1998	6.76%	6.40%	2.24%	36.20%	0.34%	4.42%	-21.61%	4.07%	-21.88%	-24.93%
1999	6.55%	8.65%	-1.68%	13.56%	-1.93%	8.37%	-6.18%	10.50%	-4.33%	-13.42%
2000	3.58%	13.81%	-5.97%	-8.59%	-9.00%	10.15%	13.31%	21.04%	24.51%	2.86%
2001	1.32%	-4.83%	6.19%	-1.43%	6.46%	-4.59%	2.79%	-10.38%	-3.46%	7.73%
2002	7.10%	7.48%	8.35%	-7.08%	-0.35%	-1.15%	15.26%	-0.80%	15.68%	16.61%
2003	3.97%	0.64%	12.88%	5.00%	3.31%	-7.90%	-0.98%	-10.85%	-4.15%	7.51%
2004	3.93%	10.88%	6.47%	16.11%	-6.26%	-2.39%	-10.49%	4.14%	-4.51%	-8.30%
2005	4.37%	11.37%	5.76%	16.81%	-6.29%	-1.32%	-10.65%	5.31%	-4.65%	-9.46%
2006	5.34%	5.44%	3.07%	24.52%	-0.09%	2.20%	-15.40%	2.30%	-15.32%	-17.23%
2007	5.33%	9.11%	-3.57%	-10.42%	-3.47%	9.22%	17.58%	13.15%	21.81%	7.65%
2008	4.05%	6.62%	1.52%	-8.20%	-2.40%	2.50%	13.34%	5.02%	16.13%	10.58%
2009	5.64%	7.66%	19.69%	18.50%	-1.87%	-11.73%	-10.85%	-10.05%	-9.15%	1.00%
2010	3.95%	6.67%	5.91%	21.80%	-2.55%	-1.86%	-14.66%	0.72%	-12.42%	-13.04%
μ	4.72%	6.46%	5.83%	9.55%	-1.46%	-0.56%	-2.81%	1.24%	-1.13%	-2.08%
Median	4.31%	7.08%	5.84%	14.84%	-1.90%	-1.24%	-8.33%	3.18%	-4.42%	1.93%
Max.	7.10%	13.81%	20.81%	36.20%	6.46%	10.15%	17.58%	21.04%	24.51%	16.61%
Min.	1.32%	-4.83%	-5.97%	-10.42%	-9.00%	-13.71%	-21.61%	-16.81%	-21.88%	-24.93%
σ	1.52%	4.88%	7.83%	14.65%	4.19%	7.37%	13.04%	10.40%	14.68%	12.24%
Schiefe	-0.31	-0.83	0.56	0.01	0.10	-0.22	0.38	-0.02	0.57	-0.31
Kurtosis	3.05	3.29	2.66	1.89	2.55	2.20	1.72	2.43	2.05	1.98

Ergebnisse: Die untenstehende Tabelle 2 zeigt die Resultate der statistischen Auswertungen, wovon die wichtigsten im Anschluss kurz kommentiert werden.

Tabelle 2: Ergebnisübersicht der sechs statistischen Auswertungen (Signifikanz-Niveau: *** = 1%, ** = 5%, * = 10%)

Variable	Koeffizient	p-Wert	zent. VIF	Modellgüte	
1) Immobilienanlagestiftungen versus Immobilien-Direktanlagen					
Konstante	0.05	2.31% **		R ²	0.74
Abs. Veränderung Zinsspread 10 J. - 3 Mo.	4.86	0.02% ***	1.30	Adjust. R ²	0.70
Rel. Veränderung Einwohnerzahl	-8.00	0.48% ***	1.30	p-Wert	0.06% ***
2) Immobilienanlagestiftungen versus Immobilienfonds					
Konstante	-0.09	0.02% ***		R ²	0.82
Rel. Veränderung BIP pro Kopf	3.04	0.01% ***	1.12	Adjust. R ²	0.76
Abs. Veränderung Leerwohnungsrate	-42.60	0.19% ***	1.78	p-Wert	0.05% ***
Abs. Veränderung Konsumentenstimmung	0.00133	6.72% *	1.63		
3) Immobilienanlagestiftungen versus Immobiliengesellschaften					
Konstante	-0.01	71.41%		R ²	0.70
Abs. Veränderung Inflationsrate	7.19	2.74% **	1.21	Adjust. R ²	0.61
Abs. Veränderung Konsumentenstimmung	-0.00753	0.11% ***	2.16	p-Wert	0.55% ***
Abs. Veränderung Zinsspread 10 J. - 3 Mo.	-6.51	10.98%	1.90		
4) Immobilien-Direktanlagen versus Immobilienfonds					
Konstante	0.16	0.05% ***		R ²	0.82
Zinsspread 10 J. - 3 Mo. (Niveau)	-11.68	0.02% ***	1.04	Adjust. R ²	0.77
Abs. Veränderung erwartete Inflationsrate	4.54	0.99% ***	1.02	p-Wert	0.05% ***
Abs. Veränderung Leerwohnungsrate	-29.91	2.07% **	1.05		
5) Immobilien-Direktanlagen versus Immobiliengesellschaften					
Konstante	0.01	54.94%		R ²	0.79
Abs. Veränderung Zinsspread 10 J. - 3 Mo.	-10.70	2.02% **	1.96	Adjust. R ²	0.69
Abs. Veränderung erwartete Inflationsrate	12.84	0.59% ***	2.44	p-Wert	0.45% ***
Abs. Veränderung Konsumentenstimmung	-0.00972	0.03% ***	2.33		
Abs. Veränderung unerwartete Inflationsrate	7.72	2.49% **	1.78		
6) Immobilienfonds versus Immobiliengesellschaften					
Konstante	-0.01	73.88%		Adjust. R ²	0.40
Abs. Veränderung Konsumentenstimmung	-0.00414	0.86% ***	1.00	p-Wert	0.86% ***

Die Koeffizienten in obiger Tabelle sind so zu interpretieren, dass bei einem positiven Vorzeichen die im jeweiligen Untersuchungsfall (Modell) erstgenannte Anlageform bei einer positiven Veränderung des Faktors besser performt als die letztgenannte, und vice versa.

Bis auf das Modell 6 resultieren für alle Untersuchungen zufriedenstellende Ergebnisse bezüglich der Modellgüte (adjustierte R^2) sowie Signifikanzen der Koeffizienten und Modelle (p-Werte). Leider konnten mit dem gewählten Faktorensatz keine aussagekräftigen Zusammenhänge zwischen der relativen Performance der Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften sowie den 20 Faktoren gefunden werden (Modell 6).

Auffallend oft taucht der Faktor «Absolute Veränderung der Konsumentenstimmung» auf (Modelle 2, 3, 5 und 6). In drei dieser Modelle zeigen die Immobiliengesellschaften bei einem Anstieg der Konsumentenstimmung eine bessere Performance als ihre Vergleichsindizes. Eine Erklärung hierfür dürfte das Geschäftsmodell der Immobiliengesellschaften sein: Die Werte der Liegenschaften mit primär Verkaufs-, Büro- und Gewerbenutzungen reagieren sensibel auf Veränderungen der Wirtschaftslage, welche mit der Konsumentenstimmung als Konjunkturindikator vorweggenommen wird. Die Anleger schichten bei einer steigenden Konsumentenstimmung und einhergehend potenziell höheren Nachfrage nach Geschäftsflächen in die Immobiliengesellschaften um, auch aus den Immobilienfonds. Dies könnte die negative Performance der Immobilienfonds in Modell 2 erklären: Während die stabilen, NAV-basierten Anlagestiftungen nicht auf die Veränderung der Konsumentenstimmung ansprechen, verlieren die Fonds mutmasslich Anteile an die (kотиerten) Immobiliengesellschaften.

Ein weiterer, mehrfach in Erscheinung tretender Faktor ist die «Absolute Veränderung des Zins-spread 10 Jahre zu 3 Monate» (Modelle 1, 3 und 5). Er beeinflusst die Angebotsseite, da beispielsweise Entwickler und Immobiliengesellschaften von einer grossen Differenz, einhergehend mit tiefen Fremdkapitalkosten und einem geringeren Konkursrisiko, profitieren. Gemäss den beiden negativen Koeffizienten der Modelle 3 und 5 entwickeln sich die Immobiliengesellschaften besser, wenn sich die Differenz zwischen dem kurz- und langfristigen Zins vergrössert. Der hohe Fremdverschuldungsgrad und die Projektentwicklungstätigkeit der Gesellschaften mit entsprechenden Risiken dürften die Begründung hierfür sein. Sie kann auch für das Modell 1 gelten, wo die Anlagestiftungen besser performen als die Direktanlagen. Das «Niveau des Zins-spreads 10 Jahre zu 3 Monate» hat einen hoch signifikanten Erklärungsgehalt in Modell 4: Je grösser die positive Zinsdifferenz, umso grösser die Outperformance der Immobilienfonds gegenüber den Immobilien-Direktanlagen. Auch hier kann mit der Tätigkeit der Fonds im Bereich von Projektentwicklungen und der Fremdverschuldung argumentiert werden.

Der Faktor «Absolute Veränderung der Leerwohnungsrate» liefert in den Modellen 2 und 4 jeweils stark negative Koeffizienten: Bei einer Zunahme der Leerwohnungsrate entwickeln sich die Immobilienfonds gegenüber den Anlagestiftungen und den Direktanlagen besser. Höhere Leerstände schlagen bei den Anlagestiftungen in der Bewertung und somit direkt im NAV nieder und auch bei Direktanlagen werden sie unmittelbar eingepreist. Hingegen scheinen die Börsenkurse der Fonds eine geringere Sensitivität aufzuweisen: Möglicherweise wird dem Fondsmanagement zugetraut, besser mit den Leerständen und deren Abbau umgehen zu können.

Der Mengen- und Preisindikator «Inflation» wurde für die Untersuchung in verschiedene Faktoren aufgeteilt. Analysiert wurden die Einflüsse der absoluten Veränderungsraten der Inflation, der erwarteten Inflation sowie der unerwarteten Inflation. In den Modellen 4 und 5 entwickeln sich bei einem Anstieg der erwarteten Inflation jeweils Direktanlagen besser als Immobilienfonds und -gesellschaften. Während Immobilien grundsätzlich bis zu einem gewissen Grad die Fähigkeit zugeschrieben wird, eine Absicherung gegenüber Inflation zu bieten, spielen in den beiden Modellen vermutlich Opportunitätsüberlegungen eine Bedeutung. Die Fonds und Gesellschaften stehen in direkter Konkurrenz zu (anderen) nominellen Anlagen. Mit der stetigen Dividende haben die beiden Anlageformen selbst einen obligationsähnlichen Charakter, zeigen jedoch deutlich höhere Kursschwankungen, vor allem die Gesellschaften. Entsprechend könnte die Minderperformance bei einem erwarteten Anstieg der Inflation auf Umschichtungen in Anleihen zurückzuführen sein, was die Kurse der Immobilienfonds- und Gesellschaften unter Druck setzen würde. Dieser Mechanismus kann auch für das Modell 3 gelten, wo bei einem Anstieg der effektiven Inflation die Anlagestiftungen besser rentieren als die Gesellschaften. Erstere sind mit der NAV-Bewertung relativ träge und Anteilsrückgaben haben keinen direkten Preiseinfluss, ganz im Gegensatz zur Veräußerung von Gesellschaftsaktien.

Von 16 in den Modellen verwendeten Faktoren kommen deren sechs aus der Gruppe der Nachfrageindikatoren, sechs aus der Gruppe der Angebotsindikatoren sowie vier aus der Gruppe der Mengen- und Preisindikatoren. Aus der Gruppe der Indikatoren der Opportunitätskosten sind keine Faktoren vertreten. Entweder beeinflussen diese die verschiedenen Anlageformen in etwa gleichermassen oder ihr Einfluss wird mit anderen Faktoren besser abgebildet. Leider besteht kein identisches Variablenset für alle sechs relativen Performance Zeitreihen, was bezüglich Interpretation und Handlungsempfehlungen für Investoren wünschenswert gewesen wäre. Auch ist die Relevanz der Resultate ohne Bestätigung in einer «Out-of-sample»-Anwendung noch fraglich und die relativ kurzen Datenreihen über 14 Beobachtungen dürften länger sein, damit mindestens ein ganzer Zyklus erfasst werden könnte.