

**B , S , S .**

BLÖCHLIGER, STAEHELIN & PARTNER.  
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BERATUNG

# **Eine Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz**

**Bericht**

Basel, den 28. März 2003

Eine Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz

Bericht

zuhanden des Bundesamtes für Wohnungswesen

Projektverantwortung: Dr. Wolfram Kägi

Projektbearbeitung: Martin Schäfli, lic. oec. HSG

B,S,S. Volkswirtschaftliche Beratung, Blumenrain 16, CH-4051 Basel

Tel: 061-262 05 55, Fax: 061-262 05 57, E-Mail: [martin.schaefli@bss-basel.ch](mailto:martin.schaefli@bss-basel.ch)

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>II</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>III</b>
<b>Management Summary .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Einführung .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Indirekte Immobilienanlagen .....</b>	<b>4</b>
2.1. Was spricht für eine indirekte Investition in Immobilien?.....	4
2.2. Um welche Grössenordnung handelt es sich? .....	5
2.3. Immobilienfonds.....	7
2.3.1. Beschrieb und Marktvolumen .....	7
2.3.2. Rendite- und Risikoprofil.....	9
2.4. Immobiliengesellschaften.....	15
2.4.1. Beschrieb und Marktvolumen .....	15
2.4.2. Rendite- und Risikoprofil.....	17
2.5. Immobilienanlagestiftungen .....	22
2.5.1. Beschrieb und Marktvolumen .....	22
2.5.2. Rendite- und Risikoprofil.....	23
2.6. Indirekte Immobilienanlagen im Vergleich .....	25
2.6.1. Übersicht.....	26
2.6.2. Rendite und Risiken .....	26
2.6.3. Aspekte der Performance .....	28
<b>3. Trends und mögliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt.....</b>	<b>31</b>
3.1. Marktentwicklungen.....	31
3.2. Strategie und Anlegerinteressen.....	34
3.3. Steuerliche Aspekte von indirekten Immobilienanlagen.....	36
3.4. Abschliessende Bemerkungen.....	38
<b>4. Zusammenfassung .....</b>	<b>40</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>42</b>
<b>Ausgewählte Internetquellen .....</b>	<b>43</b>
<b>Verzeichnis der Gesprächspartner .....</b>	<b>44</b>

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1: Anteile direkt und indirekt gehaltener Immobilien in der Schweiz in Mrd. Sfr. ....	5
Abbildung 2: Aufteilung der Portfolios nach Nutzungsart.....	6
Abbildung 3: Aufbau und Funktionsweise eines Immobilienfonds .....	7
Abbildung 4: Aktien, Obligationen und Immobilienfonds in der Schweiz 1961-2001 .....	13
Abbildung 5: Value-Drivers von Immobiliengesellschaften.....	18
Abbildung 6: Risiko vs. Rendite nach Immobilientyp und Geschäftsaktivität ....	19
Abbildung 7: Struktur von Anlagestiftungen .....	23
Abbildung 8: Kursentwicklung der Immobiliengesellschaften (WUPIX-A), Immobilienfonds (WUPIX-F) und Swiss Performance Index (SPI) 1997 bis 2002 .....	27
Tabelle 1: Rendite und Risiko verschiedener Anlageinstrumente 1985 bis 2001	11
Tabelle 2: Rendite, Risiko und Sharpe-Ratio von Aktien und Immobilienfonds (1970-2000).....	12
Tabelle 3: Korrelationsmatrix.....	13
Tabelle 4: Gegenüberstellung von Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen .....	26
Tabelle 5: Zielportfoliogrößen von Immobiliengesellschaften per 30.06.02 (in Mrd. Sfr.).....	32

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AFG	Anlagefondsgesetz
AFV	Anlagefondsverordnung
Art.	Artikel
BSV	Bundesamt für Sozialversicherung
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BWO	Bundesamt für Wohnungswesen
ca.	zirka
CSG	Credit Suisse Group
DCF	Discounted Cashflow
f.	folgende
ff.	fortfolgende
GU	Generalunternehmen
GV	Generalversammlung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAV	Nettoanlagevermögen oder Net Asset Value
p.a.	per annum/pro Jahr
PSP	PSP Swiss Property AG
REG	Real Estate Group
S.	Seite
s.o.	siehe oben
Sfr.	Schweizer Franken
SPS	Swiss Prime Site
SWX	Swiss Exchange/Schweizer Börse
u.a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
vs.	versus
VZ	Vermögenszentrum
ZGB	Zivilgesetzbuch
ZKB	Zürcher Kantonalbank

## Management Summary

### *Auftrag und Methodik*

*Indirekte* Immobilienanlagen erfreuen sich auch in der Schweiz *zunehmender* Beliebtheit. Die vorliegende Studie hat zum Ziel, eine *Übersicht* zu den aktuellen indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz zu erstellen. Die Immobilienanlagen *Immobilienfonds*, *Immobilien-gesellschaften* und *Immobilienanlagestiftungen* werden im Einzelnen beschrieben. Insbesondere wird eine Quantifizierung des jeweiligen *Marktvolumens* sowie eine Beurteilung der *Rendite- und Risikoprofile* der verschiedenen Anlageinstrumente vorgenommen. Zusätzlich zum Beschrieb der Anlageinstrumente wird ein *Ausblick* zu möglichen Entwicklungen und Trends im Bereich der indirekten Immobilienanlagen vorgenommen.

Für die Darstellung der Anlageinstrumente wurde auf bestehende Literatur, insbesondere auf aktuelle Studien und Analysen dieser Anlagensegmente zurückgegriffen. Um einen möglichst aktuellen Ausblick machen zu können, wurden Interviews mit mehreren Immobilienanlage-Experten durchgeführt.

### *Ergebnisse*

Indirekte Immobilienanlagen haben gegenüber Direktanlagen den Vorteil, dass ohne grossen Kapitaleinsatz und ohne hohe Transaktionskosten am Immobilienmarkt partizipiert werden kann. Immobilienfonds investieren hauptsächlich in Wohnimmobilien und verfolgen meistens eine im Vergleich zu Immobiliengesellschaften passivere *Buy-and-hold-Strategie*. Sie ermöglichen dem Anleger ein Engagement am Immobilienmarkt bei relativ geringem Risiko und gutem Anlegerschutz.

*Immobilien-gesellschaften* sind private Aktiengesellschaften, die ein Immobilienportfolio verwalten. Im Gegensatz zu Immobilienfonds verfolgen Immobiliengesellschaften tendenziell eine aktivere *Buy-and-Manage/Sell-Strategie* und investieren vermehrt in Geschäftliegenschaften. *Börsenkotierte* Immobiliengesellschaften existieren in der Schweiz erst seit einigen Jahren und sind von den Investoren eher verhalten aufgenommen worden. Dies kann u.a. auf die zu *geringe* Liquidität und das (noch) zu *kleine* Marktvolumen zurückgeführt werden. Die Aktien der Immobiliengesellschaften korrelieren *stärker* mit den Aktienmärkten als die Anteilscheine der Immobilienfonds und weisen ein *höheres* Risiko auf. Dafür sind die Renditeaussichten tendenziell besser.

*Anlagestiftungen* unterscheiden sich von Immobilienfonds hauptsächlich dadurch, dass sie exklusiv steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen vorbehalten sind. In punkto Anlagepolitik verfolgen sie eine ähnliche Strategie wie die Immobilienfonds. Anlagestiftungen besitzen – wie es der Name bereits sagt – die Rechtsform einer Stiftung und unterstehen dem Bundesamt für Sozialversicherung als oberster Aufsichtsbehörde. Die Einrichtung der Anlagestiftungen ermöglicht den Pensionskassen eine kostengünstige und doch professionell verwaltete Kollektivanlage.

Obwohl sich die indirekten Immobilienanlagen in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreuen, fällt ihr Anteil am gesamten Immobilienmarkt mit knapp 2% noch sehr gering aus.

#### *Ausblick*

Bei den Immobilienfonds hat eine *Bereinigung* bereits statt gefunden, indem v.a. bei den Grossbanken viele kleinere Fonds zu grösseren Gefässen *fusioniert* wurden. Zusätzlich ist bei den Fonds im Hinblick auf die wachsende Konkurrenz der Immobiliengesellschaften in Zukunft eine deutlichere *Positionierung* bzgl. Objekttyp zu erwarten. Möglich ist auch die Bildung von Fonds, die sich bezüglich der Portfoliozusammensetzung an spezifischen *Themen* orientieren.

Die Immobiliengesellschaften streben weiterhin nach *Grösse* und werben damit um die Gunst von potenziellen Investoren. Ob ihnen dies gelingen wird, ist in den meisten Fällen noch unklar. *Konsolidierungen* auf dem Markt sind somit vorstellbar, entsprechende Diskussionen sind im Gange. Insgesamt sind von der Professionalisierung dieser Anlageinstrumente *positive Effekte* für den gesamten Immobilienmarkt zu erwarten.

In der Schweiz liegt bei indirekten Immobilienanlagen eine Doppelbesteuerung vor (mit Ausnahme der Anlagestiftungen). Dies benachteiligt sie einerseits gegenüber Direktanlagen und andererseits gegenüber ausländischen indirekten Immobilienanlagen. *Handlungsbedarf* scheint daher bei der Schaffung von *steuereffizienten Anlageinstrumenten* zu bestehen, um dem Schweizer Immobilienmarkt zu mehr *Attraktivität* zu verhelfen. Es stellt sich die Frage, ob die indirekte Immobilienanlage in steuerlicher Hinsicht nicht der Direktanlage gleichgesetzt werden sollte. Im Ausland konnten mit der Schaffung von steuerlich attraktiven indirekten Immobilienanlagen *positive Effekte* für den Immobilienmarkt ausgelöst werden.

## 1. Einführung

*Indirekte Anlagemöglichkeiten* erfreuen sich in der Schweiz zunehmender Beliebtheit. Dies gilt auch für Anlagen im Immobilienbereich, womit sich im Vergleich zu den eher komplizierten und risikoreicheren Direktanlagen interessante *Alternativen* eröffnen. Diese im Auftrag des Bundesamtes für Wohnungswesen (BWO) erstellte Kurzstudie hat zum Ziel, eine Übersicht zu den aktuellen indirekten Anlagemöglichkeiten im Immobilienmarkt zu erstellen und mögliche *zukünftige Entwicklungen* sowie absehbare *Trends* aufzuzeigen.

Direktanlagen im Immobilienbereich eignen sich nur für einen relativ *kleinen* Kreis von Investoren. Einerseits ist dafür ein grosses Investitionskapital notwendig, um eine angemessene *Risikodiversifikation* zu erreichen. Andererseits ist der direkte Erwerb von Immobilien mit eher hohen *Transaktionskosten* (z.B. Steuern, Information, Kaufabwicklung) verbunden. Dies mag mit ein Grund sein, warum in den vergangenen Jahren das Angebot von sowie auch die Nachfrage nach indirekten Anlagemöglichkeiten im Immobilienmarkt stark zugenommen hat.

In einem ersten Schritt werden in der vorliegenden Studie die unterschiedlichen indirekten Investitionsmöglichkeiten wie *Immobilienfonds*, *Immobilienaktiengesellschaften* und *Immobilienanlagestiftungen* im Immobilienmarkt Schweiz beschrieben. Dazu werden insbesondere die *Marktvolumen*, die jeweiligen *Vor-* und *Nachteile* sowie die *Rendite-* und *Risikoprofile* einzelner Anlageinstrumente erläutert und miteinander verglichen. Welche *Trends* sich in diesem Anlagesegment abzeichnen, wird in einem zweiten Schritt im Rahmen eines Ausblicks untersucht. Insbesondere soll dabei aufgezeigt werden, welche Einflüsse diese beobachtbaren Entwicklungen im Anlageverhalten auf den Immobilienmarkt der Zukunft haben könnten. Aufgegriffen werden dabei auch *steuerliche Aspekte* im Zusammenhang mit indirekten Immobilienanlagen. Um dies möglichst fundiert und aktuell beurteilen zu können, wurden u.a. Gespräche mit verschiedenen Immobilienmarkt-Experten geführt.



## 2. Indirekte Immobilienanlagen

### 2.1. Was spricht für eine indirekte Investition in Immobilien?

Der grösste Teil der schweizerischen Immobilien befindet sich im Direktbesitz. Eine direkte Immobilienanlage liegt vor, wenn der Investor eine Immobilie erwirbt und sie damit in sein Eigentum übergeht. Direktinvestitionen bei Immobilien bieten folgende Vorteile:<sup>1</sup>

- Der Käufer hat grösstmögliche Handlungsfreiheit bzgl. Erwerb, Veräusserung, Nutzung und Bewirtschaftung des Objekts.
- Der Investor hat alleinigen Anspruch auf die erwirtschaftete Rendite. Für Finanzintermediäre wie z.B. Fondsgesellschaften fallen keine Kosten an.
- Direktanlagen weisen gegenüber indirekten Immobilienanlagen steuerliche Vorteile auf.

Den Vorteilen von Direktanlagen stehen jedoch auch einige gewichtige Nachteile gegenüber, wie untenstehende Aufzählung deutlich macht:<sup>2</sup>

- Um ein bezüglich Standort und Nutzungsart (Wohnungen, Gewerbe- und Büroflächen) ausreichend diversifiziertes Immobilienportfolio zu schaffen, ist eine relativ grosse Anzahl von Objekten notwendig. Dazu wiederum hat ein Investor über grosse finanzielle Mittel zu verfügen.
- Eine professionelle Bewirtschaftung von Immobilien setzt ein grosses Mass an Fachwissen voraus und verursacht beachtliche Kosten.
- Der Immobilienmarkt weist eine geringe Liquidität (geringe Anzahl von Anbietern und Nachfragern pro Objekt) auf, was die Bewertung, den Kauf sowie Verkauf einzelner Objekte erschwert. Zusätzlich fallen bei Kauf und Verkauf relativ hohe Transaktionskosten (z.B. Handänderungssteuern, Einträge ins Grundbuch, ev. Kosten für Makler) an.

Nicht zuletzt wegen oben genannter Gründe erfreuen sich indirekte Immobilienanlagen einer wachsenden Nachfrage. Zunehmend sehen auch institutionelle Investoren indirekte Anlagen als Alternative zu Direktanlagen.

---

<sup>1</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 4f. und ZKB (2001), S. 14

<sup>2</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 5; ZKB (2001), S. 14; Credit-Suisse (2002), S. 57f.

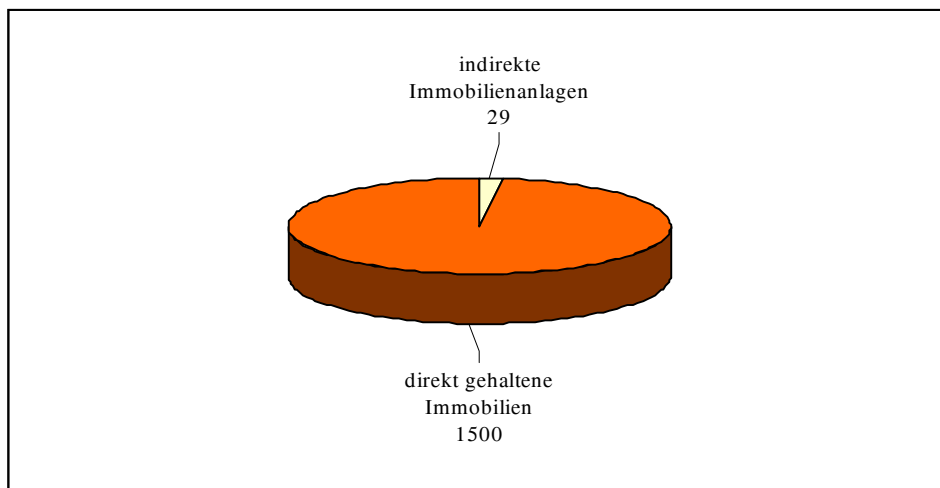
Mit Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen stehen dem Anleger grundsätzlich drei Instrumente zur Verfügung, indirekt in Immobilien zu investieren. Während die ersten zwei Instrumente in der Regel auch Privatinvestoren offen stehen, sind die Anlagestiftungen nur steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen der zweiten und dritten Säule zugänglich.

## 2.2. Um welche Grössenordnung handelt es sich?

Bevor auf die einzelnen indirekten Immobilienanlagen eingegangen wird, soll kurz auf die Grössenordnung der hier behandelten Anlageinstrumente eingegangen werden. Dies einerseits, um sich das Verhältnis zum Gesamtmarkt Immobilien Schweiz vor Augen zu führen und andererseits, um das noch vorhandene Entwicklungspotenzial aufzuzeigen.

Schätzungen beziffern den Wert des gesamten schweizerischen Hochbaubestandes auf rund Sfr. 1'500 Mrd.. Abbildung 1 macht deutlich, dass nur ein kleiner Teil des schweizerischen Immobilienmarktes in Form von indirekten Immobilienanlagen verbrieft ist (knapp 2%).

Abbildung 1: Anteile direkt und indirekt gehaltener Immobilien in der Schweiz in Mrd. Sfr.

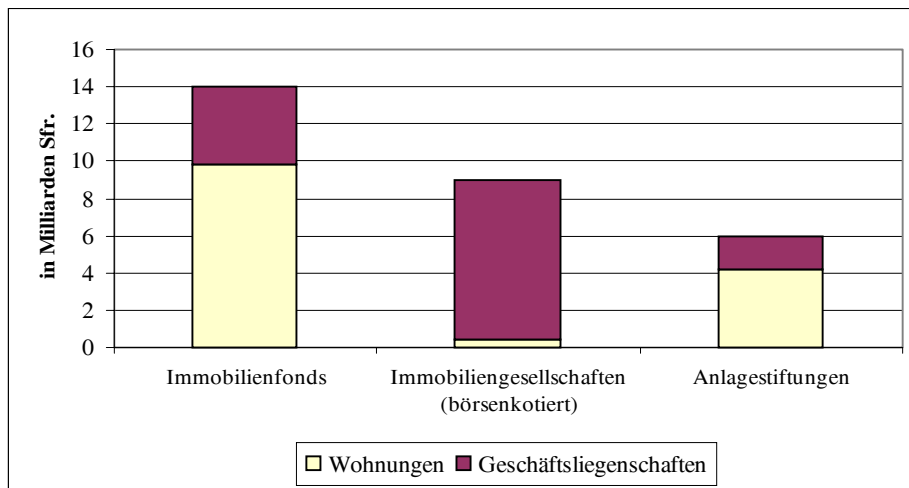


Quelle: eigene Darstellung; Daten aus Walter (2002), S. 17

Wenn man bedenkt, dass in der Schweiz Renditeliegenschaften (d.h. Immobilien mit Mietwohnungen, Geschäftsliegenschaften mit Büros, Gewerbe- und Verkaufs-

flächen) mit einem Gesamtwert von rund Sfr. 800 Mrd.<sup>3</sup> vorhanden sind, so besteht für indirekte Immobilienanlagen noch ein grosses Wachstumspotenzial.<sup>4</sup> Während in England, das bzgl. indirekten Immobilienanlagen als fortschrittlichster Markt gilt, rund 4% der Immobilien verbrieft sind, beträgt der Anteil in der Schweiz ca. 1.8%, in Gesamteuropa ungefähr 2%.

Abbildung 2: Aufteilung der Portfolios nach Nutzungsart



Quelle: eigene Darstellung

Mit rund Sfr. 14 Mrd. entfällt der grösste Teil der indirekten Immobilienanlagen auf die Immobilienfonds (vgl. Abbildung 2). Der Anteil an *Wohnimmobilien* macht bei den Fonds rund 70% aus. Börsenkotierte Immobiliengesellschaften investieren hingegen zu rund 95% in *Geschäftsliegenschaften*. Der Gesamtwert aller Portfolios der *börsenkotierten Immobiliengesellschaften* beträgt zur Zeit rund Sfr. 9 Mrd..<sup>5</sup> Bezüglich der Aufteilung nach Nutzungsart weisen die Anlagestiftungen ein ähnliches Verhältnis wie die Immobilienfonds auf. Insgesamt befinden sich Immobilien mit einem Wert von ca. Sfr. 6 Mrd. im direkten oder indirekten Besitz von Anlagestiftungen. Dieses den Vorsorgeunternehmen vorbehaltene Anlageinstrument dürfte in Zukunft von den verstärkten Engagementabsichten der Pensionskassen bei indirekten Immobilienanlagen profitieren können. Nach der Darstellung der Grössenordnung wird in den folgenden Unterkapiteln genauer auf die verschiedenen Anlageinstrumente eingegangen.

<sup>3</sup> vgl. Walter (2002), S. 17

<sup>4</sup> vgl. ZKB (2001), S. 14

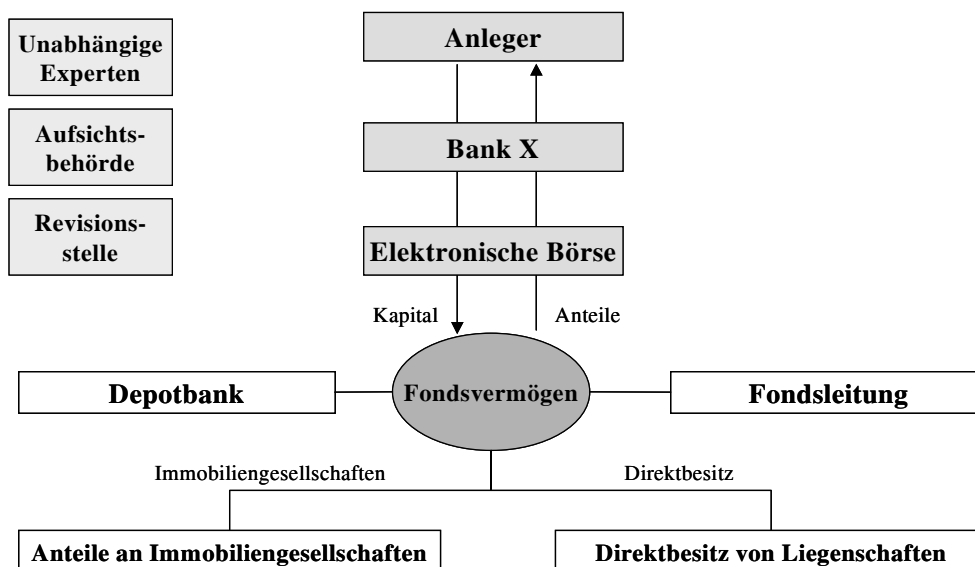
<sup>5</sup> Neben den börsenkotierten Immobiliengesellschaften existiert eine Vielzahl von Immobiliengesellschaften mit unterschiedlichen Grössen, die ausser- oder vorbörslich gehandelt werden. Diese Gesellschaften sind schwer erfassbar und konnten daher für diese Studie nicht berücksichtigt werden.

## 2.3. Immobilienfonds

### 2.3.1. Beschrieb und Marktvolumen

*Immobilienfonds* bieten dem Kleinanleger die Möglichkeit, einen Anteil eines professionell verwalteten und gut diversifizierten Immobilienportefeuilles zu halten, stellen aber auch für grosse Investoren wie Pensionskassen eine interessante Option dar. *Anteile* werden entweder direkt ab Emission, üblicherweise aber über den Sekundärmarkt erworben (Börse oder ausserbörslich). Bei der Veräusserung stehen immer zwei Möglichkeiten zur Verfügung: *Rückgabe* an die Fondsgesellschaft zum festgelegten Rücknahmepreis oder *Verkauf* über einen Sekundärmarkt.<sup>6</sup> Abbildung 3 stellt die Funktionsweise eines Immobilienfonds dar:

Abbildung 3: Aufbau und Funktionsweise eines Immobilienfonds



Quelle: vgl. Swisca (2002), S. 7

Immobilienfonds unterstehen dem Anlagefondsgesetz (AFG) und der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission. Nach Anlagefondsgesetz ist ein Anlagefonds „ein Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird“.<sup>7</sup> Anleger kaufen *Fondsanteile* über die Börse, wodurch sich ein *Fonds-*

<sup>6</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 6

<sup>7</sup> vgl. Art. 2 Abs. 1 AFG

*vermögen* bildet, das von einer *Depotbank* aufbewahrt wird. Diese hat dafür zu sorgen, dass die *Fondsleitung* das Gesetz und das Fondsreglement beachtet. Die *Fondsleitung* verwaltet das Vermögen für Rechnung der Anleger und benötigt zur Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit eine Bewilligung der *Aufsichtsbehörde*. *Unabhängige Experten* überprüfen am Ende eines Geschäftsjahres den Verkehrswert aller zum Anlagefonds gehörenden Liegenschaften. Eine unabhängige und von der Aufsichtsbehörde anerkannte *Revisionsstelle* prüft, „*ob Fondsleitung und Depotbank die gesetzlichen Vorschriften und die Bestimmungen des Fondsreglementes einhalten*“.<sup>8</sup> Das AFG setzt den Fonds punkto Anlagetätigkeit enge Grenzen. So darf der maximale Anteil des Fremdkapitals höchstens 50% betragen.<sup>9</sup> *Fremdaktivitäten*, wie beispielsweise das Betreiben von Bau- und Generalunternehmen, sind untersagt.<sup>10</sup> Zusätzlich befolgen die Immobilienfonds die Verhaltensregeln der Swiss Funds Association (SFA). Diese sind seit dem 1. Januar 2001 in Kraft und verstärken den gesetzlich vorgeschriebenen Anlegerschutz.<sup>11</sup>

Die meisten Fonds verfolgen eine sogenannte *Buy-and-Hold-Strategie*. Immobilien werden gekauft und im Portfolio gehalten, ohne dass durch tiefgreifende bauliche Massnahmen das Wertschöpfungspotenzial weiterentwickelt oder durch kurzfristige Käufe und Verkäufe Gewinne erzielt werden.<sup>12</sup> Im englischen Sprachraum werden indirekte Immobilienanlagen, die eine solche traditionelle Strategie verfolgen, in die Kategorie *Core-Immobilien* eingeteilt.<sup>13</sup>

Momentan existieren in der Schweiz über 20 verschiedene Immobilienfonds, wobei 15 davon mit einem Marktvolumen von rund Sfr. 14 Mrd. an der Schweizer Börse gehandelt werden. Die Bilanzsumme einzelner Fonds beträgt zwischen ca. Sfr. 70 Mio. und ca. Sfr. 3 Mrd., was erhebliche Grössenunterschiede erkennen lässt. Jeder an der Börse gehandelte Immobilienfonds weist eine Grösse von über Sfr. 100 Millionen auf.

---

<sup>8</sup> vgl. Art. 53 Abs. 1 AFG

<sup>9</sup> vgl. Art. 13 Abs. 1 AFG sowie Art. 15 AFV

<sup>10</sup> vgl. Art. 36 Abs. 1 und 2 sowie Art. 46 AFG

<sup>11</sup> vgl. Swissca (2002), S. 6

<sup>12</sup> vgl. ZKB (2001), S. 15

<sup>13</sup> vgl. Prioni/Wessling (2001), S. 24

### 2.3.2. Rendite- und Risikoprofil

#### *Allgemeine Punkte*

Immobilienfonds erfreuen sich gerade in turbulenten Börsenzeiten einer zunehmenden Beliebtheit. Die zu erwartende Rendite liegt zwar unter jener von Aktienanlagen, aber das Risiko ist kleiner. Folgende Eigenschaften sprechen für ein geringes Risiko von Immobilienfonds:<sup>14</sup>

- Immobilienfonds werden als relativ sichere Anlagen eingestuft.
- Das risikoreichere Führen von Fremdkaktivitäten (z.B. Bau- und Generalunternehmen) ist der Fondsverwaltung nicht erlaubt.
- Immobilienfonds investieren hauptsächlich in *Wohnliegenschaften* (im Durchschnitt rund 70% der Investitionen), die ein geringeres Risiko aufweisen als kommerzielle Liegenschaften. Zudem werden, obwohl erlaubt, noch kaum Auslandsinvestitionen gehalten, was zusätzlich das Währungsrisiko reduziert. In jüngster Vergangenheit hat das Interesse von Fonds an *Geschäftsliegenschaften* jedoch zugenommen.
- Generell ist die Fremdverschuldung tief. Sie liegt im Mittel unter 20% (gesetzliche Begrenzung bei max. 50%).
- Mit einer langfristig verfolgten Buy-and-Hold-Strategie wird keine risikoreiche Immobilienentwicklung betrieben.
- Durch das Rückgaberecht des Anteilscheins an die Fondsleitung zu einem festgesetzten Rücknahmepreis (Inventarwert abzüglich Kommission und Nebenkosten) existiert ein begrenzter Anlegerschutz. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass eine Kündigungsfrist von bis zu einem Jahr besteht.<sup>15</sup>
- Voraussehbare und mehr oder weniger konstant anfallende Einkommensströme (Mieten) tragen dazu bei, dass Kursschwankungen – mindestens kurzfristig – eher moderat ausfallen. Dadurch werden die Anteile langfristig gehalten, was bezüglich Konstanz einerseits positiv ist, sich anderer-

---

<sup>14</sup> vgl. ZKB (2001), S. 14-18 und Ammann/Scherrer (2000), S. 5-8

<sup>15</sup> vgl. Art. 41 Abs. 2 AFG

seits aber negativ auf das Handelsvolumen auswirkt. Mit einem sehr tiefen täglichen Handelsvolumen von rund 0.05% der Marktkapitalisierung können sich kurzfristige oder grössere Verkäufe als schwierig gestalten. Die damit kaum stattfindende Spekulation kann auch einen Vorteil darstellen.

- Immobilienfonds weisen eine hohe Zinssensitivität auf. Das Risiko wird leicht höher als jenes von Obligationen eingestuft.
- Ausländische Investoren haben freien Zugang zu Schweizer Immobilienfonds. Gemäss einer Sonderregelung gilt die Beschränkung des Immobilienerwerbs durch Ausländer (Lex Koller) bei Immobilienfonds nicht.<sup>16</sup>

#### *Unterschiedliche Ausprägungen von Immobilienfonds*

Neben der allgemeinen Entwicklung des Immobilienmarktes beeinflussen insbesondere folgende Faktoren die Wertentwicklung von Immobilienfonds:<sup>17</sup>

- Bei der Liquidität von Fonds existieren grosse Unterschiede, und nur wenige sind diesbezüglich als problemlos einzustufen (geringe tägliche Handelsvolumen). Darauf muss bei einer Investition in Immobilienfonds unbedingt geachtet werden. Trotz einer eher geringen Liquidität schneiden Fonds diesbezüglich jedoch immer noch besser ab als Direktinvestitionen.
- Zu beachten sind die Kosten, die für die Fondsverwaltung entstehen. Diese betragen zwischen 2.5% und rund 12% des Totalertrags resp. 0.25% bis über 1% des Nettovermögens pro Jahr und haben einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die erwirtschaftete Rendite (für Details s. auch Kapitel 2.6. unten).
- Bis zu 40% der Wertveränderungen der Immobilienfonds sind auf Zinsschwankungen zurückzuführen.<sup>18</sup> Sinken die Zinsen, so steigen die Kurse der Immobilienfonds und umgekehrt. Dies hat zwei Gründe: a) höhere Zinsen verteuern die Fremdfinanzierung und b) reduzieren den Inventar-

---

<sup>16</sup> gemäss Interview mit Serge Courtet vom 18.12.02

<sup>17</sup> vgl. ZKB (2001), S. 18ff. und Ammann/Scherrer (2000), S. 6ff.

<sup>18</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 6

wert der Immobilienfonds.<sup>19</sup> Längerfristig betrachtet lassen steigende Zinsen unter dem heutigen Mietrecht jedoch auch die Mieten steigen; dieser zeitlich verzögerte Effekt wirkt sich für die Wertentwicklung des Immobilienfonds wiederum positiv aus. Die künftig vorgesehene Anbindung der Mieten an die Teuerung wird dazu führen, dass letzterer Effekt entfällt, womit insgesamt die Zinssensitivität der Fonds erhöht wird.

- Eine höhere Fremdfinanzierungsquote (Leverage) ermöglicht die Realisierung von attraktiveren Renditen. Allerdings reagieren Immobilienfonds mit hoher Fremdverschuldung auch sensibler auf Schwankungen der Zinssätze und der Immobilienpreise.
- Immobilienfonds weisen teilweise ein relativ hohes Agio auf (Agio ist die Differenz zwischen Kurswert und Rücknahmepreis durch die Fondsverwaltung), was die Rendite beim Verkauf der Anteile entscheidend schmälern kann.

#### *Rendite/Risiko-Vergleich zwischen Immobilienfonds, Aktien und Obligationen*

Tabelle 1 zeigt die Gegenüberstellung von Rendite und Risiko der Anlageinstrumente Aktien, Obligationen und Immobilienfonds. Die Renditeaussichten für Immobilienfonds sind zwischen jenen von Aktien und Obligationen anzusiedeln. Mit Aktien liess sich in dieser Zeitperiode eine klar höhere Rendite erzielen, allerdings war auch das in Kauf zu nehmende Risiko rund doppelt so hoch wie bei Immobilienfonds.

*Tabelle 1: Rendite und Risiko verschiedener Anlageinstrumente 1985 bis 2001*

	<b>Aktien CH</b>	<b>Obligationen CH</b>	<b>Immobilienfonds CH</b>
Rendite p.a. in %	13.9	5.1	7.1
Risiko <sup>20</sup> p.a. in %	18.8	3.3	8.4

Quelle: ZKB (2001), S. 20

<sup>19</sup> Der Inventarwert der Fonds wird auf Grundlage der künftigen (abdiskontierten) Einnahmen berechnet; der Diskontierung wegen reduziert sich der Barwert künftiger Einnahmen bei höheren Zinsen.

<sup>20</sup> Das angegebene Risiko ist das statistische Mass für die jährlichen Preisschwankungen des Basiswerts.



Solche Vergleiche sind jedoch stark vom gewählten Zeitraum und den Kursentwicklungen der einzelnen Anlagekategorien abhängig. Dehnt man den Betrachtungshorizont auf die letzten 30 Jahre aus, so schneiden Immobilienfonds im Vergleich zu Aktien sehr gut ab, wie Tabelle 2 zeigt.

Tabelle 2: Rendite, Risiko und Sharpe-Ratio von Aktien und Immobilienfonds (1970-2000)

	<b>Rendite</b>	<b>Risiko</b>	<b>Sharpe-Ratio<sup>21</sup></b>
Aktien	9%	17.4%	0.27
Immobilienfonds	7.4%	7.9%	0.40

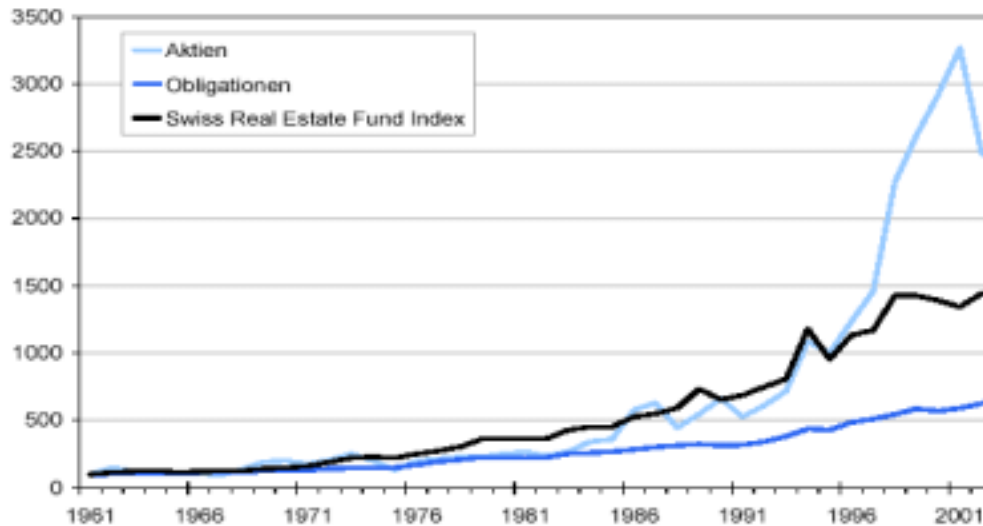
Quelle: ZKB (2001), S. 23

Zum Vergleich von Renditen unter Berücksichtigung des jeweiligen Risikos wird oft die Sharpe-Ratio verwendet, wobei ein höherer Wert günstiger ist.

Abbildung 4 zeigt einen Vergleich der Kursentwicklung von Aktien, Obligationen und Immobilienfonds über einen noch längeren Betrachtungszeitraum (1961-2001). Zu beobachten ist dabei eine relativ konstante Wertentwicklung der Immobilienfonds bei geringer Volatilität. Bei Berücksichtigung des schlechten Aktienjahres 2002 nähert sich die langfristige Performance der Aktien noch näher an jene der Fonds an. In der untenstehenden Abbildung hätte dies nach groben Schätzungen per Ende 2002 ein weiteres Sinken der Aktienkurve auf die 2000-Punkte-Marke (entspricht in etwa dem Indexstand von Mitte Juni 1997) zur Folge.

<sup>21</sup> Sharpe-Ratio = (Rendite – risikoloser Zinssatz) / Risiko

Abbildung 4: Aktien, Obligationen und Immobilienfonds in der Schweiz 1961-2001



Quelle: Credit-Suisse (2002), S. 67

Die Korrelationsmatrix (vgl. Tabelle 3) gibt an, wie die Kursveränderung verschiedener Anlageinstrumente miteinander korrelieren. Nach Tabelle 3 heisst dies folgendes: Steigen die Aktienkurse um 1%, so steigen die Kurse der Immobilienfonds um 0.37% ( $0.37 * 1\%$ ). Die Kurse der Immobilienfonds reagieren somit träger als jene der Aktien – dies trifft auch im Fall von sinkenden Kursen zu. Dank der relativ geringen Korrelation mit Aktien und Obligationen eignen sich Immobilienfonds generell gut als Diversifizierungsinstrument im Anlageportfolio. Zur Risikosenkung eines Portefeuilles eignen sich jedoch direkte Anlagen noch besser, da die Renditen dieser Anlagen negativ mit dem Aktienmarktindex korreliert sind und sich deshalb antizyklisch mit dem Markt bewegen.<sup>22</sup> Dies bedeutet, dass bei sinkenden Aktien- resp. Immobilienfondskursen mit einer Zunahme der Immobilienpreise zu rechnen ist.

Tabelle 3: Korrelationsmatrix

	Aktien	Obligationen	Immobilienfonds	Direktanlagen
Aktien	1			
Obligationen	0.22	1		
Immobilienfonds	0.37	0.43	1	
Direktanlagen	-0.32	-0.54	-0.12	1

Quelle: ZKB (2001), S. 20 und Credit-Suisse (2002), S. 67

<sup>22</sup> vgl. Credit-Suisse (2002), S. 67

*Steuern, Bewertungsmethoden und Transparenz*

Bei Anlageentscheiden sind jeweils auch steuerliche Aspekte zu berücksichtigen. Immobilienfonds schütten in der Regel den gesamten Gewinn jährlich an die Anteilseigner aus. Eine solche Praxis mag für die Anleger auf den ersten Blick zwar attraktiv sein, aus steuerlicher Sicht ist sie jedoch nicht optimal, da diese Gewinnausschüttungen als Einkommen versteuert werden müssen.<sup>23</sup> Zudem: da die Fondsverwaltung und der Anleger besteuert werden, liegt eine Doppelbesteuerung vor (für Details s. Kapitel 3.3. hinten).

Bewertung eines Immobilienfonds: Für die an der Börse gehandelten Fondsanteile ergeben sich Kauf- resp. Verkaufskurs auf Grund von Angebot und Nachfrage. Da ein Rückgaberecht existiert, muss die Fondsleitung zusätzlich einen Rücknahmepreis festsetzen, der auf dem Inventarwert basiert. Um den Inventarwert berechnen zu können, müssen die Verkehrswerte sämtlicher zum Fonds gehörenden Objekte alljährlich durch einen unabhängigen Experten geschätzt werden, was mit gewissen Unsicherheiten verbunden ist.<sup>24</sup> Dementsprechend sind die Methoden zur Ermittlung des korrekten Verkehrswerts häufigen Diskussionen ausgesetzt.

Immobilienfonds verwenden zur Ermittlung der Verkehrswerte oft ein gewichtetes Mittel von Ertragswert und Realwert, wobei dem Ertragswert meist eine höhere Gewichtung zukommt als dem Realwert. Der *Ertragswert* entspricht dem kapitalisierten Nettomietenertrag einer Liegenschaft. Dabei spielt die Höhe des gewählten Kapitalisierungszinssatzes eine entscheidende Rolle. Mit einem zu hoch angesetzten Zinssatz resultieren tiefere abdiskontierte Barwerte und somit ein tieferer Ertragswert. Diesbezüglich existieren bei den einzelnen Fonds grosse Unterschiede. Der *Realwert* entspricht dem aktuellen Substanzwert einer Liegenschaft. Dem Schätzer verbleibt hier ein grosser Interpretationsspielraum. Zukünftige erwartete Entwicklungen von Mieten, anfallende Aufwendungen oder Veränderungen auf dem Immobilienmarkt werden damit nur beschränkt berücksichtigt.<sup>25</sup> Infolge der immobilienpezifischen Eigenheiten ist es aber auch nicht möglich, eine eindeutige Bewertung von Immobilien vorzunehmen. Diese Methode der Immobilienbewertung ist – im Gegensatz zur dynamischen *Discounted Free Cash Flow*-Methode, die u.a. von Immobiliengesellschaften angewandt wird – gegenwartsbezogen und statisch.

---

<sup>23</sup> vgl. ZKB (2001), S. 25

<sup>24</sup> vgl. ZKB (2001), S. 23f.

<sup>25</sup> vgl. ZKB (2001), S. 24

## 2.4. Immobiliengesellschaften

### 2.4.1. Beschrieb und Marktvolumen

Zunehmende Konkurrenz erwachsen den Immobilienfonds seitens des relativ neuen Anlagesegments der *börsenkotierten Immobilien- resp. Beteiligungsgesellschaften*. Diese spezialisieren sich auf den Erwerb und die Bewirtschaftung von Immobilien und weisen die Rechtsform einer Aktiengesellschaft auf. Verantwortlich für die Aufsicht ist damit die Generalversammlung. Immobiliengesellschaften haben einen weitaus grösseren Handlungsspielraum als Immobilienfonds. Bezüglich Anlagen, Fremdaktivitäten sowie Fremdverschuldung sind ihnen kaum Grenzen gesetzt.

Rund 8-10 an der Schweizer Börse kotierte Immobiliengesellschaften stehen dem Anleger zur Auswahl.<sup>26</sup> Das Volumen dieser Gesellschaften beträgt momentan rund Sfr. 9 Mrd.<sup>27</sup> Daneben existiert eine Reihe von sogenannt *geschlossenen Immobiliengesellschaften*, deren Aktien nicht öffentlich gehandelt werden. Je nach Marktentwicklung scheint ein Börsengang von einigen dieser Gesellschaften möglich zu sein. In der Schweiz befindet sich das Anlagesegment der öffentlich gehandelten Immobiliengesellschaften erst in der Aufbauphase. In Zukunft dürfte dieses noch an Bedeutung hinzu gewinnen. Dies hat zur Folge, dass bei den Immobiliengesellschaften die Handelsvolumina eher klein (rund 0.1% der Marktkapitalisierung) und die Marktliquidität tief resp. stark schwankend sind. Bei den heute neu entstehenden, börsenkotierten Gesellschaften wird zunehmend darauf geachtet, dass eine Mindestgrösse (mind. Sfr. 1 Mrd., besser Sfr. 3-5 Mrd.) erreicht wird, um eine genügende Marktliquidität sowie Handlungsfähigkeit sicherzustellen.<sup>28</sup>

Im Gegensatz zu den Immobilienfonds, die mit einer *Buy-and-Hold-Strategie* mehrheitlich den *Core-Ansatz* verfolgen, gehören Immobiliengesellschaften zu den sogenannten *Opportunistic Immobilien*. Die verfolgte Strategie wird auch als *Buy-and-Manage-* resp. *Buy-and-Sell-Strategie* bezeichnet. Mit dem Ziel, unterschiedlich weit fortgeschrittene Immobilienzyklen auszunützen, wird opportunistisch dort investiert, wo der grösste Mehrwert erwartet wird und je nach lokaler

---

<sup>26</sup> Die Anzahl ist davon abhängig, welche Unternehmen als Immobiliengesellschaften gesehen werden. So können Firmen, die einen beträchtlichen Teil des Betriebsergebnisses mit Immobilien erwirtschaften, je nach Sichtweise auch dazugezählt werden (z.B. Jelvoli oder Unique Zurich Airport).

<sup>27</sup> vgl. Wessling (2001), S. 919

<sup>28</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 10

Marktsituation ein aktiver Kauf oder Verkauf von Immobilien betrieben. Mit der Verfolgung dieser Unternehmensstrategie investieren Immobiliengesellschaften hauptsächlich in *Geschäftsliegenschaften*. Zusätzlich agieren Immobiliengesellschaften auch als *Projektrealisierer*, indem mit einer gezielten und erfolgsversprechenden *Umnutzung*<sup>29</sup> eine Verbesserung der Ertragsaussichten erworbener Immobilien angestrebt wird.<sup>30</sup> Mit dieser Strategie wird versucht, die ganze oder zumindest einen Grossteil der *gesamten Wertschöpfungskette*<sup>31</sup> mit einem Unternehmen abzudecken.

Dass Immobiliengesellschaften vorwiegend in Büro- und Geschäftsimmobilien investieren, hat nicht nur strategische, sondern auch einen gesetzlichen Grund. Obwohl die Gesetze in einigen Bereichen in der Zwischenzeit etwas gelockert wurden, ist der Erwerb von Wohneigentum durch Ausländer in der Schweiz zwecks Spekulation oder Investition nach wie vor nicht erlaubt (Stichwort Lex Koller). Darunter fällt auch die Investition in Unternehmen, die dieses Ziel verfolgen, womit Immobiliengesellschaften (im Gegensatz zu Immobilienfonds) auch von dieser Regelung betroffen sind. Unter Einhaltung folgender Bedingungen dürfen diese Gesellschaften jedoch in Wohnimmobilien investieren:<sup>32</sup>

- Mindestens zwei Drittel der Aktien müssen von Schweizer Investoren gehalten werden.
- Fremdfinanzierungsmittel der Gesellschaft müssen zu mindestens 50% von Schweizer Institutionen aufgebracht werden.
- Das Engagement in Wohnimmobilien ist auf maximal einen Drittel des gesamten Anlagevermögens beschränkt.

In ausländischen Märkten engagieren sich zur Zeit nur wenige der Schweizer Immobiliengesellschaften (z.B. Züblin). Dies ist teilweise mit der nicht ausreichenden Unternehmensgrösse zu erklären. Engagements in ausländischen Immobilienmärkten bedingen umfangreiche Kenntnisse und Informationen der lokalen Märkte. Die Beschaffung dieses Know-hows verursacht erhebliche Kosten, welche sich nur mit entsprechend hohen Investitionsvolumen rechtfertigen lassen.

---

<sup>29</sup> Darunter ist z.B. die Umnutzung eines ehemaligen Industrieareals zu verstehen, indem dieses zu Wohnungen oder Kulturstätten umfunktioniert wird.

<sup>30</sup> vgl. ZKB (2001), S. 14f. und Ammann/Scherrer (2000), S. 10f.

<sup>31</sup> Die Wertschöpfungskette der Immobiliengesellschaften kann die Aktivitäten vom Grundstück- resp. Immobilienerwerb über den Bau, den Betrieb und Unterhalt bis zum Verkauf beinhalten.

<sup>32</sup> vgl. Lombard Odier (2002), S. 22

## 2.4.2. Rendite- und Risikoprofil

### *Allgemeine Punkte*

Mit der oben beschriebenen Strategie der aktiven Immobilienbewirtschaftung verfolgen Immobiliengesellschaften das Ziel, höhere Renditen als Anlagefonds zu erreichen. Trotzdem sind diese neuen Anlageformen von den Anlegern eher *verh alten* aufgenommen worden. Allerdings konnte diese Entwicklung in der Anlaufphase auch in anderen europäischen Ländern beobachtet werden. Während die Immobilienfonds von den anhaltend widrigen Umständen an den Aktienmärkten profitieren konnten, stiessen die Aktien der Immobiliengesellschaften auf kein grosses Interesse der Anleger. Insbesondere seit dem Börsengang von einigen Gesellschaften im Jahr 2000 sind die Kurse, u.a. im allgemeinen Sog der Aktienmärkte, unter Druck geraten. Über einen Betrachtungszeitraum von 1997 bis 2002 konnte der Index der Immobiliengesellschaften zwar um 48% zulegen, was einer ansprechenden *jährlichen Rendite von rund 5.7%* entspricht. Seit dem Höchststand des Indexes für börsenkotierte Immobiliengesellschaften Ende 1999 ist dieser aber um nicht weniger als 23% gefallen. Gründe für die seit zwei Jahren anhaltende mangelnde Attraktivität von Immobilienaktien sind folgende:<sup>33</sup>

- Bei der verstärkten Börsenplatzierung dieser Anlageklasse im Jahr 2000 mangelte es an Erfahrungen und Informationen, was die Anleger verunsicherte und die Nachfrage hemmte. Das *fehlende Vertrauen* führte zu Kursen unter dem auf dem Nettoanlagevermögen resp. Net Asset Value (NAV) basierenden effektiven inneren Wert der Aktien,<sup>34</sup> d.h. die Aktien der Immobiliengesellschaften werden mit einem *Discount* gehandelt (im Falle eines Kurses über dem Anlagewert spricht man von einer *Premium*).
- Zusätzlich ein Grund für die relativ kleine Nachfrage ist der teilweise *geringe Streubesitz* (Free-Float), der das Volumen effektiv handelbarer Aktien bezeichnet. Der Free-Float und damit die Liquidität variiert je nach Gesellschaft (zwischen 45% und 70% bei den wichtigsten Gesellschaften).<sup>35</sup> Oft befindet sich daher ein grösserer Teil der Aktien in den Händen von einigen wenigen Grossinvestoren.

---

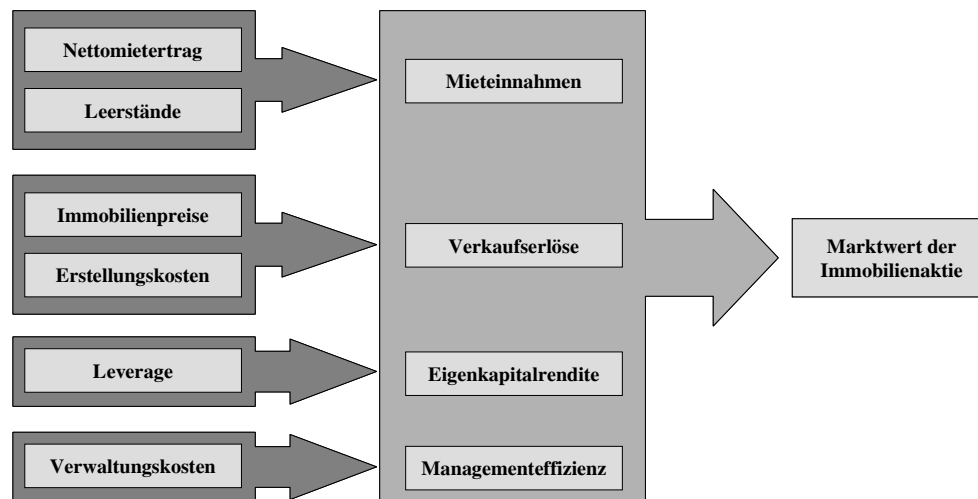
<sup>33</sup> vgl. Credit-Suisse (2002), S. 58

<sup>34</sup> vgl. Lombard Odier (2002), S. 14

<sup>35</sup> vgl. Lombard Odier (2002), S. 16

Die Wertentwicklung von Immobiliengesellschaften wird von verschiedenen Faktoren (sogenannten Value-Drivers) bestimmt, die in Abbildung 5 dargestellt sind.

Abbildung 5: Value-Drivers von Immobiliengesellschaften



Quelle: eigene Darstellung, ergänzt nach Credit-Suisse (2002), S. 61

Die *Mieteeinnahmen* werden von *Miethöhe* und *Leerstandsquote* beeinflusst und sind damit stark von der allgemeinen Zinsentwicklung<sup>36</sup> auf dem Geld- und Kapitalmarkt sowie der allgemeinen Nachfrage nach Wohn- und Geschäftsraum abhängig. Nebst den *Mieteeinnahmen* haben die *Verkaufserlöse* von Immobilien einen grossen Einfluss auf den Marktwert einer Immobilienaktie. Höhere *Immobilienpreise* wirken sich nicht nur positiv auf den Marktwert eines Portfolios aus, sie ermöglichen auch, durch hohe Verkaufserlöse liquide Mittel für weitere zukünftige Investitionen freizusetzen. Dies ist besonders für Gesellschaften von Bedeutung, die eine aktive *Buy-and-Sell-Strategie* verfolgen und damit gezielt versuchen, die Immobilienmarktzyklen auszunützen.

Immobiliengesellschaften sind – im Gegensatz zu Immobilienfonds – an keine maximale Verschuldung gebunden. Dies ermöglicht ihnen – eine genügend grosse Differenz zwischen Eigenkapitalrendite und Fremdkapitalzinsen vorausgesetzt – durch die Aufnahme von Fremdkapital ihre *Eigenkapitalrendite* zu erhöhen (*Leverage*). Gleichzeitig steigt mit zunehmender Fremdkapitalquote aber auch das *Finanzierungsrisiko* und damit die Abhängigkeit von externen, nicht beeinflussbaren Faktoren (z.B. Zinsänderungsrisiken).

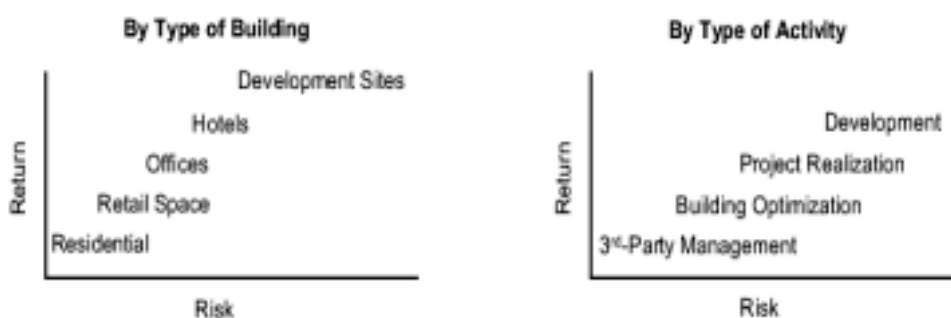
<sup>36</sup> Diese Abhängigkeit wird mit der Anbindung der laufenden Mieten an die Teuerung im Mietwohnungsmarkt und teilweise bei Geschäftsmieten an Bedeutung verlieren.

Letztlich haben auch die *Verwaltungskosten* einen Einfluss auf die Höhe der erwirtschafteten Rendite. Im Vergleich zu Immobilienfonds arbeiten Immobiliengesellschaften mit tieferen Verwaltungskosten. *Immobilien-AGs* verrechnen die *effektiv* für das Management angefallenen Kosten, die klar ausgewiesen werden. *Fonds* hingegen verrechnen einen im Fondsreglement *festgesetzten Prozentsatz* des Anlagevermögens, womit – v.a. bei grösseren Fonds – die weiterverrechneten Kosten die effektiv angefallenen deutlich übersteigen (s. auch Kap. 2.6.3. unten).<sup>37</sup>

Grundsätzlich gelten obige Value-Drivers auch für die Marktentwicklung der *Immobilienfonds*. Da Immobilienfonds ihre Anlageobjekte tendenziell *längerfristig* halten, spielen Verkaufserlöse eine *untergeordnete* Rolle. Von Gesetzes wegen eingeschränkte Möglichkeiten bestehen beim Leverage, da die maximale Fremdverschuldung auf 50% limitiert ist.

Immobiliengesellschaften investieren mit ihrer Buy-and-Manage-Strategie vor allem in *Geschäftsliegenschaften* (58% bis 90%) und dies bevorzugt in Zürich und Genf, den zwei attraktivsten Märkten der Schweiz. Damit ergeben sich im Vergleich zu den Immobilienfonds, die sich primär auf Wohnliegenschaften konzentrieren, unter Inkaufnahme eines höheren Risikos auch höhere Renditeaussichten. Dasselbe gilt für die von Immobiliengesellschaften im Zuge der Projektrealisierung und -entwicklung verfolgten Geschäftsaktivitäten.<sup>38</sup> Untenstehende Abbildung verdeutlicht das Verhältnis von Rendite und Risiko je nach Immobilientyp und Geschäftsaktivität.

Abbildung 6: Risiko vs. Rendite nach Immobilientyp und Geschäftsaktivität



Quelle: Lombard Odier (2002), S. 18

<sup>37</sup> gemäss Interview mit Andres Gujan vom 21.11.02

<sup>38</sup> vgl. Lombard Odier (2002), S. 17f.



Auch bei Immobilienanlagen gilt der Grundsatz, dass eine höhere Rendite nur mit einem höheren Risiko erzielt werden kann. So hat ein Engagement in Wohnungen den Vorteil, dass bei relativ geringem Risiko mehr oder weniger konstante und voraussehbare Mieterträge erwartet werden können. Im Gegensatz zu anderen Immobilienanlagen wie z.B. Büros, Hotels oder gar der Entwicklung eines gesamten Bauareals (die auch wieder ein viel höheres Risiko in sich bergen) ist die damit erwirtschaftete Rendite aber gering. Gleiches gilt für die Art der verfolgten Aktivität: Lässt die reine, risikoarme Bewirtschaftung von Gebäuden keine spektakuläre Rendite erhoffen, so gelten umfassendere Vorhaben das damit verbundene grössere Risiko bei Erfolg mit entsprechend höheren Renditen ab.

#### *Unterschiedliche Ausprägungen von Immobiliengesellschaften*

Diese oben beschriebenen Merkmale gelten als wichtige Entscheidungshilfe für Investoren, die in Immobiliengesellschaften investieren wollen. Bei der Analyse der einzelnen Gesellschaften gelten zudem noch folgende Punkte als Schlüsselgrössen:<sup>39</sup>

- Anteil der gehaltenen Immobilien in Regionen mit grossem erwarteten *Entwicklungspotenzial* (z.B. steigenden Mieten).
- Bewertung des *aktuellen Immobilienportfolios* sowie der zukünftigen Entwicklungspläne.
- Bewertung der *Aktie*.
- Die *Unternehmensgrösse* stellt durchaus einen Erfolgsfaktor dar. Einerseits zeichnet sich die Kostenstruktur der Branche durch zunehmende *Skalenenerträge* aus und andererseits sind eine *Diversifikation* nach Regionen und die damit notwendige Beschaffung von Informationen und *Know-how* mit *hohen Kosten* verbunden.<sup>40</sup>

---

<sup>39</sup> vgl. Pictet (2001), S. 11

<sup>40</sup> vgl. Credit-Suisse (2002), S. 62f.

*Steuern, Bewertungsmethoden und Transparenz*

Gegenüber Immobilienfonds bieten Immobiliengesellschaften ihren Investoren gewisse steuerliche Vorteile. Anders als bei Immobilienfonds wird, wenn überhaupt, nur ein Teil des Gewinns ausgeschüttet. Der Rest wird reinvestiert, was den Net Asset Value erhöht und die Attraktivität der Gesellschaft steigern sollte. Ein höherer NAV und damit eine grössere Attraktivität aus Investorensicht sollte sich positiv im Aktienkurs niederschlagen. Verkauft nun der Anleger die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt, so fällt diese Wertsteigerung als steuerfreier Kapitalgewinn an.<sup>41</sup> Zudem besteht wie auch bei den Immobilienfonds der Doppelbesteuerung wegen eine Benachteiligung im Vergleich zu Direktanlagen; für Details s. Kapitel 3.3. unten.

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal zu den anderen indirekten Immobilienanlagen liegt in der unterschiedlichen Anwendungshäufigkeit der Methode der Immobilienbewertung. Während die Fondsverwaltungen hauptsächlich (noch) die statische Ertragswert- resp. Realwertmethode benutzen,<sup>42</sup> arbeiten die Immobiliengesellschaften in der Regel mit der dynamischen DCF-Methode (Discounted Cashflow-Methode). Dabei werden alle erwarteten zukünftigen und überschüssigen Geldströme (Mietträge abzüglich Aufwändungen) auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst. Aufsummiert ergibt das den Bar- resp. Verkehrswert der Immobilien. In die Berechnungen miteinbezogen werden die Laufzeit der Mietverträge, Potenziale für Mietzinserhöhungen sowie anstehende Aufwändungen aller Art.

Im Vergleich zur traditionellen Ertragswertmethode werden bei der DCF-Methode mehr Aspekte berücksichtigt. Auch bei der DCF-Methode kommt dem zur Abdiskontierung angewandten Zinssatz eine grosse Bedeutung zu. Dieses Bewertungsverfahren ist gegenüber der Ertragswertmethode mit höherem Aufwand und damit auch höheren Kosten verbunden. Ob damit auch exaktere Bewertungen möglich sind, kann nicht generell bejaht werden, denn die Schätzung von Verkehrswerten ist immer mit hohen Unsicherheiten verbunden.<sup>43</sup> Die Schaffung von *grösserer Transparenz* ist jedoch ein unbestrittener Vorteil der DCF-Methode, was auch den Forderungen der Anleger entspricht.

---

<sup>41</sup> vgl. ZKB (2001), S. 25

<sup>42</sup> Allerdings ist in jüngster Zeit auch bei Fondsverwaltungen eine Verschiebung hin zur DCF-Methode zu beobachten.

<sup>43</sup> vgl. ZKB (2001), S. 24f.

## 2.5. Immobilienanlagestiftungen

### 2.5.1. Beschrieb und Marktvolumen

Die gesetzliche Grundlage für Stiftungen (z.B. bzgl. Gründung, Struktur, Organisation) ist in den Artikeln 80 bis 89 Zivilgesetzbuch (ZGB) zu finden. Anlagestiftungen sind nach der Bundesgesetzgebung für berufliche Vorsorgeeinrichtungen vorgesehene Anlagegefässe für Pensionskassen. Die Bestimmungen für solche Kollektivanlagen bei Anlagestiftungen sind im Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) sowie in der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) dargestellt.<sup>44</sup> Stiftungszweck ist die *gemeinsame Anlage* und Verwaltung des von den Mitstiftern bzw. Anlegern eingebrachten Kapitals. Oberste Aufsichtsbehörde ist das Bundesamt für Sozialversicherung (BSV).

Anteile von Immobilienanlagestiftungen können nur von *steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen* (d.h. Pensionskassen oder Säule 3a) und somit nicht von Privatpersonen erworben werden. Hinsichtlich Anlagestrategie und Aktivitäten ähneln Anlagestiftungen den Immobilienfonds.<sup>45</sup> Das Marktvolumen von Schweizerischen Anlagestiftungen beträgt rund Sfr. 6 Mrd., womit ca. 20% der indirekten Immobilienanlagen auf dieses Segment entfallen. Verglichen mit den anderen zwei Instrumenten der indirekten Immobilienanlage fehlt bezüglich der Eigenschaften der Anlagestiftungen immer noch die Transparenz. Allerdings existiert seit einiger Zeit die *KGAST* (Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen), deren Mitglieder sich u.a. *grössere Transparenz* sowie *höhere Qualitätsstandards* zum Ziel gesetzt haben.<sup>46</sup> Die meisten Anlagestiftungen sind keine reinen Immobilienanlagestiftungen, sondern neben Immobilien führen sie noch weitere Anlagekategorien. Dies erschwert zusätzlich die Bestimmung der mit Immobilienanlagen erzielten Rendite. Diese Anlageklasse gewinnt jedoch laufend an Bedeutung, was sich positiv auf die Entwicklung der Transparenz auswirken dürfte.

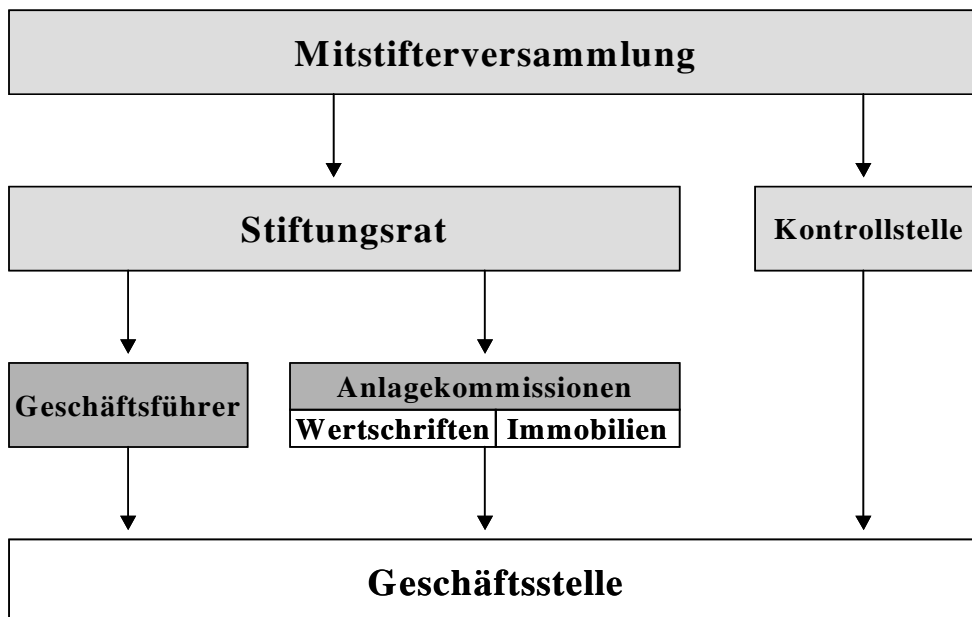
---

<sup>44</sup> vgl. insbesondere Art. 71 Abs. 1 BVG und Art. 56 BVV 2

<sup>45</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 9

<sup>46</sup> vgl. [www.kgast.ch](http://www.kgast.ch)

Abbildung 7: Struktur von Anlagestiftungen



Quelle: [www.anlagestiftung.ch/mainD/struktur.html](http://www.anlagestiftung.ch/mainD/struktur.html)

Die *gesetzlichen Organe* einer Anlagestiftung sind in Abbildung 7 hellgrau hervorgehoben. Es sind dies die *Mitstiferversammlung* (Anlegerversammlung), der *Stiftungsrat* und die *Kontrollstelle*. Die *Anlagekommission* wird vom Stiftungsrat zusammengestellt und setzt die Anlagepolitik der Stiftung fest. Dabei überwacht sie laufend die Performance sowie die Einhaltung der definierten Anlagepolitik durch die Portfoliomanager. Die *Geschäftsführung* wird ebenfalls vom Stiftungsrat ernannt und besorgt die laufenden Geschäfte. Rahmenbedingungen dafür sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und Weisungen des Stiftungsrates. Ein *Anleger* wird automatisch Mitstifter und damit stimmberechtigt. Die Mitstifter sind in den Stiftungsorganen vertreten und vermögen mit ihrer starken Präsenz den Schutz der Anlegerinteressen wahrzunehmen.

### 2.5.2. Rendite- und Risikoprofil

Wie soeben erwähnt, bestehen noch keine umfangreichen Datensammlungen über die Immobilien-Anlagestiftungen. Es existiert z.B. noch kein Index, der die Wertentwicklung dieses Anlagesegments abbildet.<sup>47</sup> Dies verunmöglicht die Darstel-

<sup>47</sup> vgl. HIG (2002), S. 2

lung eines eindeutigen Rendite-/Risikoprofils von Immobilien-Anlagestiftungen. Untersuchungen haben ergeben, dass Renditen nur ungenügend mit Zins- und Immobilienpreisänderungen erklärt werden können.

Die Renditen von Anlagestiftungen bewegen sich tendenziell *ähnlich wie* diejenigen von Immobilienfonds. Anlagestiftungen sind verpflichtet, ihre Dienste grundsätzlich zu *Selbstkosten* anzubieten. Da sie auch *keine* direkten *Gewinnbeiträge* an nahestehende Banken und Versicherungen zu leisten haben, sind sie in der Lage, grosse Vermögen *kostengünstig* zu verwalten. Die Verwaltungskosten müssten daher in aller Regel im Vergleich zu Immobilienfonds und -gesellschaften tiefer sein. Gemäss einer regelmässig von Watson Wyatt S.A. durchgeführten Untersuchung bewegte sich die Jahresperformance (30.6.01 – 30.6.02) von Immobilienstiftungen zwischen  $-1.2\%$  und  $7.9\%$ , im Durchschnitt betrug sie  $3.9\%$ . Über den Zeitraum der letzten 20 Jahre erwirtschafteten die Anlagestiftungen mit Immobilienanlagen jährliche Renditen von  $5.3\%$ . Betrachtet man die vergangenen 5 Jahre, so ergibt sich eine durchschnittliche Performance von  $4.1\%$ .<sup>48</sup> Die Anlagestiftungen haben damit den Vergleich mit Immobilienfonds nicht zu scheuen.

Der Nutzen der Anlagestiftungen liegt primär darin, dass sie Vorsorgeeinrichtungen, egal welcher Grösse, dank Kollektivanlagen ein professionelles Portfoliomanagement zu ausgesprochen günstigen Kosten ermöglichen.<sup>49</sup> Die primären Vorteile von Anlagestiftungen sind damit die folgenden:<sup>50</sup>

- Anlagestiftungen arbeiten auf *Selbstkostenbasis* und verrechnen keine Gewinnmargen, womit *günstige Kostenstrukturen* und tiefe Verwaltungskosten entstehen.
- Da Anlagestiftungen institutionellen Anlegern (Pensionskassen, Säule 3a) vorbehalten sind, sind sie *steuerlich privilegiert*. Auf Kapital und Ertrag haben sie keine Steuern zu bezahlen, was auch für die Anleger positive Effekte hat.
- Die Anteile von Anlagestiftungen werden *nicht* an der Börse gehandelt. Im Falle eines Verkaufs von Anteilen können diese immer zum NAV an die Stiftung zurückgegeben werden (ohne Premium/Discount wie bei Fonds). Börsenpsychologische Faktoren haben somit *keinen Einfluss* auf

---

<sup>48</sup> vgl. Leuthard (2002), S. 22

<sup>49</sup> vgl. [www.anlagestiftung.ch/mainD/vorteile.html](http://www.anlagestiftung.ch/mainD/vorteile.html)

<sup>50</sup> gemäss Interview mit Heinz Roder vom 21.1.03

die Kurse, was für die Anleger die Funktion eines *Hedge* (Absicherung) übernimmt. Die Kursentwicklung ist damit *weniger volatil*. Bei positivem Börsenverlauf kann dies aber auch weniger vorteilhaft sein.

Bezüglich Grösse der Anlagestiftungen bestehen wie bei den Immobilienfonds beträchtliche Unterschiede. Die Bilanzsummen liegen zwischen ca. Sfr. 40 Mio. und Sfr. 700 Mio.. Bei der Liquidität sind somit auch dieselben Problemfelder wie bei den Immobilienfonds anzutreffen, mit dem Unterschied, dass die Anteile der Anlagestiftungen nicht über die Börse gehandelt, sondern direkt von der Stiftung erworben werden. Auf Grund der eher kleinen Bilanzsummen können noch kaum vollständig diversifizierte Immobilienportfolios angeboten werden. Pensionskassen reduzieren dieses Risiko, indem sie gleichzeitig in verschiedene Anlagestiftungen investieren.<sup>51</sup> Für Einrichtungen der beruflichen Vorsorge sind Anlagestiftungen wegen des geringen Risikos und der steuerlichen Erleichterung durchaus attraktiv.<sup>52</sup> In den letzten Jahren konnten sie daher von einer zunehmenden Nachfrage profitieren.

## 2.6. Indirekte Immobilienanlagen im Vergleich

Mit einem wachsenden Angebot an indirekten Immobilienanlagen stehen den Anlegern Anlagealternativen zu traditionellen Aktien, Obligationen und Immobilien-Direktanlagen zur Verfügung. In Tabelle 4 werden die wichtigsten Eigenschaften von Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen einander gegenübergestellt.

---

<sup>51</sup> vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 9

<sup>52</sup> vgl. HIG (2002), S. 3

### 2.6.1. Übersicht

Table 4: Gegenüberstellung von Immobilienfonds, Immobiliengesellschaften und Anlagestiftungen

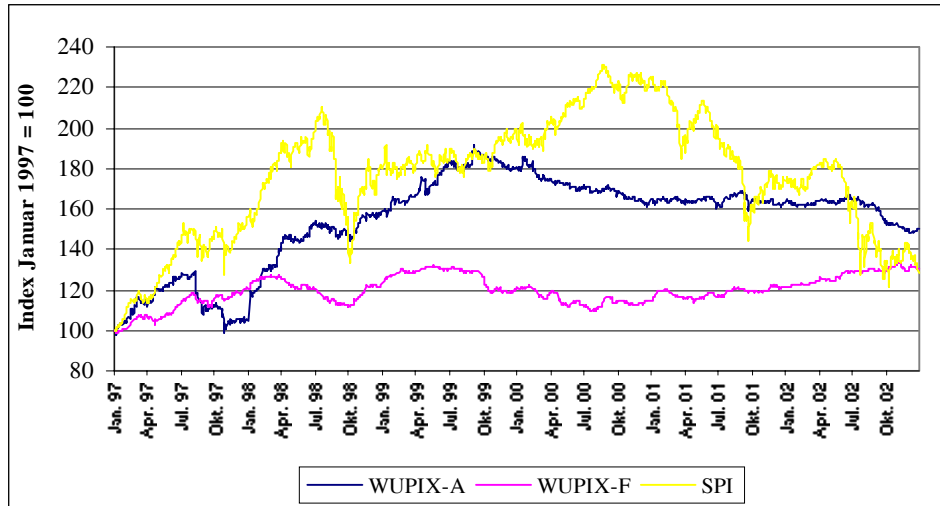
	Immobilienfonds	Immobiliengesellschaften	Anlagestiftungen
Verschuldung	max. 50% des Inventarwertes (gem. AFG)	keine Grenzen, meist 50-70%	0% bis max. 40%
Fremdaktivitäten	nicht erlaubt	Bau, GU, Verwaltung	nicht erlaubt
Strategie	buy & hold	buy & manage, buy & sell	buy & hold
Auslandinvestitionen	keine, aber erlaubt	möglich	möglich
Steueroptimierung	meist nicht optimal	meist gut	sehr gut
Bewertung der Immobilien	v.a. statisch, Ertragswertmethode	dynamisch, mehrheitlich Discounted-Cashflow-Methode (DCF)	beides
Beschränkung (ausländischer Investoren)	keine	Lex Koller	nur Schweizer Pensionskassen
tägliches Handelsvolumen	0.05% der Marktkapitalisierung	0.1 % der Marktkapitalisierung	werden nicht öffentlich gehandelt
Kapitalrückforderungsrecht	ja, auf Ende des folgenden Geschäftsjahres	nein	wie bei Fonds
Mitbestimmung der Anleger	Nein	GV	Mitstifterversammlung
Aufsicht	Eidg. Bankenkommision/ Fondsgesetz (AFG)	Aktionäre, neu Kotierungsreglement SWX	BSV, Stiftungsrat, Kontrollstelle
Fusionen	neuerdings nach AFG möglich	möglich	möglich
Risiko/Volatilität	Gering	grösser als bei Immobilienfonds	gering
Verwaltungsaufwand	eher hoch	mittel	gering

Quelle: ergänzt nach ZKB (2001), S. 16

### 2.6.2. Rendite und Risiken

Seit 1997 berechnet die Firma Wüest & Partner einen Index für börsenkotierte Immobiliengesellschaften (WUPIX-A) und Immobilienfonds (WUPIX-F). Abbildung 8 zeigt die Performance dieser beiden Anlageinstrumente im Vergleich zum Swiss Performance Index (SPI).

Abbildung 8: Kursentwicklung der Immobiliengesellschaften (WUPIX-A), Immobilienfonds (WUPIX-F) und Swiss Performance Index (SPI) 1997 bis 2002



Quelle: Wüest & Partner

Ende der 6-jährigen Beobachtungsperiode fällt auf, dass die Gesamtperformance von WUPIX-F und SPI ungefähr vergleichbar ist, der SPI jedoch eine viel grössere Volatilität aufweist. Die Performance der Immobiliengesellschaften liegt gut 15% über den Vergleichsgrössen. Die Volatilität des WUPIX-A ist dabei deutlich höher als jene des WUPIX-F. Von 1997 bis Ende Dezember 2002 konnte der Index der *Immobiliengesellschaften* um rund 50% zulegen. Das ergibt eine durchschnittliche jährliche Performance von attraktiven 7%. Im selben Zeitraum mussten sich die *Immobilienfonds* mit einer jährlichen Performance von ca. 4.5% zufriedener geben. Als Vergleich: der *SPI* legte 1997 bis 2002 jährlich um 4.2% zu. Der Stand des WUPIX-A von Ende 2002 notierte jedoch mit –20% deutlich unter seinem Höchststand vom September 1999; der SPI büsste seit dem Allzeithoch im August 2000 sogar noch mehr, nämlich 45% ein. Wie bereits erwähnt existiert für Immobilien-Anlagestiftungen noch kein einheitlicher Performance-Index, jedoch berechnet Watson Wyatt jeweils die Performancedaten für Anlagestiftungen. Laut diesen Berechnungen haben Anlagestiftungen mit Immobilien eine durchschnittliche Rendite von jährlich 5.3% erwirtschaftet (über die letzten 20 Jahre). Allerdings ist an dieser Stelle anzumerken, dass viele der Immobilienanlagestiftungen erst seit ein paar Jahren existieren. Für das Jahr 2001/2002 wird eine mittlere Rendite von 3.9% ausgewiesen,<sup>53</sup> was mit der Rendite von Fonds durchaus ver-

<sup>53</sup> vgl. Leuthard (2002), S. 11



gleichbar ist. Da die Anteile von Anlagestiftungen nicht an der Börse gehandelt werden, sind sie auch einem *kleineren* Risiko ausgesetzt. Börsenpsychologische Faktoren haben somit keinen Einfluss auf den Kurs der Anteile (was bei positivem Börsenverlauf durchaus auch ein Nachteil sein kann).<sup>54</sup>

Seit dem Going-Public verschiedener Immobiliengesellschaften im Frühling 2000 sind die Kurse deutlich gesunken. Bei den Immobilienfonds (WUPIX-F) ist in den vergangenen zwei Jahren ein leichter Aufwärtstrend zu beobachten. Wegen dieses Trends und der in letzter Zeit stark gesunkenen Aktienkurse weisen die Fonds eine jährliche Performance auf, die mit 4.5% leicht über der Entwicklung des SPI in dieser Zeitspanne liegt. Diese Befunde verstärken folgende These: die Aktien der Immobiliengesellschaften weisen im Vergleich zu Fonds zwar eine höhere Volatilität auf, gelten diese aber auch mit einer höheren Rendite ab.

### 2.6.3. Aspekte der Performance

Abschliessend werden einige für die Performance von indirekten Immobilienanlagen bedeutende Aspekte verglichen.

#### *Portfoliogrösse*

Die Grösse des Portfolios einer indirekten Immobilienanlage scheint ein wichtiger Parameter für die Performance der Anlage zu sein. Ein grösseres Anlagevolumen erhöht die *Marktliquidität* und damit die *Handelbarkeit* der Anteile, was für die Gewinnung von Grossinvestoren von Bedeutung ist. Zusätzlich lassen sich ab einer bestimmten Grösse Skaleneffekte realisieren, was die Kosten deutlich senken kann. Zum heutigen Zeitpunkt gibt es sowohl bei den Fonds wie auch bei den Immobiliengesellschaften solche mit grossen und kleinen Portfolios.

---

<sup>54</sup> gemäss Interview mit Heinz Roder am 21.1.03

### *Aktivitäten/Strategie*

Einen grossen Einfluss auf die Performance hat die verfolgte Strategie und die damit verbundenen Aktivitäten. So ist eine von den Immobiliengesellschaften verfolgte aktive Buy-and-Manage-Strategie zwar mit *höheren Risiken* verbunden, sie eröffnet aber bei klugem Einsatz auch neue, *attraktive Renditepotenziale*.

### *Verwaltungsaufwand*

Der Verwaltungsaufwand hat einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Performance von indirekten Immobilienanlagen.

Die Verwaltungskosten von Immobilienfonds sind generell höher als bei Immobiliengesellschaften, u.a. wegen gesetzlichen, Kosten verursachenden Auflagen wie *Depotbank* und *Bankenaufsicht*.<sup>55</sup> Es kommt hinzu, dass Banken einen *fixen*, im Fondsreglement festgelegten *Prozentsatz* vom Anlagevermögen als Fondsverwaltungsgebühren weiterverrechnen. Insbesondere bei grösseren Fonds übersteigen damit die weiterverrechneten Kosten die effektiv angefallenen deutlich. Immobiliengesellschaften hingegen verrechnen nur die effektiv angefallenen Managementkosten, was für den Anleger klare Vorteile ergibt.

Bei Immobilienfonds betragen die Fondsverwaltungskosten zwischen 2.5% und rund 12% des Totalertrags (rund 5.7% im Schnitt). Vergleichbare Daten für die Immobiliengesellschaften liegen leider nicht umfassend vor. Im Gegensatz zu Immobilienfonds sind Gesellschaften weniger stark reglementiert, was sich auch in einer mangelhaften Vergleichbarkeit der veröffentlichten Zahlen äussert. Gesellschaften weisen oft nur den *Gesamtaufwand* aus, der nicht nur den Aufwand für die AG als solches, sondern auch weitere Grössen wie Liegenschaftsverwaltung, Generalunternehmertätigkeiten und anderes enthält.

Eine Immobiliengesellschaft aus Basel, die *Immo Vision Basel AG* vergleicht jeweils ihre Verwaltungskosten mit denen der Immobilienfonds. Laut Geschäftsbericht 2001/2002 belief sich der Aufwand der AG auf geringe 2.2%, was verglichen mit dem mittleren Aufwand der Fonds von 5.7% ein sehr tiefer Wert darstellt. Ob die These, dass AGs tendenziell günstiger arbeiten als Fonds, richtig ist, kann mit diesem Einzelfall jedoch nicht bewiesen werden.

---

<sup>55</sup> vgl. Immo Vision Basel AG (2002), S. 10

Immobilienanlagestiftungen weisen eine günstige Kostenstruktur auf, da sie auf Selbstkostenbasis operieren. Es wird nur der konkrete Aufwand ohne Gewinnmarge verrechnet. Im Vergleich zu Fonds fallen keine Kosten für gewinnorientierte Stellen wie Depotbank und Fondsleitung an. Schliesslich sind Anlagestiftungen, da keine Kapital- und Ertragssteuern bezahlt werden müssen, steuerlich privilegiert. Diese Gründe sprechen dafür, dass Anlagestiftungen tiefe Verwaltungskosten aufweisen müssten. Konkrete und vergleichbare Zahlen konnten jedoch nicht gefunden werden.

### 3. Trends und mögliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt

Abschliessend zur vorliegenden Übersicht wird ein Ausblick in die Zukunft gewagt. Dabei ist von Interesse, welche Trends bei den indirekten Immobilienanlagen zu erwarten sind und welche Auswirkungen diese für den Immobilienmarkt Schweiz zur Folge haben könnten. Für diesen Ausblick sollen insbesondere die Bereiche *Marktentwicklungen*, *Strategie und Anlegerinteressen* sowie *steuerliche Aspekte* näher betrachtet werden.

#### 3.1. Marktentwicklungen

Trotz der im widrigen Börsenumfeld ansprechenden Performance haben die indirekten Immobilienanlagen Mühe, grössere Investoren für sich zu gewinnen. Mit ein Grund dafür sind die generell noch zu kleinen Portefeuilles und die damit einhergehende geringe Marktliquidität.<sup>56</sup> Eines haben somit die besprochenen indirekten Anlageinstrumente gemein: das *Streben nach Grösse*. Galt vor einiger Zeit noch eine Portfoliogrösse von Sfr. 1 Mrd. als Zielwert, so hat sich diese Schwelle in der Zwischenzeit gegen Sfr. 5 Mrd. verschoben.

Das Engagement eines grösseren institutionellen Investors hätte insbesondere bei Immobiliengesellschaften starke Kursverzerrungen zur Folge. Dieses Manko ist mit Wachstumsanstrengungen wettzumachen. Zur Veranschaulichung zeigt Tabelle 5 die anvisierten Zielportfoliogrössen der börsenkotierten *Immobilien-gesellschaften*.

---

<sup>56</sup> vgl. NZZ (2002), S. 20

Tabelle 5: Zielfortfoliogrössen von Immobiliengesellschaften per 30.06.02 (in Mrd. Sfr.)

Gesellschaft	Portfoliogrösse heute	Zielfortfolio	Bis
Allreal	1.31	2	3 Jahre
PSP	2.35	3 5	2 Jahre 5 Jahre
REG	1.14	3-5	5-8 Jahre
SPS	1.8	3-4	5-8 Jahre
Warteck	0.34	0.5	3 Jahre
Züblin	1.1	2 5 10	2 Jahre 3-5 Jahre 10 Jahre

Quelle: Vontobel (2002), S. 13

Vergleicht man diese Zielfortfoliogrössen mit dem momentan verfügbaren Investitionskapital, so wird deutlich, dass diese Ziele nicht aus eigener Kraft bewerkstelligt werden können. So verbleiben den Gesellschaften die folgenden zwei Möglichkeiten, die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung zu erhöhen:

- Aufnahme von Eigenkapital: Mit der Ausgabe von neuen Aktien könnte der Investitionsspielraum erhöht werden. Obwohl z.B. SPS im Herbst 2002 eine Kapitalerhöhung erfolgreich durchgeführt hat, ist es aber fraglich, in welchem Umfang ein solches Vorgehen auf Grund des aktuellen Umfelds (verhaltene Anleger, mässige Gesellschaftsergebnisse usw.) momentan erfolgsversprechend ist. Gerade Grossinvestoren scheuen sich, bei den heutigen Voraussetzungen in grossem Stil als Kapitalgeber zu agieren. Bei den momentan eher tiefen Aktienkursen von Immobiliengesellschaften stellt sich auch die Frage, ob bisherige Aktionäre eine Aktienkapitalerhöhung begrüßen würden. Diese müssten im Falle einer Aktienkapitalerhöhung eine weitere Verwässerung des Kurses in Kauf nehmen.
- Zusammenschlüsse: Wahrscheinlicher als obige Möglichkeit scheint eine Konsolidierung der Branche zu sein. Diese Entwicklung ist bei Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften unterschiedlich weit fortgeschritten.
  - Bei *Immobilienfonds* bestand in Folge der Existenz einer Vielzahl von kleineren Fonds besonders bei den Grossbanken ein grosser Fusionsbedarf. Dieser ist innerhalb der letzten zwei Jahre mehrheitlich bereits vollzogen worden. So hat die UBS im letzten Jahr

ihr Fondsangebot mittels Zusammenlegungen bereits von 9 auf 4 reduziert. Die Bereinigung wird aber wohl noch weitergehen.<sup>57</sup>

- Die kotierten *Immobilien-gesellschaften* stehen noch am Anfang einer eventuellen Konsolidierungsphase. Es herrscht ein grosser Konkurrenzkampf um die attraktivsten Investitionsobjekte, was die Gefahr einer Überhitzung des Immobilienmarkts in sich birgt.<sup>58</sup> Die Marktakteure scheinen sich dieser Gefahr bewusst zu sein und prüfen alternative, vorsichtigere Vorgehensweisen.
- Die *Zielportfoliogrössen* der Immobilien-gesellschaften sind derart *ehrgeizig*, dass diese ohne Portfoliozusammenlegungen – mindestens innerhalb der Schweiz – kaum erreicht werden können.
- Schliesslich ist in der Branche allgemein bekannt, dass jeder mit jedem redet. Diskussionen sind seit längerem im Gang, und es könnte nur noch eine Frage der Zeit sein, bis erste Zusammenschlüsse Tatsache werden.<sup>59</sup>

Diese Bereinigung am Markt dürfte zur Folge haben, dass die Attraktivität für Investoren weiter erhöht werden kann. Es ist davon auszugehen, dass der Markt für indirekte Immobilienanlagen langfristig wachsen wird, allerdings nicht mehr mit der gleichen Geschwindigkeit wie in den vergangenen Jahren.<sup>60</sup>

Einer solchen Marktberreinigungsthe-se gegenüber eher *skeptische Meinungen* sind jedoch auch zu vernehmen. Es besteht auch die Möglichkeit, dass sich einige Firmen, je nach Entwicklung der Börse, auf Druck der Anleger wieder vom *Kapitalmarkt zurückziehen*, diesen somit entlasten und die Immobilien privat placieren. Zudem setzen Fusionen immer auch die *Bereitschaft* der Gesellschaften sowie eine *gemeinsame* strategische Ausrichtung voraus. Beides scheint momentan nur in beschränktem Ausmass vorhanden zu sein.<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> Fusionen von Immobilienfonds sind erst seit einiger Zeit möglich. Damit die Fusion von zwei Fonds durchgeführt werden kann, sind gewissen Bedingungen zu erfüllen. Es können z.B. nur Fonds miteinander fusioniert werden, die dieselbe Depotbank aufweisen.

<sup>58</sup> Ein Beispiel war der Verkauf eines zweiten Immobilienpakets durch die Swisscom. Wegen der grossen Nachfrage nach diesen Objekten seien zu hohe Preise dafür bezahlt worden (gemäss Interview mit Andres Gujan vom 21.11.02).

<sup>59</sup> vgl. NZZ (2002), S. 20

<sup>60</sup> vgl. NZZ (2001), S. 85

<sup>61</sup> gemäss Interview mit Armin Rechberger vom 11.12.02

Insbesondere bei den Immobiliengesellschaften ist eine weitere Konzentration auf Objekte an Top-Standorten zu erwarten (damit sind v.a. die Regionen Zürich, Genf, Basel und Bern gemeint). In den Marktnischen entstehen damit Chancen für eher kleinere Gesellschaften.

Abschliessend ist noch zu erwähnen, dass ein Streben nach Grösse allein kein Garant für ein optimaleres Portfolio ist. Zwar nimmt der *Diversifikationseffekt* mit der Grösse des Portfolios zu, ob dieses auch *effizient* geführt wird, ist jedoch noch von weiteren Kriterien abhängig.

### 3.2. Strategie und Anlegerinteressen

Mit den kotierten Immobiliengesellschaften ist für die Immobilienfonds eine Konkurrenzsituation entstanden, in der sie sich behaupten müssen. Nebst der bereits grösstenteils erfolgten Straffung der Struktur, werden sich die einzelnen Fonds teilweise neu resp. deutlicher positionieren müssen, um weiterhin die Gunst der Anleger für sich gewinnen zu können. Mit dieser Entwicklung ist eine Annäherung an die Strategie der Immobiliengesellschaften zu erwarten.<sup>62</sup>

Bezüglich der Positionierung von Immobilienfonds bietet sich auch die Möglichkeit der Schaffung von sogenannten *Themenfonds*, die bei den Aktienfonds schon seit längerer Zeit angeboten werden. Einzelne Fonds, die in ein bestimmtes *Immobilienthema* wie z.B. Alter (Alterswohnungen, -heime usw.), Freizeit (Gastronomie/Hotels, Freizeitparks, Kinos usw.) oder auch Shopping (Shoppingcenter, Warenhäuser usw.) investieren, könnten für Anleger interessante und v.a. erweiterte Anlagemöglichkeiten eröffnen. Damit können sich Anleger gezielt das *erwünschte* Rendite/Risiko-Profil ihrer Immobilienanlage aussuchen.

Im momentan schwierigen Börsenumfeld suchen die Anleger nach sicheren Anlagen, was grundsätzlich für Immobilienanlagen spricht. Mitentscheidend für den Erfolg von indirekten Immobilienanlagen wird sein, ob der Erwartung nach grösserer Transparenz nachgekommen wird. Eine transparente Anlagepolitik ermöglicht den Aufbau von Vertrauen, das für ein langfristiges Engagement notwendig ist.<sup>63</sup> Bereits in diese Richtung zielt der bei einer ganzen Reihe von Immobiliengesellschaften und v.a. Fonds zu beobachtende Wechsel des Bewertungssystems.

---

<sup>62</sup> vgl. ZKB (2001) sowie gemäss Interview Armin Rechberger vom 11.12.02

<sup>63</sup> vgl. z.B. Bender/Hösl/Gaud (2000), S. 13ff.

Mit dem Einsatz der zukunftsorientierten und dynamischen DCF-Methode setzten die Immobiliengesellschaften neue Massstäbe in der Immobilienbewertung, was auch die trägeren Immobilienfonds unter Zugzwang setzt. Aufsehen erregt haben die mit dem Systemwechsel bei Immobilienfonds erfolgten Abwertungen. Prominentes Beispiel waren UBS-Fonds, denen mit der Umstellung zur DCF-Methode eine 10%-ige Abwertung widerfahren ist. Solche Reaktionen sprechen dafür, dass die Portfolios zuvor eindeutig zu hoch bewertet waren. Diesen Imageschaden gilt es nun mit adäquaten Mitteln, wie z.B. der Erhöhung der Transparenz, zu beheben.

Eine zunehmende Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen dürfte von den Pensionskassen ausgehen, die vermehrt in *indirekte Immobilienanlagen* investieren.<sup>64</sup> Ob dabei Fonds, Immobiliengesellschaften oder etwa die steuerlich vorteilhaften Anlagestiftungen bevorzugt werden, ist momentan nicht abzusehen und wird teilweise vom Erfolg der laufenden Umstrukturierungen abhängen. Eine *Verschiebung* von Fonds zu Immobiliengesellschaften wird kurzfristig eher nicht erwartet, obwohl diese auf Grund der heute *günstigen Bewertung*<sup>65</sup> von Immobiliengesellschaften durchaus Sinn machen würde. Zuvor werden sich diese Gesellschaften behaupten und überzeugende, positive Leistungsausweise vorlegen müssen.<sup>66</sup> Je nach Attraktivität und Grösse der Portfolios werden auch vermehrt ausländische Investoren auf die indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz aufmerksam. Eine eventuelle Internationalisierung dieses Anlagesegments könnte zur Folge haben, dass in Zukunft schweizerische Portfolios auch verstärkt ausländische Immobilien enthalten könnten. Immobilienmärkte sind jedoch stark geprägt von lokalen Gegebenheiten. Für ein erfolgreiches Engagement im Ausland ist daher fundiertes *lokales Know-how* eine äusserst wichtige Grundvoraussetzung.<sup>67</sup>

Ein zusätzliches Standbein, das sich bei einigen Immobiliengesellschaften (Maag, Züblin, PSP) im Aufbau befindet, ist das Anbieten von immobilienpezifischen Dienstleistungen (z.B. Immobilienbewertungsmethoden) an Dritte. Durch die starke Spezialisierung und Professionalisierung der Branche wird Know-how generiert, das gewinnbringend weiterverkauft werden kann.<sup>68</sup> Die durch Immobiliengesellschaften ausgelöste Professionalisierung in der Bewirtschaftung von

---

<sup>64</sup> vgl. z.B. Roder (2002)

<sup>65</sup> Aktien der Immobilien-Gesellschaften werden momentan mit einem Discount gehandelt.

<sup>66</sup> gemäss Interviews mit Andres Gujan und Armin Rechberger

<sup>67</sup> vgl. ZKB (2001), S. 27

<sup>68</sup> gemäss Interview mit Andres Gujan vom 21.11.02



Liegenschaften ist eine für den Immobilienmarkt grundsätzlich positive Entwicklung. Im Immobilienmanagement werden neue Massstäbe gesetzt, indem Immobiliengesellschaften sehr transparent arbeiten, die Bewirtschaftung oft an professionelle Anbieter übergeben sowie eine sorgfältige und breit abgestützte Entwicklungsstrategie verfolgen.<sup>69</sup>

### 3.3. Steuerliche Aspekte von indirekten Immobilienanlagen

Bei indirekten Immobilienanlagen spielt für Investoren die *steuerliche Optimierung* eine entscheidende Rolle.<sup>70</sup>

Indirekte Anlagen (Anlagestiftungen ausgenommen) sind in der Schweiz *steuerlich* in zweifacher Hinsicht *benachteiligt*: erstens im Vergleich zu *Direktanlagen* in Immobilien und zweitens im Vergleich zu *ausländischen* indirekten Anlageinstrumenten.

- In der Schweiz werden indirekte Immobilienanlagen (Fonds und Gesellschaften) gleich wie Aktienfonds und Investitionsgesellschaften besteuert. Gegenüber Immobilien-Direktanlagen, die für Investoren steuerliche Privilegien eröffnen (z.B. Möglichkeit des Abzugs von Fremdkapitalzinsen vom Einkommen, keine Doppelbesteuerung), liegt bei der indirekten Immobilienanlage ein steuerlicher Nachteil vor. De facto handelt es sich dabei um eine *Doppelbesteuerung*. Nicht nur werden die *Gewinne* der Gesellschaften besteuert sondern auch die *Ausschüttungen* (z.B. in Form von Dividenden) an die Anleger, was die Rendite von solchen Anlagen deutlich schmälert.
- Nicht nur gegenüber inländischen Direktanlagen weisen indirekte Immobilienanlagen in steuerlicher Hinsicht einen Nachteil auf, sondern auch gegenüber ihren ausländischen Pendanten. Dort werden laufend neue Instrumente der indirekten Immobilienanlage geschaffen (z.B. REITS), die eine Beseitigung dieser Nachteile zum Ziel haben.

---

<sup>69</sup> gemäss Interview mit Andres Gujan vom 21.11.02

<sup>70</sup> Die folgenden Ausführungen basieren hauptsächlich auf den Erkenntnissen aus einem Interview mit Jan Eckert am 12.12.02

- Diese steuerlichen Hürden machen den schweizerischen Immobilienmarkt auch für Ausländer unattraktiv. Dies könnte äusserst problematisch werden, da insbesondere für die Entwicklung des inländischen Immobilienmarkts ausländische Impulse sehr wichtig sind (z.B. Zufluss von Kapital).

Obige Argumente führen unweigerlich zur Diskussion, warum gerade Gesellschaften, die grösstenteils in Immobilien investieren, steuerlich privilegiert werden sollten. Diesbezüglich sind folgende Punkte von Bedeutung:

- Theoretisch kann jeder Investor entscheiden, ob er direkt oder indirekt in Immobilien investieren möchte, während die Direktanlage steuerlich, wie bereits erwähnt, bevorzugt behandelt wird. In der Praxis wird die Direktanlage aber einem verhältnismässig kleinen Kreis vorbehalten bleiben, weil dafür ein relativ grosses Investitionskapital erforderlich ist.
- Dieses Ungleichgewicht hat in den USA vor einigen Jahrzehnten dazu geführt, dass sogenannte *Real Estate Investment Trusts* (REITs) geschaffen wurden. Diese REITs sind Gesellschaften, die Immobilien halten und diese auch meist bewirtschaften, also vergleichbar mit den schweizerischen Immobiliengesellschaften. Der Unterschied liegt jedoch darin, dass REITs nur auf *einer* Ebene *besteuert* werden (nämlich beim Aktionär), falls die Bedingung eingehalten wird, dass mindestens 90% des steuerbaren Einkommens an die Aktionäre ausbezahlt werden.<sup>71</sup>
- Seit 1992 weist der Markt für REITs ein grosses Wachstum auf und ermöglicht so auch kleinen Investoren, in den Immobilienmarkt zu investieren, ohne dabei steuerlich benachteiligt zu werden.
- Solche Instrumente haben, abgesehen von den USA, auch in anderen Ländern (z.B. Japan, Italien und Frankreich) dazu geführt, dass enorme Summen von Kapital in die Immobilienmärkte fliessen. Dies ermöglichte eine *Verjüngung der Bausubstanz* sowie eine generelle Erneuerung des Marktes. Eine solche Entwicklung hätte eine sehr viel höhere Liquidität bei indirekten Immobilienanlagen zur Folge, was diesem Markt deutlich mehr Gewicht und Stabilität verleihen würde. Die damit ev. verbundene *Verteuerung* von Wohnraum könnte aber auch eine *negative* Folge einer solchen Entwicklung sein.

---

<sup>71</sup> vgl. <http://www.nareit.com/aboutreits/thestorytext.cfm>

Die Schaffung von steuereffizienten Anlageformen hätte wahrscheinlich auch eine Restrukturierung der indirekten Anlageinstrumente zur Folge. Die Schweizer Immobilienfonds sind sogenannte *open end* Fonds (die in dieser Form sonst nur noch in Deutschland existieren), da Anleger das Recht haben, ihre Anteilscheine jederzeit gegen einen Rücknahmepreis an die Fondsverwaltung zurückzugeben.<sup>72</sup>

Ein weiterer Grund, der für die Schaffung von neuen Anlageinstrumenten spricht, ist ein absehbarer Trend bezüglich der *institutionellen Investoren*. Diese beurteilen den *ausländischen* Immobilienmarkt zunehmend als *attraktiver*. Dadurch besteht die Gefahr, dass Geld ins Ausland abfließt und diese Mittel im Schweizer Immobilienmarkt fehlen. Diese Entwicklung konnte bis dato noch nicht beobachtet werden, sie stellt jedoch aus Investorensicht ein durchaus realistisches Szenario dar.

### 3.4. Abschliessende Bemerkungen

Die zukünftige Entwicklung der indirekten Anlagen ist noch nicht absehbar. Abschliessend lässt sich aber festhalten, dass die Verbreitung von indirekten Immobilienanlagen für den Immobilienmarkt durchaus neue Chancen eröffnet. Nicht nur wird das an sich beliebte Investitionsobjekt *Immobilie* dem kleinen Anleger zugänglich gemacht, sondern auch die Entwicklung des Schweizerischen Immobilienmarkts sollte von den professionellen Vorgehensmethoden der Immobilienfonds und -gesellschaften profitieren können. Allerdings wäre es zu begrüßen, wenn mit der Schaffung von steuereffizienten indirekten Anlageformen (wie z.B. den amerikanischen REITs) die indirekte Immobilienanlage für Investoren attraktiver gemacht würde. Von einem solchen Vorgehen könnten – wie in anderen Ländern beobachtet – *entscheidende Impulse* für den Schweizerischen Immobilienmarkt erwartet werden. Just mit diesem Thema beschäftigt sich auch die *European Public Real Estate Association* (EPRA). Diese Europäische Organisation erarbeitet Richtlinien für transparente und steueroptimierte Strukturen von Immobiliengesellschaften und für einen liquiden und funktionierenden Immobilienmarkt.<sup>73</sup> Von in diese Richtung gehenden Anstrengungen könnte auch der Schwei-

---

<sup>72</sup> In Holland hat u.a. eine solche Struktur zum Immobiliencrash beigetragen. Während nämlich Aktien zunehmend attraktiver wurden, sind grosse Summen aus den Immobilienfonds abgezogen worden, womit diese in kurzer Zeit grosse Immobilienbestände veräussern mussten. Der Markt war nicht in der Lage, diese Bestände zu absorbieren, was zu starken Immobilienpreisabschlägen führte. Inzwischen sind die Gesetze geändert worden, und es existieren nur noch *closed end* Fonds, die sich praktisch nicht mehr von den angesprochenen REITs unterscheiden.

<sup>73</sup> siehe [www.epra.com](http://www.epra.com)

zer Immobilienmarkt profitieren. Noch gehen von indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz der geringen Grösse wegen nur schwache Signale aus. Falls es in Zukunft gelingt, attraktivere Strukturen und Instrumente zu schaffen, könnte sich dies durchaus bald ändern.

## 4. Zusammenfassung

Obwohl sich die indirekten Immobilienanlagen in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreuen, fällt ihr Anteil am gesamten Immobilienmarkt mit knapp 2% noch sehr gering aus. Indirekte Immobilienanlagen haben gegenüber Direktanlagen den Vorteil, dass ohne grossen Kapitaleinsatz und ohne hohe Transaktionskosten am Immobilienmarkt partizipiert werden kann.

Das Fondsvermögen eines *Immobilienfonds* wird von einer Depotbank aufbewahrt und durch eine Fondsleitung verwaltet. Immobilienfonds investieren hauptsächlich in Wohnimmobilien und verfolgen meistens eine im Vergleich zu Immobiliengesellschaften passivere *Buy-and-hold-Strategie*. Sie ermöglichen dem Anleger ein Engagement am Immobilienmarkt bei relativ geringem Risiko und gutem Anlegerschutz. Im Vergleich zu Immobiliengesellschaften weisen die Fonds jedoch höhere Verwaltungskosten auf.

*Immobilien-gesellschaften* sind private Aktiengesellschaften, die ein Immobilienportfolio verwalten. Im Gegensatz zu Immobilienfonds verfolgen Immobiliengesellschaften tendenziell eine aktivere *Buy-and-Manage/Sell-Strategie* und investieren vermehrt in Geschäftliegenschaften. Börsenkotierte Immobiliengesellschaften existieren in der Schweiz erst seit einigen Jahren und sind von den Investoren eher verhalten aufgenommen worden. Dies kann u.a. auf die zu *geringe* Liquidität und das (noch) zu *kleine* Marktvolumen zurückgeführt werden. Die Aktien der Immobiliengesellschaften korrelieren *stärker* mit den Aktienmärkten als die Anteilscheine der Immobilienfonds und weisen somit auch ein *höheres* Risiko auf.

*Anlagestiftungen* unterscheiden sich von Immobilienfonds hauptsächlich dadurch, dass sie exklusiv steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen vorbehalten sind. In punkto Anlagepolitik verfolgen sie eine ähnliche Strategie wie die Immobilienfonds. Anlagestiftungen besitzen – wie es der Name bereits vorwegnimmt – die Rechtsform einer Stiftung und unterstehen dem Bundesamt für Sozialversicherung als oberste Aufsichtsbehörde. Anlagestiftungen sind verpflichtet, ihre Dienstleistungen zu Selbstkosten anzubieten und bieten Pensionskassen daher eine preisgünstige Möglichkeit, Gelder professionell verwalten zu lassen.

Bei den Immobilienfonds hat eine *Strukturbereinigung* bereits statt gefunden, indem v.a. bei den Grossbanken viele kleinere Fonds zu grösseren Gefässen *fusioniert* wurden. Zusätzlich ist bei den Fonds im Hinblick auf die wachsende Konkurrenz der Immobiliengesellschaften in Zukunft eine deutlichere *Positionierung*

zu erwarten. Möglich ist auch die Bildung von Fonds, die sich bezüglich der Portfoliozusammensetzung an spezifischen *Themen* orientieren.

Die Immobiliengesellschaften streben weiterhin nach *Grösse* und werben damit um die Gunst von potenziellen Investoren. Ob ihnen dies gelingen wird, ist in den meisten Fällen noch unklar. *Konsolidierungen* auf dem Markt sind somit vorstellbar, entsprechende Diskussionen sind im Gange. Insgesamt sind von der Professionalisierung dieser Anlageinstrumente *positive Effekte* für den gesamten Immobilienmarkt zu erwarten.

In der Schweiz liegt bei indirekten Immobilienanlagen eine Doppelbesteuerung vor (mit Ausnahme der Anlagestiftungen). Dies benachteiligt sie einerseits gegenüber Direktanlagen und andererseits gegenüber ausländischen indirekten Immobilienanlagen. *Handlungsbedarf* scheint daher bei der Schaffung von *steuereffizienten Anlageinstrumenten* zu bestehen, um dem Schweizer Immobilienmarkt zu mehr *Attraktivität* zu verhelfen und *steuerliche Hürden* abzubauen. Es stellt sich die Frage, ob die indirekte Immobilienanlage in steuerlicher Hinsicht nicht der Direktanlage gleichgesetzt werden sollte. Im Ausland konnten mit der Schaffung von steuerlich attraktiven indirekten Immobilienanlagen *positive Effekte* für den Immobilienmarkt ausgelöst werden.

## Literaturverzeichnis

Ammann, D. und Scherrer, H. (2000): Immobilien als Baustein der Vermögensanlagen: Anlageformen sowie Rendite- und Risikoeigenschaften. Eine Studie der PPCmetrics AG, Zürich

Bender, A., Hösli, M., Gaud, Ph. (2000): Fonds de placement immobiliers et sociétés anonymes d'investissement immobilier: Analyse comparative et conditions de développement. Université de Genève (HEC), 22. November 2000

Credit-Suisse (2002): Der Schweizer Immobilienmarkt 2002, Zürich

HIG (2002): Gewinnt zunehmend an Bedeutung: das Segment der Immobilien-Anlagestiftungen. In: HIGHLIGHTS, HIG Immobilien Anlage-Stiftung, Ausgabe 1/2002, S. 2-3

Immo Vision Basel AG (2002): Jahresbericht 2001/2002. Einsehbar unter: <http://www.immo-vision.ch/frame.php>

Leuthard, M. (2002): Nur wenig Lichtblicke. In: Performance und Risiko der offenen Anlagestiftungen Mitte 2002, Schweizer Personalvorsorge, Sondernummer August 2002

Lombard Odier (2002): Real Estate Sector: Stone Story: How to Gain Weight. Sector Report, February 2002

NZZ (2001): Die Ausgliederung von Liegenschaften lohnt sich nicht immer: Ein Gespräch über Immobilieninvestments, optimal strukturierte Portefeuilles und maximale Renditen. Interview mit Pascal Gantenbein, Dienstag, 3.07.01, Nr. 151, S. 85/B23

NZZ (2002): Immobilienfirmen suchen Investoren: Markante Unterschiede in den Portefeuilles. Montag, 11. November 2002, Nr. 262, S. 20

Pictet (2001): Swiss Property Stocks: An Overview. October 2001

Prioni, P., Wessling, G. (2001): Eine breite Palette an indirekten Formen. In: Immobilien 2001 der Finanz und Wirtschaft INVEST, S. 24-25

Roder, H. (2002): Der Trend geht in Richtung indirekte Anlagen. In: Swissca (Hrsg.): Die Vorsorgeeinrichtungen öffentlich-rechtlicher Körperschaften 2002, Ergebnisse der Umfrage, Zürich, S. 59-61

Swissca (2002): Swissca Ifca Immobilienfonds – Vermögensaufbau mit Immobilien. Broschüre online unter: [www.swissca.ch/swc/pdf/immo-info-de.pdf](http://www.swissca.ch/swc/pdf/immo-info-de.pdf)

Vontobel (2002): Immobilien-AGs – wer ist die Schönste im ganzen Land? Vontobel Equity Research, Sector Report – Real Estate. Immobilien Schweiz, November 2002

Walter, Urs (2002): Ein Markt, der erst angekratzt wurde: Indirekte Immobilienanlagen – ein Blick zurück und wie die Zukunft aussehen könnte. In: Immobilien Business, 9. Jahrgang, Nr. 12/2002-1/2003, Dezember/Januar, S. 17

Wessling, G. (2001): Diversifikation bei Immobilienanlagen. In: Schweizer Personalvorsorge, Nr. 12/01, S. 919-922

ZKB (2001): Schweizer Immobilienfonds – oder die Suche nach der Nadel im Heuhaufen, Zürich

## **Ausgewählte Internetquellen**

European Public Real Estate Association: [www.epra.com](http://www.epra.com)

Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen: [www.kgast.ch](http://www.kgast.ch)

National Association of Real Estate Investment Trust: <http://www.nareit.com/>

Prevista Anlagestiftung: [www.anlagestiftung.ch](http://www.anlagestiftung.ch)

Wüest & Partner: Indizes WUPIX-A und WUPIX-F, Online-Service unter [www.wuestundpartner.ch](http://www.wuestundpartner.ch)



## **Verzeichnis der Gesprächspartner**

Andres Gujan, CFA, Head Swiss Companies, Bank Vontobel AG

Armin Rechberger, Immobilienanalyst, Zürcher Kantonalbank

Christoph Neuhaus, Associate Financial Analyst, VZ Vermögenszentrum

Jan Eckert, Partner Corporate Finance Real Estate, Ernst & Young

Heinz Roder, Leiter Immobilien, Prevista Anlagestiftung

Serge Courtet, Bereichsleiter Immobilienfonds, Swissca Fondsleitung AG