

Masterthesis

zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

*Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen
in Anlagestiftungen mittels
Immobilien-Sacheinlage*

Name: Alex Krauz

Adresse: Jurastrasse 10
5430 Wettingen

Eingereicht bei: *Ulrich Prien, MRICS*
Dr. oec. Rainer Suter, MRICS

Abgabedatum: 14. August 2009

Vorwort

Die vorliegende Masterthesis ist in der Zeit von Mai bis August 2009 neben meiner Arbeitstätigkeit als Bauherrentreuhänder bei der Avadis Anlagestiftung entstanden und stellt den Abschluss der berufsbegleitenden Ausbildung zum Master of Science in Real Estate am Center for Urban & Real Estate Management (CUREM) in Zürich dar.

Hauptgrund für die Themenwahl war, ein aktuelles Gebiet aus meinem beruflichen Umfeld aufzugreifen, zu untersuchen und zu interpretieren. Gleichzeitig bestand auch die Absicht mit der Themenwahl die Grundlagen und Regulatoren im Bereich der beruflichen Vorsorge aufzuarbeiten. Das Thema „Immobilien-sacheinlagen von Pensionskassen in Anlagestiftungen“ konnte diese Anforderungen erfüllen.

Meinen ganz besonderen Dank richtet sich an meinen Betreuer Herrn Ulrich Prien und meinen Koreferenten Herrn Dr. Rainer Suter. Ihre Unterstützung und die anregenden Gespräche waren für die Arbeit als auch für mich persönlich eine Bereicherung.

Ausserdem danke ich sämtlichen Gesprächspartnern für die aufschlussreichen, konstruktiven und mit grosser Offenheit geführten Interviews.

Meinen Vorgesetzten möchte ich für die Unterstützung, den gewährten Freiraum zur Erstellung der Arbeit, ihre grosse Flexibilität bezüglich meiner Arbeitszeiten sowie ihrer Rücksichtnahme danken.

Für die kritische inhaltliche Durchsicht und das Lektorat bin ich meiner Schwester Sabina Krauz sehr dankbar.

Speziell bedanke ich mich bei meiner Frau Claudia und unserer Tochter Mara die mich mit ihrer Geduld das gesamte Studium über begleitet und dabei auf vieles verzichtet haben, mich aber stets motivierten das grosse Projekt abzuschliessen.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	VII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung, Zielsetzung	1
1.2 Aufbau.....	2
2 Die berufliche Vorsorge im schweizerischen Vorsorgesystem	3
2.1 Das Drei-Säulen-Konzept der sozialen Sicherheit.....	3
2.1.1 1. Säule – Staatliche Vorsorge	3
2.1.2 2. Säule – Berufliche Vorsorge	4
2.1.3 3. Säule – Private Vorsorge.....	4
2.2 Die Entwicklung der beruflichen Vorsorge.....	5
2.3 Ausgewählte Aspekte der beruflichen Vorsorge	6
2.3.1 Struktur	6
2.3.2 Rechtliche Grundlagen der beruflichen Vorsorge	7
2.3.3 Aufbau und Organisation	7
2.3.4 Kontrollorgan	8
2.3.5 Finanzierung der beruflichen Vorsorge	8
2.3.6 Steuerliche Befreiung der beruflichen Vorsorgeeinrichtungen	9
2.3.7 Buchführung und Rechnungslegung.....	9
2.3.8 Grundsätze und Vorschriften zur Vermögensanlage	10
2.3.9 Gesetzliche Grundlage für kollektive Anlagen	11
2.4 Asset Allocation und Immobilienanlagen von Pensionskassen.....	12
2.5 Fazit	14
3 Die Anlagestiftung	15
3.1 Ausgewählte Aspekte von Anlagestiftungen.....	15
3.1.1 Struktur und rechtliche Grundlagen.....	15
3.1.2 Aufbau und Organisation	16
3.1.3 Aufsicht.....	17

3.1.4	Exkurs Kollektivanlagegesetz	17
3.1.5	KGAST	17
3.1.6	KGAST-Immo-Index (Schweiz)	18
3.1.7	Inventarwert	18
3.1.8	Emission und Rückgabe.....	19
3.1.9	Gebühren.....	20
3.1.10	Bezugsrechte	20
3.2	Grundsätze und Vorschriften von Immobilien Anlagen	21
3.3	Immobilienanlagen von Anlagestiftungen	22
3.3.1	Cluster Immobilienanlagestiftungen.....	23
3.3.2	Cluster Immobilienmarkt	23
3.3.3	Räumliche Verteilung.....	25
4	Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Immobilien	26
4.1	Die Anlageklasse Immobilien	26
4.2	Anlagemöglichkeiten in Immobilien	26
4.3	Anlagemöglichkeiten für Vorsorgeeinrichtungen.....	29
4.3.1	Immobilien-Aktiengesellschaften.....	29
4.3.2	Immobilienfonds	30
4.3.3	Immobilien-Anlagestiftungen	30
4.3.4	Direkte Immobilienanlagen.....	30
4.4	Das Schweizer Immobilienvermögen	32
5	Transformation von direkt zu indirekt.....	33
5.1	Gründe der Vermögensumschichtung.....	33
5.1.1	Diversifikation.....	33
5.1.2	Immobilien-Portfolio-Management	34
5.1.3	Das Best-Owner-Prinzip bei Immobilien-Investmentanlagen.....	35
5.2	Transformationsmöglichkeiten von direkter zu indirekter Eigentumsform	37
5.2.1	Verkauf der Immobilien mit anschliessender Wiederanlage in indirekte Vehikel .	37
5.2.2	Sacheinlage der Immobilien in ein bestehendes Vehikel.....	37
5.2.3	Sacheinlage der Immobilien in ein neu zu gründendes Vehikel.....	38
6	Sacheinlage-Transaktionen	39
6.1	Grundlagen.....	39
6.2	Begriffe	39

6.3	Regulatorische Anforderungen an Sacheinlagen	40
6.4	Transaktion.....	41
6.4.1	Phase 1 - Vorbereitung	41
6.4.2	Phase 2 - Due Diligence.....	42
6.4.3	Phase 3 - Transaktion.....	43
6.4.4	Phase 4 - Nachbearbeitung.....	44
6.5	Transaktionsformen	44
6.5.1	Vermögensübertragung nach dem Fusionsgesetz.....	45
6.5.2	Singularsukzession	46
6.5.3	Fazit	47
6.6	Steuerliche Aspekte	47
6.6.1	Gewinn- und Grundstückgewinnsteuern.....	48
6.6.2	Handänderungssteuer.....	48
6.6.3	Notariats- und Grundbuchgebühren	49
6.7	Transaktionskosten (Transformationskosten).....	50
6.7.1	Explizite Transaktionskosten	50
6.7.2	Koordinationskosten.....	51
6.7.3	Vergleich Transaktionskosten	51
6.7.4	Ausgabekommission bei Anlagestiftungen.....	52
6.7.5	Exkurs Anlagefonds.....	53
7	Praktische Überprüfung.....	54
7.1	Entwicklung der Sacheinlage-Transaktionen in der Schweiz	54
7.2	Ausgewählte Sacheinlage-Transaktionen.....	56
7.3	Volumen für Sacheinlagen.....	58
8	Zusammenfassung und Ausblick	59
	Anhang	61
	Literaturverzeichnis	72
	Ehrenwörtliche Erklärung	77

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: 3-Säulen-Konzept.....	3
Abbildung 2: Übersicht BVV 2 Anlagebegrenzungen	11
Abbildung 3: Entwicklung der Immobilienanlagen 2000-2007.....	12
Abbildung 4: Entwicklung der kollektiven Immobilienanlagen 2000-2007	13
Abbildung 5: Performance von Schweizer Immobilienanlagen 2000-2008.....	19
Abbildung 6: Immobilienanlagen von Anlagestiftungen, per Ende 2008	24
Abbildung 7: Direkte Immobilienvermögen von Anlagestiftungen, per Ende 2008	24
Abbildung 8: Vier-Quadranten-Modell der Immobilienwirtschaft	27
Abbildung 9: Eigentumsverhältnisse, Aufteilung Institutioneller Bestand, per Ende 2008	32
Abbildung 10: CUREM: Best-Owner Prinzip	36
Abbildung 11: Schema Sacheinlage	39
Abbildung 12: Sacheinlage Transaktion: Übersicht.....	41
Abbildung 13: Sacheinlage Transaktion: Phase 1 - Vorbereitung	42
Abbildung 14: Sacheinlage Transaktion: Phase 2 - Due Diligence	43
Abbildung 15: Sacheinlage Transaktion: Phase 3 – Transaktion.....	44
Abbildung 16: Sacheinlage Transaktion: Phase 4 – Nachbearbeitung.....	44
Abbildung 17: Übersicht Transaktionskosten (Transformationskosten).....	52
Abbildung 18: Immobilien-Sacheinlagen 2004-2008	55

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
ABV	Aufsicht berufliche Vorsorge
AG	Aktiengesellschaft
AHV	Alters- und Hinterlassenenversicherung
AST	Anlagestiftung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ASIP	Association Suisse des Institutions de Prévoyance (Schweizerischer Pensionskassenverband)
BFS	Bundesamt für Statistik
BPV	Bundesamt für Privatversicherungen
BSV	Bundesamt für Sozialversicherung
BV	Schweizerische Bundesverfassung
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVS ZH	Amt für berufliche Aufsicht des Kantons Zürich
BVV	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
DCF	Discounted Cash-flow
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EL	Ergänzungsleistungen
f.	folgende
FER	Fachempfehlungen zur Rechnungslegung (Swiss GAAP FER)
ff.	fortfolgende
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung
FZG	Freizügigkeitsgesetz
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GV	Gebäudeversicherung
Hrsg.	Herausgeber
INREV	European Association for Inverstors in Non-listed Real Estate Vehicles
IV	Invalidenversicherung

KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz)
Kap.	Kapitel
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
KKV-EBK	Verordnung der EBK über die kollektiven Kapitalanlagen
MBS	Mortgage Backed Securities
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAV	Net asset value
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationsrecht)
o.J.	ohne Jahr
o.V.	ohne Verfasser
PK	Pensionskasse
REIT	Real Estate Investment Trust
REOC	Real Estate Operating Company
SFA	Swiss Funds Association (Schweizerischer Anlagefondsverband)
SHAB	Schweizerisches Handelsamtsblatt
SPV	Special Purpose Vehicle
SWX	Swiss Exchange
VE	Vorsorgeeinrichtung
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch

1 Einleitung

Die Altersvorsorge gehört zu den wichtigsten sozialen Einrichtungen der Schweiz. Deren Finanzierbarkeit im Kontext der demografischen Entwicklung stellt jedoch eine der wesentlichen Herausforderung von schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen dar. Damit wird die nachhaltig erfolgreiche Bewirtschaftung der angelegten Vorsorgegelder zu einem zentralen Thema.

1.1 Problemstellung, Zielsetzung

Seit sich Immobilien zu einer eigenen Anlageklasse entwickelt haben, wächst das Vermögen indirekter Immobilienanlagen stetig. Vom schweizerischen Gesamtvermögen an Immobilien ist jedoch erst ein geringer Anteil in indirekten Anlagegefässen gebunden. Der Grossteil des Immobilienbestandes befindet sich in direkt gehaltenem Besitz von Privaten sowie im Eigentum von institutionellen Anlegern¹.

In der modernen Lehre gilt eine Immobilienquote zwischen 15-25 Prozent vom Gesamtvermögen als optimal. Unter Berücksichtigung der Risiken bei direkt gehaltenen Immobilien, der eigenen Kompetenzen sowie des Anlageprofils haben Vorsorgeeinrichtungen vermehrt das Bedürfnis, den direkten Immobilienbestand auszulagern und ähnlich zu gestalten wie Finanzanlagen.

In den vergangenen Jahren wurde auf dem schweizerischen Immobilienmarkt eine zunehmende Nachfrage nach indirekten Immobilienprodukten² und ein Wachstum der Immobilien-Anlagevehikel³ festgestellt⁴. Dabei haben Immobilien-Anlagestiftungen hinsichtlich der Anzahl Gefässe sowie der Vermögensentwicklung das grösste Wachstum erfahren.

Da Anlagestiftungen als steuerbefreite Anlagegefässe lediglich im Rahmen der beruflichen Vorsorge in Frage kommen, kann abgeleitet werden, dass das Wachstum vorwiegend durch Vermögensanlagen von Vorsorgeeinrichtungen entstanden ist. Der aktuelle Trend zeigt eine Umschichtung direkt gehaltener Immobilien in indirekte Anlagegefässe mittels Immobilien-Sacheinlage.

Die Masterthesis soll die Vermögensumschichtung von direkten Immobilienanlagen in Anlagestiftungen mittels Sacheinlage systematisch darlegen und dabei Merkmale und Besonderheiten der Transaktion bei Anlagestiftungen untersuchen.

¹ Banken, Versicherungen, Immobilien-Aktiengesellschaften, Pensionskassen, Anlagestiftungen.

² Vgl. Sal. Oppenheim, Immobilien Investment Survey 2008, S. 11 ff.

³ Immobilien-Aktiengesellschaften, Immobilienfonds, Immobilien-Anlagestiftungen.

⁴ Vgl. hier und in Folge Wüest & Partner, Immo-Monitoring 2008, S. 54-55.

1.2 Aufbau

Die Arbeit gliedert sich in zwei Hauptteile. Während die Kapitel zwei und drei die Grundlagen bilden, widmen sich Kapitel vier bis sieben der vertieften Betrachtung des Themas.

In Kapitel zwei werden die Einbettung der beruflichen Vorsorge im schweizerischen Vorsorgesystem erklärt und vorgestellt. Nach einer einleitenden Übersicht über die soziale Sicherheit sowie deren Entwicklung in der Schweiz werden weiter ausgewählte Aspekte der beruflichen Vorsorge aufgezeigt und abschliessend die Vermögenswerte von Pensionskassen untersucht. Kapitel drei beschreibt die Charakteristik von Anlagestiftungen in der Schweiz, fokussiert auf deren Immobilienanlagen und zeigt eine aktuelle Übersicht der Immobilien-Anlagevermögen im Rahmen von Anlagestiftungen.

Das Kapitel vier widmet sich den Investitionsmöglichkeiten von Vorsorgeeinrichtungen in Immobilien. Dabei werden die Anlageklasse Immobilien in allgemeiner Form, die Anlagemöglichkeiten für Vorsorgeeinrichtungen sowie das Schweizer Immobilienvermögen näher betrachtet. Kapitel fünf befasst sich thematisch mit der Vermögensumschichtung und untersucht die wichtigsten Motive für den Wechsel von der direkten zur indirekten Immobilienanlage. Damit sind die theoretischen Grundlagen für das Thema Sacheinlagen in Kapitel sechs vorhanden. Der eigentliche Kern der Arbeit beschreibt und erklärt Sacheinlage-Transaktionen und untersucht deren Besonderheiten bei Anlagestiftungen. Ergänzend dazu werden in Kapitel sieben der Schweizer Markt bezüglich erfolgreich abgewickelter Transaktionen untersucht und ausgewählte Sacheinlagen vorgestellt.

Kapitel acht stellt die mit einem Ausblick für Sacheinlage-Transaktionen ergänzte Zusammenfassung dar.

2 Die berufliche Vorsorge im schweizerischen Vorsorgesystem

Die berufliche Vorsorge ist für das Vorsorgesystem der Schweiz von grosser Wichtigkeit. Dieses Kapitel gibt deshalb einen Überblick über deren Einordnung im eidgenössischen Sozialsystem und erläutert zu ausgewählten Aspekten mögliche Ausgestaltungsformen und Regulatoren von Vorsorgeeinrichtungen.

2.1 Das Drei-Säulen-Konzept der sozialen Sicherheit

Die soziale Sicherheit in der Schweiz ist gesetzlich verankert und beruht auf dem 3-Säulen-Konzept⁵. Demzufolge wird unsere Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge durch drei Säulen - der staatlichen Vorsorge, der beruflichen Vorsorge und der individuellen Selbstvorsorge - getragen. Durch die Massnahmen des Vorsorgekonzeptes soll den Betagten, Hinterlassenen und Invaliden die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung als Folge von Alter, Tod und Invalidität gewährleistet werden. Wesentlich am Konzept ist, dass jede dieser drei Säulen gleich stark sein soll.

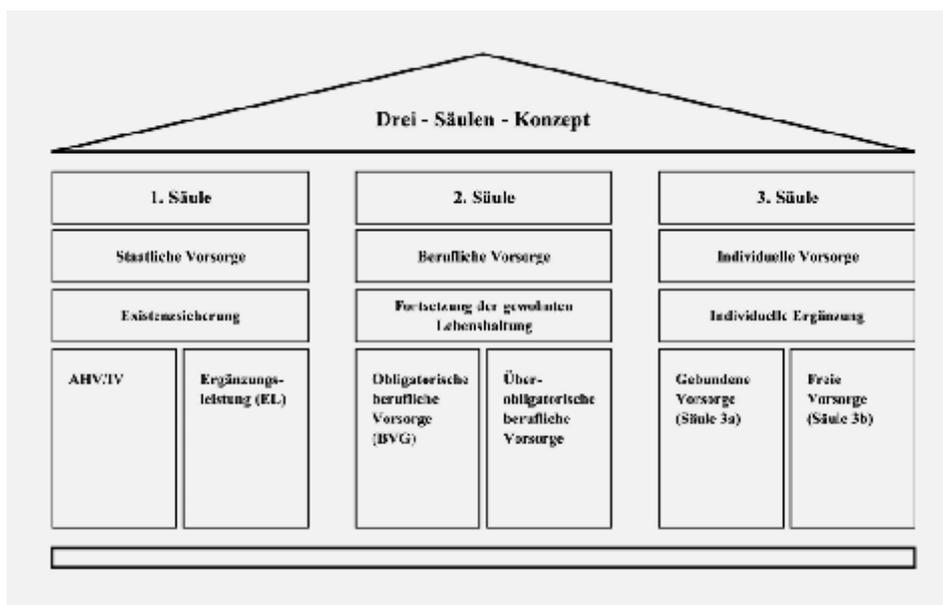


Abbildung 1: 3-Säulen-Konzept⁶

2.1.1 1. Säule – Staatliche Vorsorge

Die erste Säule ist die staatliche Vorsorge und wird gebildet aus Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV), der Invalidenversicherung (IV) und den Ergänzungsleistungen (EL). Sie ist obligatorisch und sichert den Existenzbedarf im Alter, bei Erwerbsunfähigkeit oder im Todesfall ab.

⁵ Art. 111 Bundesverfassung, ab 1972.

⁶ Quelle: BSV; Eigene Darstellung.

Versichert sind alle in der Schweiz wohnhaften oder erwerbstätigen Personen ab Geburt. Auslandschweizer haben die Möglichkeit, sich freiwillig zu versichern.

Die erste Säule wird im Umlageverfahren finanziert. Erwerbstätige und Arbeitgeber zahlen monatliche Beiträge ein, mit denen Zahlungen an heutige Rentner entrichtet werden. Mitfinanziert werden die Sozialwerke von Bund und Kantonen, der Mehrwertsteuer sowie der Tabak- und Alkoholsteuer. Die Einnahmen betragen im Jahre 2007 CHF 48.9 Mrd.⁷, wovon CHF 29.5 Mrd. aus Beiträgen von Versicherten und Arbeitgeber sowie CHF 19.8 Mrd. von Beiträgen der öffentlichen Hand stammen. Demgegenüber standen Ausgaben von CHF 48.4 Mrd.

2.1.2 2. Säule – Berufliche Vorsorge

Die berufliche Vorsorge bildet die zweite Säule des schweizerischen Sozialsystems. Auftrag und Ziel der beruflichen Vorsorge ist es, zusammen mit den Leistungen der ersten Säule, den gewohnten Lebensstandard in angepasstem Masse zu garantieren. Die in einem langen historischen Prozess gewachsene berufliche Vorsorge ist seit 1985 dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) unterstellt.

Die berufliche Vorsorge wird durch die Beiträge der Arbeitgeber und Arbeitnehmer⁸ im Kapitaldeckungsverfahren finanziert, das heisst die Leistungen werden durch das während der Erwerbstätigkeit angesparte und verzinste Kapital gedeckt.

Die Einnahmen der beruflichen Vorsorge im Jahre 2006 betragen CHF 53.7 Mrd. wovon CHF 38.4 Mrd. aus Beiträgen von Versicherten und Arbeitgebern sowie CHF 15.0 Mrd. aus Kapitalerträgen stammen. Demgegenüber standen Ausgaben von CHF 36.0 Mrd.

2.1.3 3. Säule – Private Vorsorge

Die dritte Säule ist die freiwillige Selbstvorsorge. Sie ergänzt die erste und die zweite Säule entsprechend den persönlichen Bedürfnissen. Die dritte Säule wird unterteilt in die gebundene (3a) und die freie (3b) Vorsorge.

Die gebundene Vorsorge verkörpert das steuerprivilegierte Sparen⁹ im Hinblick auf die Altersvorsorge. Durch die Steuerprivilegierung entstehen aufgrund gesetzlicher Vor-

⁷ Quelle: Finanzaahlen zum Kapitel Vorsorgekonzept Schweiz: Internetseite des Bundesamt für Sozialversicherungen. <http://www.bsv.admin.ch/dokumentation/zahlen/00093/00422/index.html?lang=de>. Abfragedatum: Mai 2009.

⁸ Arbeitnehmer mit einem jährlichen Mindesteinkommen von CHF 20'520.00 sind obligatorisch bis zu einem Lohnplafond von CHF 82'080.00 (Stand 2009) versichert.

⁹ Die zurückgelegten Mittel dienen ausschliesslich und unwiderruflich der Vorsorge.

schriften, Einschränkungen beim Abschluss, der Gestaltung und bei der Verfügung der Ansprüche. Als anerkannte Vorsorgeformen gelten die gebundene Vorsorgeversicherung bei einer Versicherungsgesellschaft und die gebundene Vorsorgevereinbarung bei einer Bankstiftung.

Als freie Vorsorge werden alle im Rahmen der Säule 3b getroffenen Massnahmen der individuellen Selbstvorsorge bezeichnet. Dazu gehören u.a. Lebensversicherungen, Kapitalanlagen und Erwerb von Wohneigentum.

Die Aufwendungen von privaten Einzelversicherungen (für Alter, Tod und Invalidität inkl. Vermögenserträge) und Nettoersparnisse der Privathaushalte betragen im Jahr 2006 rund CHF 50 Mrd.¹⁰

2.2 Die Entwicklung der beruflichen Vorsorge

Die Wurzeln der schweizerischen beruflichen Vorsorge reichen ins 19. Jahrhundert zurück¹¹. Zur Abdeckung der Risiken infolge Alter, Tod oder Invalidität entstanden auf freiwilliger Basis erste Leistungskassen von Arbeitgebern, Verbänden, einzelnen Kantonen und auch vom Bund. Unterstützt durch steuerliche Vergünstigungen begann nach dem ersten Weltkrieg ein eigentlicher Aufbau der reglementarischen Vorsorge. Bis in die fünfziger Jahre des 20. Jahrhundert existierten indessen keine speziellen materiell rechtlichen Vorschriften über die Organisation des hauptsächlichsten Rechtsträgers (Personalvorsorgestiftung) oder den Inhalt der Vorsorgeverhältnisse. Erst 1955 wurde dem Stiftungsrecht Art. 89bis ZGB beigefügt, also jene Bestimmung, die die rechtliche Grundlage für die Organisation von Personalvorsorgestiftungen darstellt. Zum gleichen Zeitpunkt wurde das Arbeitsvertragsrecht mit einem Art. 343bis OR ergänzt, der ersten Gesetzesbestimmung über einen gesetzlichen vorsorgerechtlichen Leistungsanspruch überhaupt.

Ein nächster gesetzgeberischer Schritt wurde im Zusammenhang mit der Revision des Arbeitsvertragsrechts 1972 getan. Damals fanden die Art. 331 sowie 331a-c OR Eingang ins Arbeitsvertragsrecht. Schwergewichtig ging es dabei um eine Freizügigkeitsregelung, auch wenn sie aus heutiger Sicht noch ungenügend war.

Der nächste und gewichtigste Ausbauschritt bei der beruflichen Vorsorge erfolgte 1985 mit dem Inkrafttreten des BVG und der damit verbundenen Einführung des Obligatoriums im Bereich der 2. Säule. Das BVG umfasst über hundert Gesetzesartikel. Dazu kommen weitere 60 Artikel der wichtigsten Ausführungsverordnung BVV 2¹² sowie die Bestimmungen weiterer Verordnungen zu verschiedenen durchführungs-

¹⁰ Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 26.

¹¹ Vgl. hier und in Folge Groupe de Reflexion, Sicherheit und Unsicherheit in der zweiten Säule, S. 29.

¹² BVV 2: Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge.

technischen Aspekten. Die Regelungsdichte in der beruflichen Vorsorge machte somit 1985 einen Quantensprung. Ein grosser Teil von BVG und BVV 2 befassen sich mit den Bedingungen des Obligatoriums und den dabei festgelegten Mindestleistungen. Im Übrigen behandelt das BVG die Organisation der Vorsorgeeinrichtungen, deren Kontrolle, Organisation und Aufgaben der Aufsicht, die Rechtspflege und die steuerliche Behandlung der Vorsorgeeinrichtungen und der in diese geleisteten Beiträge und Zuwendungen, sowie schliesslich die beiden Einrichtungen mit Sonderaufgaben: Auffangeinrichtung und Sicherheitsfonds. Die BVV 2 enthält neben den Präzisierungen bezüglich der obligatorischen Mindestleistungen vor allem Konkretisierungen hinsichtlich der Rechnungslegung, der Vermögensanlage und der Vermögensverwaltung.

Die reglementarische berufliche Vorsorge hat sich im Verlaufe des 20. Jahrhunderts bereits vor 1985 rasant entwickelt und wurde so auf- und ausgebaut, dass schon über 80 Prozent der Arbeitnehmer/innen in einer Pensionskasse versichert waren, als das BVG kam. Dessen Zielsetzung bestand denn auch lediglich darin, die noch bestehenden Lücken zu schliessen. Grosse Aufbauarbeit an der 2. Säule wurde somit vor dem Inkrafttreten des BVG geleistet, vor einem rechtlichen Hintergrund, der bis 1955 keine, dann bis 1972 zwei und anschliessend bis 1985 nur fünf Gesetzesbestimmungen kannte, die sich materiell mit dem reglementarischen Leistungssystem befassten.

Einen weiteren Normierungsschritt mit klarer Anhebung der Normendichte brachten 1995 das Freizügigkeitsgesetz (FZG) sowie die Regelung über die Wohneigentumsförderung mit Mitteln der beruflichen Vorsorge.

Die erste BVG-Revision ist in drei Massnahmenpaketen eingeführt worden: Das Erste am 1. April 2004 (u.a. die Transparenzbestimmungen, einheitliche Rechnungsstandards), das Zweite am 1. Januar 2005 (u. a. der Umwandlungssatz und die Vereinheitlichung des Frauenrentenalters) und das Dritte am 1. Januar 2006 (Begriff der beruflichen Vorsorge, Einkauf, Mindestalter bei vorzeitigem Altersrücktritt). Den bisher jüngsten Schub neuer und zusätzlicher gesetzlicher Vorschriften wurde flankiert durch ergänzende Verordnungsbestimmungen, namentlich in der BVV 2.

2.3 Ausgewählte Aspekte der beruflichen Vorsorge

2.3.1 Struktur

Per Ende 2007 waren 2'543 Vorsorgeeinrichtungen mit reglementarischen Leistungen und 3.5 Millionen aktiven Versicherten registriert^{13,14,15}. Diese teilen sich in 2'445

¹³ Die vorliegende Arbeit beschränkt sich auf die nach Art. 48 BVG und Art. 5 ff. BVV 1 registrierten Vorsorgeeinrichtungen. Zu den nichtregistrierten Einrichtungen gehören „nichtregistrierten

privat-rechtliche und 98 öffentlich-rechtliche Einrichtungen mit 2.98 resp. 0.56 Mio. Versicherten auf. Rund 2.2 Mio. oder 63 Prozent aller aktiven Versicherten entfielen auf die 63 grössten Vorsorgeeinrichtungen¹⁶ (2.4 Prozent aller Einrichtungen) während 0.43 Mio. oder 12 Prozent aller aktiven Versicherten durch 1'655 Einrichtungen (65 Prozent aller Einrichtungen) versichert waren. Von den 2'543 Vorsorgeeinrichtungen entfallen 237 auf Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen mit rund 2 Mio. aktiven Versicherten. Auffallend und typisches Merkmal der beruflichen Vorsorge in der Schweiz ist die extrem ungleichmässige Grössenverteilung, und zwar sowohl hinsichtlich des Versichertenbestandes als auch der Bilanzsumme¹⁷. Feststellbar ist seit einigen Jahren ein massiver Rückgang von Vorsorgeeinrichtungen als Folge des Konzentrationsprozesses der seit dem Inkrafttreten der zweiten Säule stattgefunden hat und der strukturellen Verschiebung kleinerer Stiftungen zu grösseren Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtungen.

2.3.2 Rechtliche Grundlagen der beruflichen Vorsorge

Die berufliche Vorsorge ist in einem vielschichtigen und umfassenden Regelnetzwerk verankert. Die wichtigsten gesetzlichen Grundlagen der Personalvorsorge in der Schweiz sind¹⁸: Bundesverfassung (Art. 113 BV), Stiftungsrecht (Art. 89bis ZGB), Arbeitsvertragsrecht (Art. 331-331e OR), berufliches Vorsorgerecht basierend auf dem BVG und ergänzt durch Verordnungen (BVV 2 u.a.), Weisungen und Kreisschreiben, Steuerrecht, Eherecht, Privatversicherungsrecht.

2.3.3 Aufbau und Organisation

Gemäss Art. 331 Abs. 1 OR besteht die Pflicht, Zuwendungen des Arbeitgebers oder Beiträge der Arbeitnehmer für Zwecke der Personalvorsorge „auf eine Stiftung, eine Genossenschaft oder eine Einrichtung des öffentlichen Rechts zu übertragen“. Diese allgemeine Formulierung präzisiert Art. 48 Abs. 2 BVG für registrierte Vorsorgeeinrichtungen¹⁹. Die in der schweizerischen Praxis am meisten angewendete Rechtsform ist die privat-rechtliche Stiftung.

Einrichtungen mit reglementarischen Leistungen im überobligatorischen Bereich“ sowie „patronale Einrichtungen (Wohlfahrtsfonds) ohne Versicherte“.

¹⁴ Vgl. BFS, Pensionskassenstatistik 2007, S. 8 ff.

¹⁵ Dazu Helbling: Die wichtigste Form von Vorsorgeeinrichtungen ist jene der registrierten Vorsorgeeinrichtungen.

¹⁶ Dazu BFS: $\geq 10'000$ aktive Versicherte.

¹⁷ Vgl. BFS, Pensionskassenstatistik 2007, S. 30 ff.

¹⁸ Vgl. hier und in Folge Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 55-79.

¹⁹ Vgl. hier und in Folge Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 81 ff.

Der Stiftungsrat ist das oberste und geschäftsführende Organ der Stiftung. Seine Befugnisse werden in der Stiftungsurkunde umschrieben²⁰. Er erlässt das Reglement für ihre Tätigkeit, fasst die zu treffenden Einzelbeschlüsse, verwaltet das Vermögen der Stiftung, vertritt diese nach aussen und setzt eine unabhängige Revisionsstelle als Kontrollorgan ein²¹. Nach Art 51 BVG gilt für alle registrierten Einrichtungen eine paritätische Verwaltung, also dieselbe Zahl von Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretern.

Vorsorgeeinrichtungen, die an der Durchführung der obligatorischen Versicherung teilnehmen, müssen sich bei der zuständigen Aufsichtsbehörde in das Register für die berufliche Vorsorge eintragen lassen.

2.3.4 Kontrollorgan

Das BVG schreibt vor, dass die Vorsorgeeinrichtungen eine unabhängige und anerkannte Kontrollstelle zu bestimmen haben²². Diese prüft jährlich die Geschäftsführung, das Rechnungswesen und die Vermögenslage auf ihre Gesetzes-, Verordnungs-, Weisungs- und Reglementsconformität. Die Aufsichtsbehörden fordern jährlich eine Berichterstattung, namentlich über die Geschäftstätigkeit und nehmen Einsicht in die Berichte der Kontrollstelle sowie des Experten für die berufliche Vorsorge. Diese kantonalen und zum Teil regional organisierten Aufsichtsbehörden sind der Oberaufsicht des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV) unterstellt. Dieses kontrolliert zudem direkt die Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen sowie die Einrichtungen mit internationalem Charakter.

2.3.5 Finanzierung der beruflichen Vorsorge

Nach dem Grundsatz von Art. 65 BVG müssen Vorsorgeeinrichtungen jederzeit Sicherheit dafür bieten, dass sie die übernommenen Verpflichtungen erfüllen können²³. Sie regeln das Beitragssystem und die Finanzierung so, dass die Leistungen im Rahmen dieses Gesetzes bei Fälligkeit erbracht werden können. Die berufliche Vorsorge finanziert sich durch verschiedene Einnahmequellen. Einerseits aus Beiträgen von Arbeitgeber und Arbeitnehmer, deren Höhe prozentual auf Basis des koordinierten Lohnes bemessen wird und die Arbeitgeber dabei mindestens die Hälfte der Beiträge beisteuern. Andererseits durch Erträge aus Vermögensanlagen und kaum budgetierbaren

²⁰ Vgl. hier und in Folge Helbling (2006), S. 82.

²¹ Art. 55 Abs. 3 BVG.

²² Vgl. hier und in Folge BFS, Pensionskassenstatistik 2007, S. 28 ff.

²³ Vgl. Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 157 ff.

Einnahmen wie Mutations- und Koordinationsgewinne, technische Gewinne und Überschussanteile.

2.3.6 Steuerliche Befreiung der beruflichen Vorsorgeeinrichtungen

In Art. 80 BVG ist die Steuerbefreiung der beruflichen Vorsorgeeinrichtungen geregelt. Dabei gilt das Prinzip der Steuerbefreiung ihrer Einkünfte und Vermögenswerte von den direkten Steuern des Bundes, der Kantone und der Gemeinden, soweit diese ausschliesslich der beruflichen Vorsorge dienen²⁴.

Liegenschaften dürfen mit Grundsteuern, insbesondere Liegenschaftssteuern vom Bruttowert der Liegenschaft, und Handänderungssteuern belastet werden²⁵. Mehrwerte aus der Veräusserung von Liegenschaften können entweder mit der allgemeinen Gewinnsteuer oder mit einer speziellen Grundstücksgewinnsteuer erfasst werden. Bei Fusionen und Aufteilungen von Vorsorgeeinrichtungen dürfen keine Gewinnsteuern erhoben werden²⁶. Für die steuerliche Behandlung von Fusionen, Umwandlungen und Vermögensübertragungen von Vorsorgeeinrichtungen sind auch die Bestimmungen des Fusionsgesetzes²⁷ massgebend.

2.3.7 Buchführung und Rechnungslegung

Die Grundsätze und gesetzlichen Bestimmungen zum Rechnungswesen und zur Rechnungslegung werden im BVV 2 geregelt²⁸. Diese befassen sich mit der Ordnungsmässigkeit, der Bewertung und der Bilanzierung. Dabei wird auf die Fachempfehlung zur Rechnungslegung von Personalvorsorgeeinrichtungen, Swiss GAAP FER 26, verwiesen, die dadurch seit Januar 2005 zur obligatorischen Pflichtnorm wurde. Das bedeutet u.a., dass die Jahresrechnung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (true & fair view) zu vermitteln hat²⁹.

Die Bewertung der Liegenschaften als Vermögensanlagen von Vorsorgeeinrichtungen hat grundsätzlich auf der Basis des Nettoertrages (bzw. des Geldflusses bei der DCF-Methode) und einer risikogerechten Kapitalisierung zu erfolgen³⁰. Gegebenfalls kann auch eine andere begründete und anerkannte Methode der Liegenschaftsbewertung angewendet werden.

²⁴ Art. 80 Abs. 2 BVG.

²⁵ Art. 80 Abs. 3 BVG.

²⁶ Art. 80 Abs. 4 BVG.

²⁷ Art. 88-98 FusG.

²⁸ Art 47, 48, 48a BVV 2.

²⁹ Vgl. Swiss GAAP FER 26.

³⁰ Vgl. hier und in Folge Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 485.

2.3.8 Grundsätze und Vorschriften zur Vermögensanlage

Vermögensallokationen institutioneller Investoren basieren nicht nur auf eigenen Anlage- und Optimierungsentscheidungen, sondern sind von regulatorischen Restriktionen beeinflusst. Für Vorsorgeeinrichtungen gelten die Regelungen der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge BVV 2. Dies im Gegensatz zu den Versicherungen, welche dem Bundesamt für Privatversicherungen (BPV) unterstellt sind.

Grundsätzlich sind die Vorsorgeeinrichtungen in der Wahl ihrer Vermögensanlage frei³¹. Die BVV 2 schreibt allerdings gewisse Rahmenbedingungen vor³². So haben die Pensionskassen u.a. darauf zu achten, dass die Sicherheit und die Risikoverteilung zur Erfüllung der Vorsorgezwecke im Vordergrund stehen, dass aus der Vermögensanlage ein dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechender Ertrag erzielt wird und die Liquidität jederzeit gewährleistet ist. Der Stiftungsrat hat die Ziele und Grundsätze der Durchführung und Überwachung, der auf die eigene Risikofähigkeit abgestimmte Vermögensanlage, nachvollziehbar festzulegen. Somit stehen das Vorsichtsprinzip (prudent man rule) und die Eigenverantwortung des obersten Organs der Vorsorgeeinrichtung im Vordergrund.

Aktuell sind per Januar 2009 die veränderten Anlagevorschriften des BVV 2 in Kraft getreten. Die Übergangsfrist beträgt 2 Jahre. Die Verordnung lässt immer noch eine zusätzliche Erweiterung der Anlagemöglichkeiten zu, sofern diese vom obersten Organ im Anlagereglement vorgesehen und im Anhang der Jahresrechnung schlüssig kommentiert wird. Neu gelten folgende Limiten (siehe Abbildung 2) für die jeweiligen Anlagekategorien.

³¹ Vgl. hier und in Folge BFS, Pensionskassenstatistik 2007, S. 37.

³² Art. 47ff BVV 2.

Anlagelimiten BVV 2	Bisher			Neu		
	Einzellimiten	Kategorienlimite	Anlagen beim Arbeitgeber	Einzellimiten	Kategorienlimite	Anlagen beim Arbeitgeber
	Art. 54	Art. 54 / 55	Art. 57	Art. 54	Art. 55	Art. 57
Forderungen Schuldner mit Sitz in der Schweiz	15%	100%		10% pro Schuldner		
Forderungen Schuldner mit Sitz im Ausland	5%	30%				
Forderungen in Fremdwährung	5%	20%				
Grundpfandtitel, Pfandbriefe		75%		5% pro Immobilie	50%	
Immobilien Schweiz		50%			30%	davon max. 1/3 Ausland
Immobilien Ausland		5%		30% Verkehrswert		
Bezeichnung Immobilien				5% pro Beteiligung		
Aktien Schweiz	10%	30%				
Aktien Ausland	5%	20%				
Alternative Anlagen (nur Kollektivanlagen ohne Nachschusspflicht)					15%	
Nominalwerte		100%				
Sachwerte		70%				
Auslandsschuldner		30%				
Aktien		50%			50%	
Fremdwährungen ohne Währungsicherung		30%			30%	
Ungesicherte Anlagen beim Arbeitgeber			5%			5%
Immobilien die dem Arbeitgeber zu mehr als 50% zu Geschäftszwecken dienen						5%
Total Anzahl zu beachtende Limiten	5	13	1	4	6	2
		19			12	

Abbildung 2: Übersicht BVV 2 Anlagebegrenzungen³³

Bei den Immobilien wurde neben der Einführung einer Einzellimite von max. 5 Prozent pro Immobilie, die Kategorienlimite gesenkt. Neu dürfen maximal 30 Prozent, bezogen auf das Gesamtvermögen, in Immobilien alloziert sein, wobei das Exposure im Ausland höchstens ein Drittel betragen darf. Die Senkung der Immobilienquote betrifft die meisten Vorsorgeeinrichtungen allerdings nicht, auch wenn aktuell mit den Verlusten in anderen Anlagekategorien der Anteil der Immobilien leicht gestiegen sein dürfte³⁴.

Gelockert wurden die regulatorischen Rahmenbedingungen im Bereich der zulässigen Anlagen durch Anpassung von Art. 53c BVV 2³⁵. Investiert werden darf neu in sämtliche Immobilien im Allein- oder Miteigentum, Bauten im Baurecht sowie Bauland.

2.3.9 Gesetzliche Grundlage für kollektive Anlagen

Art. 56 BVV 2 regelt die Anlage in kollektive Anlagen³⁶. Die Vorsorgeeinrichtung kann sich daran beteiligen, wenn Art. 53 BVV 2 beachtet wird. Für die Einhaltung der Begrenzungen nach Art. 54 und 55 BVV 2 sind die in den kollektiven Anlagen enthaltenen direkten Anlagen mit einzurechnen (Art. 56 Abs. 3 BVV 2). Beteiligungen an kollektiven Anlagen, welche diese Voraussetzungen erfüllen, sind den direkten Anlagen gleichgestellt.

³³ Quelle: BSV.

³⁴ Vgl. BSV, Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 109, S. 3.

³⁵ Bis anhin durfte generell in Wohn- und Geschäftshäuser, Stockwerkeigentum, Bauten im Baurecht sowie in Bauland investiert werden. Anlagen in Spezialimmobilien waren ausgeschlossen.

³⁶ Vgl. Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 615.

2.4 Asset Allocation und Immobilienanlagen von Pensionskassen

Das Anlagevermögen der registrierten Vorsorgeeinrichtungen belief sich per Ende 2007 auf CHF 605.5 Mrd. (nicht enthalten sind die Aktiven aus Versicherungsverträgen)³⁷. 70 Prozent der Bilanzsumme entfielen auf privat-rechtliche Vorsorgeeinrichtungen und 30 Prozent auf Einrichtungen öffentlichen Rechts.

Bedeutendste Anlagekategorie blieben mit CHF 224 Mrd. oder einem Bilanzanteil von 37 Prozent die Obligationen. An zweiter Stelle folgten die Aktien mit CHF 168 Mrd. oder einem Bilanzanteil von 27.8 Prozent.

Als dritt wichtigste Anlageform beliefen sich die Immobilien (inkl. Grundstücke) auf insgesamt CHF 87.5 Mrd. oder einem Bilanzanteil von 14.4 Prozent. Davon waren CHF 79.9 Mrd. im schweizerischen Immobilienmarkt direkt oder indirekt über Kollektivanlagen investiert. Das Engagement in ausländische Immobilienmärkte belief sich auf CHF 7.8 Mrd. In Hypotheken waren insgesamt CHF 16.7 Mrd. investiert, was einem Bilanzanteil von 2.7 Prozent entspricht³⁸.

Die Entwicklung der Immobilienanlagen von 2000-2007 ist beachtlich (siehe Abbildung 3). Ende 2007 waren gesamthaft CHF 104.4 Mrd. in Immobilienanlagemöglichkeiten (Immobilien Schweiz und Ausland, Hypotheken) verteilt. Damit wurde erstmals und deutlich die Grenze von CHF 100 Mrd. überschritten.

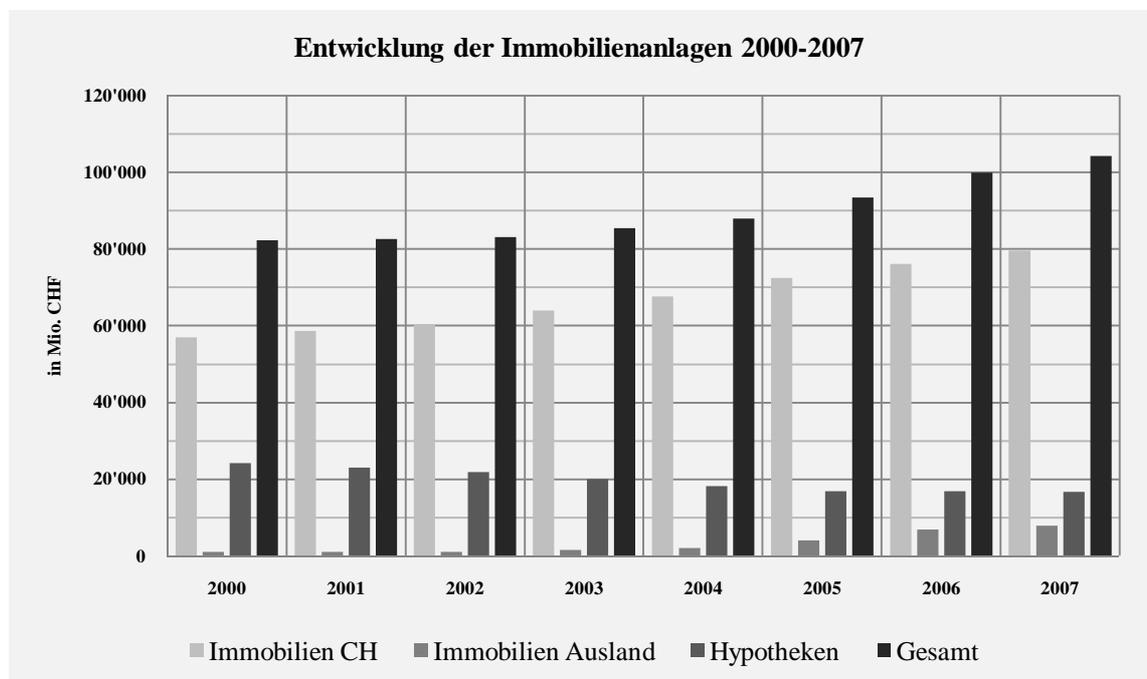


Abbildung 3: Entwicklung der Immobilienanlagen 2000-2007³⁹

³⁷ Vgl. hier und in Folge BFS, Pensionskassenstatistik 2007, S. 14.

³⁸ Vgl. dazu auch Credit Suisse, Schweizer Pensionskassenindex; Lusenti Partner LLC, Swiss Institutional Survey; Swisssanto, Schweizer Pensionskassen 2009.

³⁹ Quelle: BFS; Eigene Darstellung.

Die Investitionen in Schweizer Immobilien haben im Betrachtungszeitraum (2000-2007) um CHF 22.7 Mrd. zugenommen, was einer Steigerungsrate von 39.7 Prozent entspricht, dies bei tendenziell konstant bleibender Allokationsquote. Der Trend zu Auslandsinvestitionen ist auch bei den Immobilienanlagen deutlich bemerkbar. Diese haben mit gegen 700 Prozent das grösste Wachstum erfahren, bleiben aber absolut betrachtet in der Asset Allocation von Pensionskassen von geringer Bedeutung (Bilanzanteil von 1.3 Prozent). Das Volumen der Hypotheken verringert sich jährlich und verliert zunehmend an Bedeutung.

Der langjährige Trend hin zu vermehrtem Einsatz von indirekten Kollektivanlagen ist ungebrochen⁴⁰. In der beruflichen Vorsorge waren per Ende 2007 CHF 224,5 Mrd. über Kollektivgefässe wie Anlagestiftungen, Anlagefonds oder Beteiligungsgesellschaften investiert, was einem Anteil gegenüber dem Gesamtwert der Aktiven von 37,1 Prozent entspricht. Seit Beginn der Betrachtungsperiode hat sich dieser Wert nahezu verdreifacht. Dieser Trend entspricht auch der Entwicklung der kollektiven Immobilienanlagen (siehe Abbildung 4).

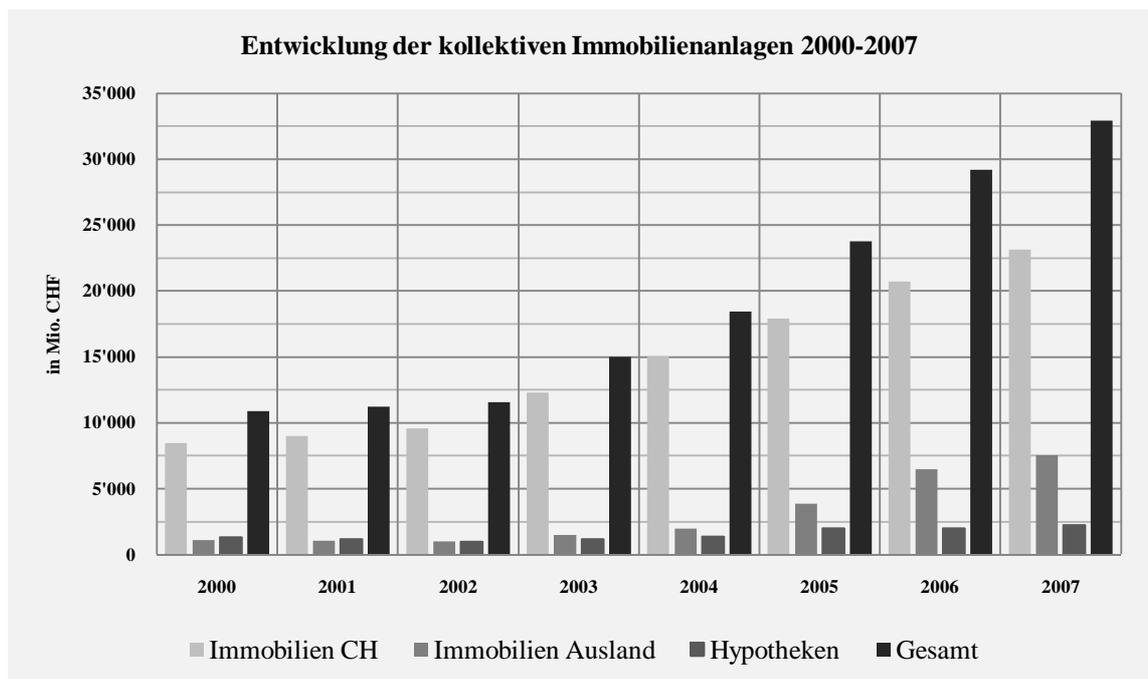


Abbildung 4: Entwicklung der kollektiven Immobilienanlagen 2000-2007⁴¹

Während im Jahr 2000 die kollektiven Immobilienanlagen erst einen Anteil von 14.8 Prozent der schweizerischen Immobilienanlagen ausmachen hat sich der Anteil bis zur letzten Erhebung auf 29 Prozent entwickelt. Absolut betrachtet stieg der Anteil kollektiver Anlagen von CHF 8.4 Mrd. auf CHF 23.1 Mrd. und hat sich damit nahezu

⁴⁰ Vgl. hier und in Folge BFS, Pensionskassenstatistik 2007, S. 14.

⁴¹ Quelle Daten: BFS; Eigene Darstellung.

verdreifacht. Diese Entwicklung ist eindrücklich, stellen doch die direkten Immobilienanlagen *die* traditionelle Immobilienanlageform für Vorsorgeeinrichtungen dar.

In der Anlageform der ausländischen Immobilien lag die Umsetzungsquote von 96.4 Prozent mit kollektiven Anlagen am höchsten. Diese Zunahme folgt damit der Entwicklung der ausländischen Immobilien grundsätzlich.

2.5 Fazit

Als Folge des in der beruflichen Vorsorge gewählten Kapitaldeckungsverfahrens ist das gesamte Vermögen⁴² aller Vorsorgeeinrichtungen sehr gross. Werden die Aktiven aus Versicherungsverträgen, die Freizügigkeitskonti bzw. -policen bei den Banken und den Versicherungsgesellschaften sowie die vergessenen Guthaben bei der Auffang-einrichtung mit einbezogen, wird die Bedeutung der beruflichen Vorsorge für die schweizerische Volkswirtschaft noch offensichtlicher. Die berufliche Vorsorge hat einen vielfältigen Einfluss u.a. auf den Geld- und Kapitalmarkt, auf Investitionen und damit auf das Wirtschaftswachstum aber auch auf den Liegenschafts- und Wohnungsmarkt.

Neben aktuellen Themen über die Finanzierung der Sozialwerke in der Zukunft sowie der Finanzkraft einzelner Vorsorgeeinrichtungen steht die berufliche Vorsorge in einer Konsolidierungsphase. Dies betrifft grundsätzlich den Konzentrationsprozess von Vorsorgeeinrichtungen, aber auch die anhaltende Tendenz zu kollektiven Anlageformen jeglicher Anlageklassen.

⁴² Vgl. dazu auch Kap. 2.4.

3 Die Anlagestiftung

Im Zuge des Ausbaus der beruflichen Vorsorge wurden seit 1970 zahlreiche Stiftungen gegründet, weil die damaligen Anlagefonds aufgrund hoher Kommissionen, fehlender Mitsprache und ungenügender Transparenz die Ansprüche der Pensionskassen nicht zu befriedigen vermochten. Dieses Kapitel erklärt die Stellung von Anlagestiftungen im Umfeld der beruflichen Vorsorge und zeigt eine aktuelle Übersicht der am Markt operativen Anlagestiftungen.

3.1 Ausgewählte Aspekte von Anlagestiftungen

Die Anlagestiftung bezweckt die gemeinsame Anlage und Verwaltung der ihr anvertrauten Vorsorgegelder. Steuerbefreite Einrichtungen der beruflichen Vorsorge privaten oder öffentlichen Rechts mit Sitz in der Schweiz können ihr beitreten und ihre Gelder durch Zeichnung von Anteilen⁴³ von der Stiftung verwalten lassen. Die Anlagestiftung weist zahlreiche Besonderheiten auf, welche nachstehend erläutert werden.

3.1.1 Struktur und rechtliche Grundlagen

Die *Grundstruktur* basiert auf dem Stiftungsrecht⁴⁴, wobei für Stiftungen, welche im Bereich der Personalvorsorge tätig sind, in Art. 89bis ZGB besondere Normen vorgesehen werden. Aus dem Stiftungsrecht stammt auch die besondere Zielsetzung. Neben das eigentliche Stiftungsvermögen tritt jedoch das wirtschaftlich viel bedeutendere „Anlegervermögen“, das im Rahmen der jeweiligen Anlagestrategie möglichst gewinnbringend angelegt werden soll. Zielsetzung ist daher die kollektive Vermögensanlage Dritter, d.h. der angeschlossenen Pensionskassen. Zudem sind Anlagestiftungen aufgrund ihrer Stiftungseigenschaft in das Handelsregister einzutragen.

Die Anlagestiftung ist eine Stiftung gemäss Art. 80 ff. ZGB, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und deren Anlagepolitik und Anlagebeschränkungen sich sinngemäss⁴⁵ nach den einschlägigen Bestimmungen des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 und den

⁴³ Auch „Ansprüche“ genannt.

⁴⁴ Vgl. Art. 80 ff. ZGB.

⁴⁵ „Sinngemäss“ daher, weil die Kategorie- und Schuldnerbegrenzungen der BVV 2 nicht durch die Anlagestiftung, sondern durch deren Investoren, d.h. die Pensionskassen, eingehalten werden müssen, was nicht in die Zuständigkeit der EBK fällt. Die BVV 2 regelt die Anlagepolitik aus der Optik der Pensionskassen und nimmt keine Rücksicht auf die indirekte Anlage, wie sie namentlich mittels Anlagestiftung vorgenommen werden kann.

dazugehörigen Verordnungen richten⁴⁶. Die Anlagestiftung ist im Rahmen der beruflichen Vorsorge nicht ausdrücklich gesetzlich geregelt, gilt allerdings als sog. „kollektive Anlage“ im Sinne von Art. 56 BVV 2⁴⁷.

3.1.2 Aufbau und Organisation

Die meisten Anlagestiftungen werden von Banken oder Versicherungen betrieben und häufig von diesen innerhalb der gleichen Geschäftseinheit geführt wie die Anlagefonds. Die Administration der Teilvermögen ist bereits heute oft an die konzerneigene Fondsleitung delegiert, welche die Vermögen genau gleich wie Anlagefonds administriert.

Die Stiftung hat *Statuten*, einen *Stiftungsrat* und eine *Stiftungsaufsicht*⁴⁸. Über diese Struktur hinaus ist die weitere Ausgestaltung wesentlich komplexer. Eine Vielzahl von Merkmalen der Anlagestiftung sind dem Stiftungsrecht fremd und sind entweder von anderen Rechtsinstituten übernommen worden oder stellen eigenständige Schöpfungen dar. Neben den Statuten existieren regelmässig Reglemente sowie Anlagerichtlinien. Letztere legen die Anlagetätigkeit verbindlich fest.

Im Mittelpunkt steht das gewissermassen „treuhänderisch“ für die Destinatäre der Pensionskassen verwaltete Anlagevermögen. Dieses ist je nach Anlagestrategie in sog. „Anlagegruppen“ („Teilvermögen“) zusammengefasst, welche den Mitstiftern zum Erwerb angeboten werden. Diese als „Ansprüche“ bezeichneten Anteile der Mitstifter können jederzeit zum Marktwert/Nettoinventarwert zurückgegeben werden.

Formelle Basis der *Organisation* bilden die Stiftungsstatuten. Sie legen die Strukturen und das Funktionieren der Anlagestiftung fest. Als Besonderheit und stiftungstypisches Element kennt die Anlagestiftung die Versammlung der Mitstifter, und zwar als höchstes Organ, welchem der Stiftungsrat Rechenschaft schuldig ist. Er kann Ausschüsse und Arbeitsgruppen für die Ausübung der Verwaltungstätigkeit bilden⁴⁹. Regelmässig ist vorgesehen, dass ein Geschäftsführer für die Vermögensverwaltung eingesetzt wird. Die Depots werden bei Banken geführt, welche teilweise auch Aufgaben der Vermögensverwaltung wahrnehmen⁵⁰.

⁴⁶ Vgl. hier und in Folge Helbling, Personalvorsorge und BVG, S. 615 ff; BSV, Anforderungen an Anlagestiftungen, 2009.

⁴⁷ Anlagestiftungen sind selber keine Vorsorgeeinrichtung im Sinne des BVG, sondern *lediglich* ein Anlagevehikel für BVG-Vorsorgeeinrichtungen, die wiederum als Anleger resp. Mitstifter agieren.

⁴⁸ Vgl. Art. 83 f. ZGB.

⁴⁹ Z.B. Anlageausschuss, Liegenschaftskommission.

⁵⁰ Z.B. Einsitz in Anlageausschuss.

3.1.3 Aufsicht

Die Aufsicht berufliche Vorsorge (ABV) des BSV als Aufsichtsbehörde über Anlagestiftungen hat die Aufgabe, dafür zu sorgen, dass das Stiftungsvermögen seinen Zwecken gemäss verwendet wird⁵¹. Dementsprechend hat die ABV für ausreichenden Schutz der Anleger zu sorgen. Dabei wendet es auch einzelne Vorschriften des Anlagefondsgesetzes in analoger Weise auf Anlagestiftungen an⁵². Ausgehend von den gesetzlichen Bestimmungen und der praktischen Umsetzung hat die ABV wesentliche Anforderungen, die an eine Anlagestiftung gestellt werden müssen, zusammengefasst und in einer Publikation veröffentlicht. Diese Vorschriften beziehen sich schweremässig auf Anlagerrechte, Organisation, Information und Transparenz, externe Kontrolle sowie Anlagevorschriften in Einzelfällen.

3.1.4 Exkurs Kollektivanlagegesetz

Das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagegesetz, KAG) wurde am 23. Juni 2006 vom Parlament verabschiedet und per 1. Januar 2007 in Kraft gesetzt und ersetzt das bisherige Anlagefondsgesetz. Grundsätzlich sollten sämtliche Formen der kollektiven Kapitalanlagen, unabhängig von ihrer Rechtsform, dem Gesetz unterstellt und von der gleichen Behörde (Finanzaufsicht, FINMA) beaufsichtigt werden⁵³. Zu Diskussionen haben insbesondere die Unterstellung von Anlagestiftungen und Beteiligungsgesellschaften geführt. Die Anlagestiftungen wurden am Ende dem Anwendungsbereich des KAG entzogen und sind weiterhin der Aufsicht des Bundesamtes für Sozialversicherung (BSV) unterstellt.

3.1.5 KGAST

Unter dem Namen „Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen“ (KGAST) haben sich die Geschäftsführer der bedeutendsten schweizerischen Anlagestiftungen während vieler Jahre in einem eher informellen Rahmen versammelt⁵⁴. Im November 2002 hat sich dieser Kreis als Verein konstituiert. Das neue Rechtskleid unterstützt die Intensivierung der Zusammenarbeit unter den angeschlossenen Anlagestiftungen. Zugleich mit der Umstrukturierung hat die KGAST eine Geschäftsstelle eingerichtet. Sie ist für die KGAST ein wichtiges Instrument zur Erfüllung ihres statuarischen Leistungsauftrages. Die Geschäftsstelle unterstützt den Verein in politischen, rechtlichen und administrativen Fragen. Sie gewährleistet den operativen Betrieb,

⁵¹ Vgl. Art. 84 Abs. 2 ZGB.

⁵² Vgl. hier und in Folge BSV, Anforderungen an Anlagestiftungen, 2009.

⁵³ EFD, Erläuterungsbericht KAG, S. 38 f.

⁵⁴ Vgl. hier und in Folge Kramer, Fachinformation: Die KGAST der Verein für Anlagestiftungen.

koordiniert die Massnahmen zur Wahrnehmung der Vereinsinteressen und ist externer Ansprechpartner der KGAST.

Die KGAST bekennt sich zum Gedankengut der beruflichen Vorsorge auf der Basis des Drei-Säulen-Konzeptes und fördert dessen Umsetzung auf freiheitlicher und dezentraler Grundlage. Sie vertritt die gemeinsamen Interessen der Mitglieder gegenüber Behörden, Verwaltung, Aufsicht und anderen privat- und öffentlich-rechtlichen Institutionen.

Per Ende 2008 sind in der KGAST 25 Anlagestiftungen zusammengeschlossen, welche Vermögenswerte von rund CHF 70 Mrd. verwalten.

3.1.6 KGAST-Immo-Index (Schweiz)

Um der für Pensionskassen wachsenden Bedeutung des Anlagesegementes Immobilien Rechnung zu tragen, wurde durch die KGAST der „KGAST-Immo-Index (Schweiz)“ lanciert⁵⁵. Der KGAST-Immo-Index ermöglicht es Vorsorgeeinrichtungen erstmals, die Rendite ihrer eigenen Immobilien-Anlagen einem Marktvergleich zu unterziehen. Der Index erlaubt weiter einen verbesserten Vergleich von Immobilien-Anlagen mit anderen Anlagesegmenten. Der KGAST-Index ist ein kapitalgewichteter Index für den Total Return von Immobilienanlagestiftungen⁵⁶. Der Index wird von der Firma Watson Wyatt im Auftrag der KGAST berechnet und wird monatlich veröffentlicht.

Der Verlauf des KGAST-Immo-Index zeigt eine sehr geringe Volatilität der Performance. Die durchschnittliche Rendite seit 1998 beträgt 4.6 Prozent⁵⁷. Aktuell liegen die jährlichen Total Returns in einer Bandbreite von 4.3 - 5.2 Prozent⁵⁸ und sind damit mit Direktanlagen vergleichbar (siehe Abbildung 5).

3.1.7 Inventarwert

Der Inventarwert eines Anspruchs bemisst sich nach dem Anlagevermögen am Bewertungstag⁵⁹, geteilt durch die Anzahl der an dieser Anlagegruppe bestehenden Ansprüche. Das Nettovermögen der Anlagegruppe besteht aus dem Gesamtvermögen abzüglich aller Verbindlichkeiten und der geschätzten Liquidationssteuern und -kosten.

Da für Ansprüche an Anlagestiftungen kein Sekundärmarkt und auch kein Handel bestehen, ist der Inventarwert nur von diesen Komponenten abhängig. Der Inventarwert ist somit in direkter Form von den Schwankungen des Immobilienmarktes, insbesondere

⁵⁵ Vgl. hier und in Folge KGAST, Communiqué - Neuer Index „KGAST Immo-Index (Schweiz)“, S. 1.

⁵⁶ Gemessen wird der Erfolg der Wertentwicklung der Anteile der Stiftungen zuzüglich der Ausschüttung.

⁵⁷ Quelle: Datensatz KGAST Immo-Index (Schweiz) per 29.05.2009

⁵⁸ 2004: 4.3 %; 2002: 5.2 %.

⁵⁹ Nettovermögenswert oder Net Asset Value (NAV).

von den Verkehrswerten der Liegenschaften, abhängig und verhält sich deutlich stabiler als öffentliche quotierte Vehikel (siehe Abbildung 5).

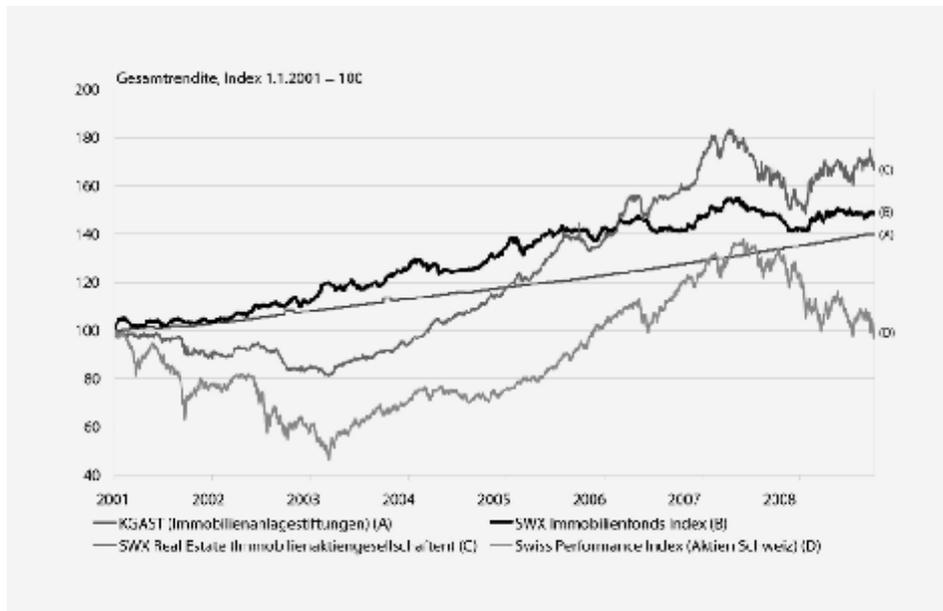


Abbildung 5: Performance von Schweizer Immobilienanlagen 2000-2008⁶⁰

3.1.8 Emission und Rückgabe

Der Erwerb von Ansprüchen erfolgt ausschliesslich durch Emission neuer Ansprüche durch die Stiftung oder durch die direkte Weiterplatzierung von Ansprüchen unter Aufsicht des Stiftungsrates⁶¹. Ein freier Handel von Ansprüchen ist nicht zugelassen. Der Stiftungsrat beschliesst über die Ausgabe von Ansprüchen, die aufgrund einer Erhöhung des Vermögens, wie der Ankauf neuer Liegenschaften oder durch Abbau von Fremdkapital, zum NAV erfolgen. Im Falle eines reglementarisch festgelegten Vorzeichnungsrechtes der bisherigen Anleger, kann der Stiftungsrat, zur Aufnahme neuer Anleger oder im Zusammenhang mit Sacheinlagen, Emissionen unter Ausschluss des Vorzeichnungsrechtes ermöglichen. Der Ausgabepreis entspricht dem Inventarwert je Anspruch am Ende des vorangegangenen Rechnungsjahres, zuzüglich dessen pro Rata-Anteil am laufenden Ertrag und einer Ausgabekommission⁶².

Die aktuelle illiquide Situation des Immobilienmarktes führt dazu, dass die Mehrheit der Immobilien-Anlagestiftungen für Zeichnungen geschlossen sind oder zumindest eine Warteliste führen. Derzeit einziger Zugang zu Anlagestiftungen führt über die Immobilien-Sacheinlage durch Einbringung von Vermögenswerten mit gleichzeitiger Emission von Ansprüchen.

⁶⁰ Quelle: Swiss Funds Association.

⁶¹ Die Weiterplatzierung erfolgt i.d.R. mit reduzierten Transaktionskosten oder kommissionsfrei.

⁶² Vgl. Kapitel 3.1.9.

Die Rückgabe von Ansprüchen erfolgt ausschliesslich durch Rücknahme durch die Stiftung oder durch die vom Stiftungsrat vorgenommene direkte Weiterplatzierung an andere Anleger der Stiftung. Die Anleger können jederzeit die Auszahlung von Ansprüchen innerhalb einer Frist i.d.R. von wenigen Monaten verlangen. Bei Vorliegen besonderer Marktverhältnisse kann der Stiftungsrat die Rücknahme von Ansprüchen für eine längere Dauer aufschieben. Der Rücknahmepreis pro Anspruch entspricht dem Inventarwert pro Anspruch am Ende des vorangegangenen Rechnungsjahres, zuzüglich dessen pro Rata-Anteil am laufenden Ertrag, abzüglich einer Rücknahmekommission⁶³.

3.1.9 Gebühren

Die bereits im vorangehenden Kapitel aufgezeigten Gebühren bei Emission und bei Rückgabe von Anteilen sind die Ausgabe- und Rücknahmekommission. Während diese Beträge je einmalig erhoben und den Anlegern direkt belastet werden, erfolgt eine wiederkehrende, meist monatliche Belastung des Anlagevermögens mit einer Verwaltungskommission (management-fee).

Die Ausgabe- und Rücknahmekommission zulasten des Anlegers dient der Abgeltung des punktuellen Verkaufsvorgangs durch die Anlagestiftung. Sie verringert die Anlage- bzw. die Rückzahlungssumme, schlägt sich aber nicht in der Performance des Vermögens nieder. Die erhobenen Kommissionen werden der entsprechenden Anlagegruppe wieder vollständig gutgeschrieben. Während die Ausgabekommission je nach Anbieter zwischen 0.4 und 5.0 Prozent⁶⁴ betragen kann, variiert die Rücknahmekommission zwischen 0.0 und 2.5 Prozent⁶⁵.

Das Honorar für die Vermögensverwaltung (Verwaltungsgebühr) wird in Form einer Pauschale abgegolten. Diese Pauschale beinhaltet im Wesentlichen die Aufwände für Leitung, Verwaltung („Asset Management“) und Vertrieb. Die Verwaltungskommission beträgt je nach Anlagegefäss und Dienstleister zwischen 0.1 und 0.6 Prozent⁶⁶ des NAV oder der Soll-Netto-Miete.

3.1.10 Bezugsrechte

Für Immobilien-Anlagestiftungen besteht keine aufsichtsrechtliche Vorschrift, wonach den Anlegern bei der Ausgabe neuer Anteile ein Bezugsrecht im Verhältnis ihrer bisherigen Beteiligung zusteht. Daher besteht kein aufsichtsrechtlicher Schutz der bisherigen Anleger vor Verwässerung ihrer Anteile. Immerhin kann im

⁶³ Vgl. Kap. 3.1.9.

⁶⁴ Ausgabekommission: Swisscanto: 0.4 %; Zürich: 5 %.

⁶⁵ Rücknahmekommission: Zürich: 0 %; Assetimmo: 2.5 %.

⁶⁶ Verwaltungskommission: Pensimo: 0.1 % der SNM; CSA Real Estate Switzerland Dynamic: 0.6 %.

Stiftungsreglement ein Bezugsrecht vorgesehen werden. Der Stiftungsrat ist zudem berechtigt, bei der Aufnahme neuer Anleger oder im Zusammenhang mit Sacheinlagen, Anteilsausgaben unter Ausschluss des Bezugsrechts der bisherigen Anleger zu beschliessen⁶⁷.

3.2 Grundsätze und Vorschriften von Immobilien Anlagen

Die Kategorie- und Schuldnerbegrenzungen der BVV 2⁶⁸ ist nicht durch die Anlagestiftung, sondern durch deren Investoren, d.h. durch die Pensionskassen, einzuhalten. Die BVV 2 regelt die Anlagepolitik aus der Optik der Pensionskassen und nimmt keine Rücksicht auf die indirekte Anlage, wie sie durch die Anlagestiftung vorgenommen werden kann.

Das BSV hat in den Anforderungen an Anlagestiftungen folgende wesentliche Grundsätze zu Immobilien-Anlagegruppen oder Immobilienanlagestiftungen festgelegt⁶⁹:

Schätzungsexperten, Schätzung

Für die Bewertung der Vermögenswerte des Stammvermögens bzw. der einzelnen Anlagegruppen sowie für die Bewertung von Immobilientransaktionen haben Anlagestiftungen einen unabhängigen Schätzungsexperten zu beauftragen. Die Identität der Schätzungsexperten ist im Geschäftsbericht zu veröffentlichen.

Die Bewertung der Aktiven erfolgt gemäss Artikel 48 BVV 2 i.V.m. Swiss GAAP FER 26 grundsätzlich zu „aktuellen Werten“ (Swiss GAAP FER 26 Ziffer 3)⁷⁰. Die Verkehrswerte von Grundstücken sind einmal jährlich durch den Schätzungsexperten zu ermitteln. Die Besichtigung einer Immobilie durch einen der Schätzungsexperten muss mindestens alle drei Jahre erfolgen. Die Bewertungsergebnisse können für den Rechnungsabschluss übernommen werden, sofern keine ersichtlichen wesentlichen Änderungen seit der Schätzung eingetreten sind. Übernimmt die Anlagestiftung den Schätzungswert nicht unverändert in die Jahresrechnung, so hat sie dies gegenüber der Revisionsstelle zu begründen.

Die Aufwertung von Bauland und angefangenen Bauten durch Bauzinsen zum marktüblichen Zins zugunsten der Erfolgsrechnung sind erlaubt. Dabei dürfen die

⁶⁷ Vgl. Linder/Lamprecht, Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels Immobiliensacheinlage, S. 5.

⁶⁸ Vgl. dazu Kap. 2.3.8.

⁶⁹ Vgl. dazu BSV, Anforderungen an Anlagestiftungen, S. 31.

⁷⁰ Vgl. dazu Kap. 2.3.7.

Anlagekosten des betreffenden Objektes den geschätzten Verkehrswert nicht übersteigen.

Immobilientransaktionen die von den Bewertungsergebnissen des Schätzungsexperten abweichen sind der Revisionsstelle gegenüber zu begründen.

Diversifikation

In Bezug auf die Diversifikation haben Anlagestiftungen ihre Anlagen auf mindestens 10 Grundstücke⁷¹ und insbesondere nach Objekten, Alter und Lage zu verteilen. Der Verkehrswert eines Grundstückes darf nicht mehr als 25 Prozent des Anlagevermögens betragen.

Bauland

Bauland (inkl. Abbruchobjekte), angefangene Bauten und mit Baurechten belastete Grundstücke dürfen zusammen höchstens 10 Prozent des Fondsvermögens ausmachen. Unbebaute Grundstücke einer Immobiliengruppe müssen erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sein.

Kreditaufnahme/Hypotheken

Um der Sicherheit zu genügen, ist deshalb eine vorsichtige Kreditaufnahme tolerierbar, jedoch grundsätzlich zu limitieren. Die Belastung darf im Durchschnitt aller Grundstücke 40 Prozent des Verkehrswertes nicht überschreiten.

Zulässige Anlagen

Die zulässigen Anlagen richten sich gemäss Art. 53c BVV 2. Dabei dürfen Immobilienanlagestiftungen und Immobilien-Anlagegruppen in sämtliche Immobilien im Allein- oder Miteigentum, in Bauten im Baurecht sowie in Bauland investieren.

3.3 Immobilienanlagen von Anlagestiftungen

Per Ende 2008 waren in der Schweiz rund 30 Anlagestiftungen mit einem verwalteten Vermögen von CHF 71 Mrd. aktiv. Dies sind bereits über 10 Prozent der verwalteten Gelder der Vorsorgeeinrichtungen der Zweiten Säule. Dadurch sind Anlagestiftungen bedeutende Partner der Vorsorgeeinrichtungen. 17 Anlagestiftungen mit insgesamt 35 Anlagegruppen sind in Immobilien investiert. Das gesamte für Anleger relevante

⁷¹ Gemäss Definition der „Anforderungen an Anlagestiftungen“ gelten dabei als ein Grundstück auch aneinandergrenzende Parzellen sowie Siedlungen.

Nettovermögen dieser Immobilienexposures beträgt rund CHF 20.0 Mrd.⁷² Obwohl der Markt der Immobilien-Anlagestiftungen und auch deren Produkte in Form von Anlagegruppen überschaubar ist und als Investoren einzig steuerbefreite Schweizer Vorsorgeeinrichtungen in Frage kommen, unterscheiden sich diese u.a. durch unterschiedliche Herkunft, Geschäftsmodelle und Immobilienanlagen. Die nachfolgenden Cluster zeigen eine aktuelle Marktübersicht der Anlagestiftungen und deren Sondervermögen auf.

3.3.1 Cluster Immobilienanlagestiftungen

9 Anlagestiftungen (AFIAA, ASSETIMMO, FIDIP, HIG, Hypotheka, Imoka, Pensimo, Testina, Turidomus) mit insgesamt 12 Immobilienanlagegruppen werden den *monothematischen Immobilienanlagestiftungen* zugeordnet. Das Nettovermögen der Immobilienanlagen beträgt per Ende 2008 rund CHF 7.0 Mrd.

6 Anlagestiftungen (Credit Suisse, Swisscanto, Swisscanto Avant, UBS, UBS 2, Zürich) mit insgesamt 15 Immobilienanlagegruppen gehören *Finanzdienstleistern*⁷³ an. Das Nettovermögen der Immobilienanlagen beträgt rund CHF 10.8 Mrd. Somit vertreten diese 4 Finanzdienstleister rund die Hälfte des investierbaren Vermögens.

2 Anlagestiftungen (Avadis, IST) mit insgesamt 8 Immobilienanlagegruppen sind *unabhängige Institutionen für die Verwaltung von Vorsorgegeldern* und werden weder den monothematischen Anlagestiftungen noch den Finanzdienstleistern zugeordnet. Das Nettovermögen der Immobilienanlagen beträgt rund CHF 2.2 Mrd. Analog wie bei den Finanzdienstleistern sind Immobilien eine Anlagegruppe innerhalb der Anlagestiftung, die ausserdem und vorwiegend Finanzanlagen anbietet.

3.3.2 Cluster Immobilienmarkt

Das gesamte investierbare Vermögen ist auf 35 Anlagegruppen verteilt, deren Vermögen sich in Direktanlagen, Indirekten Anlagen und Hypotheken im Schweizer Markt sowie Indirekte und Direkte Anlagen in ausländischen Märkten alloziert (siehe Abbildung 6).

⁷² Siehe Anhang: Anlagestiftungen mit Immobilienvermögen.

⁷³ Banken und Versicherungen.

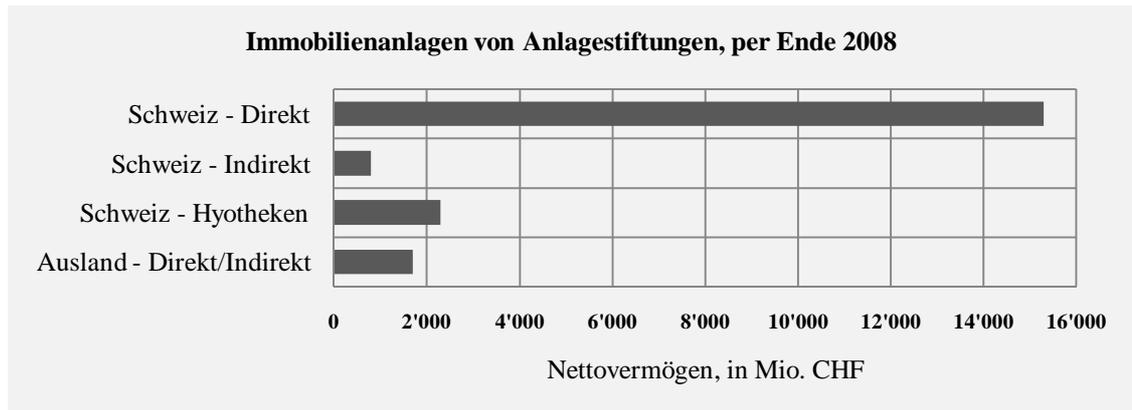


Abbildung 6: Immobilienanlagen von Anlagestiftungen, per Ende 2008⁷⁴

17 Anlagegruppen mit einem Nettovermögen von CHF 15.2 Mrd. sind in Schweizer Direktanlagen investiert. Bei den Anlagegruppen wird vorwiegend nach Wohn-, Geschäfts- oder Mischvermögen aus Wohn- und Geschäftsliegenschaften unterschieden. Die Vehikelgrösse variiert beachtlich (siehe Abbildung 7) und reicht von CHF 3'167.5 Mio. (Swisscanto, Immobilien Schweiz) bis zu CHF 148.6 Mio. (FIDIP).

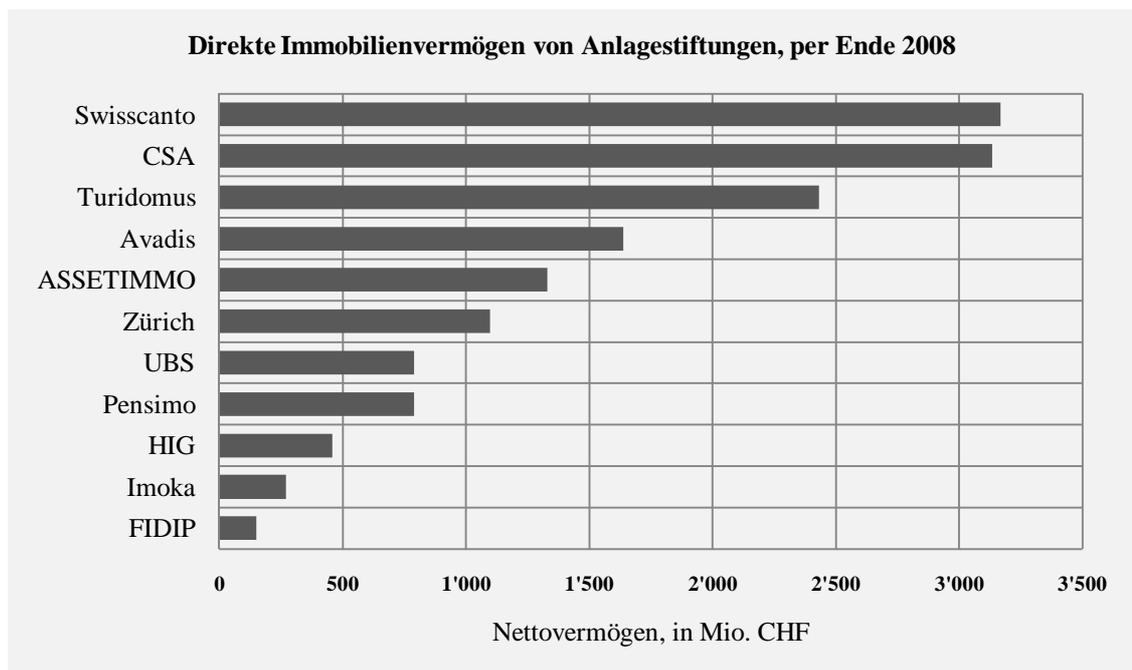


Abbildung 7: Direkte Immobilienvermögen von Anlagestiftungen, per Ende 2008⁷⁵

5 Anlagegruppen mit einem Nettovermögen von CHF 784 Mio. sind in indirekte Schweizer Immobilienanlagen investiert. Diese Sondervermögen beteiligen sich an Immobilienfonds, Immobilien-Aktiengesellschaften und auch an Immobilien-Anlagestiftungen. Der geringe Marktanteil von lediglich 4 Prozent entspricht der

⁷⁴ Quelle: Geschäftsberichte; Eigene Darstellung.

⁷⁵ Quelle: Geschäftsberichte; Eigene Darstellung.

fehlenden Nachfrage nach diesen Produkten, die zwar eine verbesserte Diversifikation innerhalb der indirekten Anlagen ermöglichen jedoch aufgrund der Kostenstruktur teurer als die unmittelbare Anlage in diese Produkte sind.

2 Anlagegruppen mit einem Nettovermögen von CHF 2'271 Mio. sind in Schweizer Hypotheken investiert. Diese Sondervermögen tätigen Anlagen in Hypothekendarlehen auf inländischen Immobilien.

11 Anlagegruppen mit einem Nettovermögen von CHF 1'709 Mio. sind in ausländische Immobilienanlagen investiert. Lediglich ein Sondervermögen⁷⁶ investiert dabei neben der indirekten Form auch in ausländische Direktanlagen. Die Lancierung von 7 Sondervermögen in den letzten 5 Jahren und das damit verbundene Wachstum bestätigen den Trend seitens Pensionskassen zu ausländischen Anlagen.

3.3.3 Räumliche Verteilung

Bei der Asset-Allocation von Anlagestiftungen können gewisse räumliche Schwerpunkte ausgemacht werden. So befinden sich heute rund 25 Prozent der rund 1200 Liegenschaften allein im Kanton Zürich⁷⁷. Da jedoch Anlagestiftungen in den letzten Jahren in erster Linie durch Sacheinlagen von Pensionskassen gewachsen sind, zeigt sich eine Abhängigkeit der räumlichen Verteilung der Immobilien zur Wachstumsstrategie. Die dabei entstehenden räumlichen Schwerpunkte sind weniger als Folge der strategisch festgelegten Standortpräferenzen zu interpretieren, sondern als Folge der typischerweise räumlich stark konzentrierten Immobilienbestände der Pensionskassen, die ihre Liegenschaften in die Anlagestiftungen eingebracht haben.

⁷⁶ AFIAA - Anlagestiftung für Immobilienanlagen im Ausland.

⁷⁷ Vgl. Wüest & Partner, Immo-Monitoring 2008-1, S. 58-59.

4 Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Immobilien

In diesem Kapitel werden Investitionsmöglichkeiten in Immobilien genauer betrachtet. Dabei werden die Anlageklasse Immobilien sowie die Anlagemöglichkeiten in Immobilien in allgemeiner Form am Vier-Quadranten-Modell der Immobilienwirtschaft erklärt. Die folgenden Abschnitte beschreiben die Anlagemöglichkeiten für Vorsorgeeinrichtungen im Schweizer Immobilienmarkt und erklären diesen quantitativ.

4.1 Die Anlageklasse Immobilien

Die Anlageklasse Immobilien weist gegenüber alternativen Anlagen einige Besonderheiten auf⁷⁸.

Als Hauptgründe für die Investition in Immobilien sind der dauerhafte Inflationsschutz in Form der Sachwertanlage, die Diversifikationsmöglichkeiten (Risikoausgleich), die kontrollierbaren und regelmässigen Erträge, die Ausnutzung von Leverage-Effekten und allfällige Steuervorteile zu nennen. Speziell erwähnenswert sind die Diversifikationseffekte, welche aufgrund der Immobilieneigenschaften Heterogenität, unterschiedliche Renditeentwicklungen und Risikoverteilungen sowohl innerhalb der Anlageklasse Immobilien als auch im Vergleich mit anderen Vermögenswerten ermöglichen.

Nachteile bei Immobilieninvestitionen sind insbesondere die Standortgebundenheit, die relativ geringe Nutzungsflexibilität und die Komplexität des Lebenszyklus. Im Weiteren sind die eingeschränkte Handelbarkeit, die schwierige Bewert- und Vergleichbarkeit, die beschränkte Teilbarkeit und die hohen Erwerbs- und Bewirtschaftungskosten zu nennen. Speziell zu erwähnen ist der Boden, welcher einzigartig, nicht substituierbar und untrennbar mit der Immobilie verbunden ist. Als unvorteilhaft erweisen sich auch zeitliche Aspekte im Zusammenhang mit Immobilien, wie die langen Entwicklungsprozesse und die relativ geringe Anpassungselastizität.

4.2 Anlagemöglichkeiten in Immobilien

Immobilien konkurrieren auf Investmentebene mit allen möglichen Asset-Klassen⁷⁹. Obwohl Immobilieninvestments bezüglich Austauschbarkeit und Transparenz im Vergleich zu an der Börse gehandelten Anlagen mit Nachteilen behaftet sind, werden gerade diese Eigenschaften zu Diversifikationszwecken in Multi-Asset-Portfolios geschätzt und für den Rendite-Risiko-Ausgleich genutzt. Bei Investitionsvorhaben gilt

⁷⁸ Vgl. hier und in Folge Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 8 ff.

⁷⁹ Vgl. hier und in Folge Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 4 ff.

es, die verschiedenen Parameter im Auge zu behalten und gegeneinander abzuwägen. Dabei werden die drei Variablen mit der grössten Relevanz im Investitionsmodell, Rendite-Risiko-Liquidität, zueinander in Beziehung gebracht. Die wichtigste Erfolgsgrösse ist die Rendite, welche jedoch im Gleichgewicht mit den Nebenbedingungen Risiko und Liquidität stehen muss. Wellner spricht in diesem Zusammenhang vom magischen Dreieck der Investorenziele, weil sich die drei Ziele nicht unabhängig voneinander realisieren lassen. Der Faktor Zeit als vierte Dimension ist gerade im Hinblick auf ein Engagement in der Asset-Klasse Immobilien wegen ihrer spezifischen Eigenschaften von grosser Bedeutung. Gemessen an den Möglichkeiten im Handel mit Aktien, Anleihen, Geldmarktanleihen, Derivaten und dergleichen ergeben sich bei Immobiliendirektanlagen zum Beispiel bezüglich Handelbarkeit und Entwicklungszyklen Sachzwänge, die eine Berücksichtigung der Anlagehorizonte und somit des Zeitverlaufes zwingend erscheinen lassen. Immobilien werden wegen ihren nicht mit Börsenanlagen korrelierenden Eigenschaften geschätzt.

Die verschiedenen Asset-Arten des Immobilienanlageuniversums werden anhand des „Vier-Quadranten-Modell“ strukturiert und nachfolgend erklärt (siehe Abbildung 8). Dabei werden die immobilienbezogenen Investitionsmöglichkeiten in vier Asset-Arten aufgeteilt. Als Ordnungskriterien dienen im Modell die Finanzierungsstruktur (Fremdkapital/Debt gegenüber Eigenkapital/Equity) und die Börsennotierungen (Börsennotiert/Public gegenüber nicht-Börsennotiert/Privat).

	Private (Privat)	Public (Öffentlich)
Equity (Eigenkapital)	Real Estate Private Equity: Direkte Immobilienanlagen - Direktbesitz von Immobilien Indirekte Immobilienanlagen - Fonds, nicht kotiert - Anlagestiftungen	Public Real Estate Equity: Indirekte Immobilienanlagen - REOCs: Real Estate Operating Companies - Immobilien AGs - REITs - Real Estate Investment Trusts - Fonds, kotiert
Debt (Fremdkapital)	Private Real Estate Debt: Indirekte Immobilienanlagen - Hypotheken - Mezzanine-Darlehen	Public Real Estate Debt: Indirekte Immobilienanlagen - MBS Mortgage-backed Securities (Verbriefte Hypothekenbesicherte Forderungen) - Covered Bonds (Pfandbriefe u. hypothekarisch besicherte Anleihen) - Unternehmensanleihen von REITs und REOCs

Abbildung 8: Vier-Quadranten-Modell der Immobilienwirtschaft⁸⁰

Um *Immobilienanlagen mit Eigenkapital-Charakter* handelt es sich, wenn sich der Investor durch eine Eigenkapitalanlage an einem Immobilienvermögen beteiligt und die

⁸⁰ Quelle: Kaluscha; Eigene Darstellung.

Rendite auf diesem Kapitaleinsatz von der Ertragskraft und dem Wertsteigerungspotential der jeweiligen Immobilien abhängt⁸¹. Bei Immobilienanlagen mit Eigenkapitalcharakter wird neben börsengehandelten oder nicht börsengehandelten Anlagen auch nach der direkten oder indirekten Anlageform unterschieden. Den Anlagemöglichkeiten mit Eigenkapitalcharakter werden direkt gehaltene Liegenschaften, offene und geschlossene Immobilienfonds, Real Estate Investment Trust (REIT⁸²) sowie kotierte Immobilien-Aktiengesellschaften resp. Immobilien-Betreiberesellschaften (REOC⁸³) zugeordnet. Obwohl die schweizerische Immobilien-Anlagestiftungen in der Theorie des Vier-Quadranten-Modells keine Berücksichtigung findet, gehören diese zu den nicht-börsengehandelten Immobilienanlagen mit Eigenkapital-Charakter.

Neben der Eigenkapitalinvestition besteht die Möglichkeit, *Immobilienanlagen mit Fremdkapitaleinsatz* zu tätigen. Im Unterschied zu einer Eigenkapitalbeteiligung ist die Höhe der Entlohnung beim Fremdkapitaleinsatz somit unabhängig vom Einkommen des Projektes, und das Risiko durch die Gläubigerstellung des Fremdkapitalgebers beschränkt⁸⁴. Typischerweise handelt es sich um die Bereitstellung von Finanzierungsmitteln für Investitionen in Immobilien. Die gebräuchlichste Art der Fremdfinanzierung stellt der Hypothekarkredit dar. Weitere Anlagemöglichkeiten mit Fremdkapitalcharakter sind Mezzanine- und Joint-Venture-Finanzierungen, Covered Bonds sowie neuartige Kreditfinanzierungen in der Form von Mortgage Backed Securities (MBS⁸⁵) und von REITs und REOCs öffentlich emittierte Unternehmensanleihen.

In Europa dominieren im Gegensatz zum angelsächsischen Raum die Investitionen auf der Eigenkapitalseite. Private Equity Produkte und Direktanlagen korrelieren nicht mit

⁸¹ Vgl. Jandura, Immobilien im Mixed-Asset Portfolio, S. 8.

⁸² Ein **Real Estate Investment Trust** (REIT) ist ein Unternehmen oder ein Trust, der das Anlagevermögen für den Kauf und die Verwaltung von Renditeliegenschaften verwendet. REITs werden ebenso wie Aktien an den massgeblichen Börsen gehandelt. Sie sind vergleichbar mit den europäischen Immobilienfonds. Das wichtigste Merkmal ist die steuerliche Befreiung auf Gesellschaftsebene von Erträgen und Kapitalgewinnen auf bestimmten Immobilienaktivitäten. Im Gegenzug zu den steuerlichen Erleichterungen müssen die REITs hohe Dividendenzahlungen leisten. Die Gewinnausschüttungen liegen dabei zwischen 85-100 %. Vgl. dazu UBS, UBS research focus, S. 38 ff.

⁸³ Eine **Real Estate Operating Company** (REOC) ist ein börsennotiertes Unternehmen das in Immobilien investiert, deren Kerngeschäft jedoch das Betreiben der Immobilien ist (z.B. Hotels, Developer). Die Besteuerung von REOCs erfolgt auf Gesellschaftsebene. REOCs reinvestieren einen Grossteil ihre Erträge, anstelle diese als Dividende an die Anteilhaber auszubezahlen. Vgl. dazu Thomas, Management indirekter Immobilien-Anlagen, S. 35.

⁸⁴ Vgl. Jandura, Immobilien im Mixed-Asset Portfolio, S. 18.

⁸⁵ **Mortgage Backed Securities** (MBS) sind eine aus den USA stammende Form der Verbriefung von Fremdkapital, bei welcher eine Bank die von ihr ausgegebenen Hypothekarkredite an ein Special Purpose Vehikel (SPV) verkauft. Das SPV verkauft anschliessend die als MBS verbrieften Hypotheken am Kapitalmarkt. Bei dieser Refinanzierung ist somit neu das SPV resp. der Investor Kreditgeber der Hypotheken. Vgl. dazu Aberer, Securitization, S. 2 ff.

Aktien und Bonds. Dies im Gegensatz zu den indirekten Vehikeln, die alle Korrelationen zu bestimmten traditionellen Anlagen aufweisen.

4.3 Anlagemöglichkeiten für Vorsorgeeinrichtungen

In der Schweiz dominiert für institutionelle Investoren nach wie vor die Form der direkten Immobilienanlage. Aufgrund der steigenden Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen stehen diese aber vermehrt im Fokus der Investoren und neue Anlagegefässe⁸⁶ werden das Marktangebot erweitern. Die Grundlage hierfür wurde durch die Einführung des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen bereits gelegt. Den institutionellen Investoren stehen in der Schweiz im Wesentlichen, nebst den direkten Immobilienanlagen, drei Möglichkeiten für Immobilieninvestitionen mit Eigenkapitalcharakter zur Verfügung. Es sind dies:

- Immobilien-Aktiengesellschaften von kotierten Anlagegefässen
- Immobilien-Anlagefonds im Rahmen von nicht-kotierten oder kotierten Anlagegefässen
- Immobilien-Anlagestiftungen von nicht-kotierten Anlagegefässen

Deren Gesamtanlagevolumen beträgt per Ende 2008 rund CHF 54 Mrd.

4.3.1 Immobilien-Aktiengesellschaften

Immobilien-Aktiengesellschaften sind Unternehmen, deren Geschäftsfeld die Vermietung, Entwicklung, Finanzierung, Realisierung oder Vermarktung von einer oder mehreren Immobilien ist. Die Aktivitäten und auch die damit verbundenen Risiken können von Unternehmen zu Unternehmen variieren. Es handelt sich dabei um Gesellschaften, deren Erträge mindestens zu zwei Dritteln aus Immobilienaktivitäten stammen und bei denen zwei Drittel der Bruttoaktivität direkte oder indirekte Immobilienanlagen sind. Die Anteile von Immobilien-Aktiengesellschaften werden an der Börse gehandelt. Die Bewertung der Aktie beruht auf dem „net asset value“ (NAV) pro Aktie, zuzüglich einer Prämie oder eines Discounts⁸⁷. Der Investmentstil variiert von Core+ bis Value Added und Opportunistic.

⁸⁶ Neue Vehikelformen sind: SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable), SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe) und Kommanditgesellschaften.

⁸⁷ **Prämie** ist der Zuschlag gegenüber dem Nennwert des Wertpapiers, **Discount** ist der Abschlag. Per Ende Dezember 2008 verzeichneten die Immobilien-Aktiengesellschaften in der Schweiz eine durchschnittliche Prämie von -13.5 %. Vgl. Credit Suisse, Swiss Issues Immobilien 2009, S. 58.

4.3.2 Immobilienfonds

Immobilienfonds können in offene und geschlossene Fonds aufgeteilt werden. Immobilienfonds sind kollektive Kapitalanlagen, die ihre Mittel in Immobilienwerten anlegen und dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen unterstehen. An Vorsorgeeinrichtungen richten sich insbesondere Immobilienfonds mit beschränktem Anlegerkreis (z.B. nur für Pensionskassen). Die Anteile von Immobilienfonds werden an der Börse gehandelt. Die Bewertung der Anteile beruht auf dem „net asset value“ (NAV) pro Aktie, zuzüglich eines Agios oder eines Disagios⁸⁸. Der Investmentstil variiert von Core+ bis Value Added.

4.3.3 Immobilien-Anlagestiftungen

Anlagestiftungen bilden in der Schweiz eine der wenigen nicht kotierten Anlagevehikel. Die Beteiligungsrechte von Anlagestiftungen werden daher nicht an der Börse gehandelt. Als Veräusserungsmöglichkeit besteht das Rückgaberecht zum Inventarwert. Dies führt zu zwei wesentlichen Auswirkungen, welche das Anlageprofil von Anlagestiftungen charakterisieren.

Einerseits widerspiegelt der Wert der Beteiligungsrechte (Nettoinventarwert NAV) den Marktwert der Liegenschaften abzüglich des angesetzten Fremdkapitals. Der Wert der Beteiligungen folgt somit direkt den Schwankungen des Immobilienmarktes. Somit ist die Beteiligung an Immobilien-Anlagestiftungen mit Immobilien-Direktanlagen vergleichbar. Dies im Gegensatz zu Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften, welche mit Auf- und Abschlägen gehandelt werden. Andererseits besteht kein Sekundärmarkt. Emissionen und Rückgaben von Beteiligungsrechten erfolgen zum Nettoinventarwert unter der Aufsicht der Anlagestiftungen.

Der Investmentstil variiert von Core bis Core+.

4.3.4 Direkte Immobilienanlagen

In der Schweiz stellt die direkte Immobilienanlage die klassische und weit verbreitete Form der Investition in Immobilien dar⁸⁹.

Voraussetzung der direkten Immobilienanlage ist das Eigentum der Liegenschaften. Die Anlagen sind per Definition nicht standardisiert und charakterisieren sich durch eine hohe Heterogenität. Jede Liegenschaft ist somit weitgehend ein Unikat. Die

⁸⁸ **Agio** ist der Zuschlag gegenüber dem Nennwert des Wertpapierses, **Disagio** ist der Abschlag. Per Ende Dezember 2008 lag der gewichtete Mittelwert der Agios der grössten Schweizer Immobilienfonds bei 5 %. Vgl. Credit Suisse, Swiss Issues Immobilien 2009, S. 57.

⁸⁹ Vgl. hier und in Folge Guerra, Abwicklung von Asset-Swap-Transaktionen in der Schweiz, S. 21-22.

Spezifikationen einer direkten Immobilienanlage werden daher u.a. durch die geografische Lage (Makro- und Mikrostandort), Nutzungsarten (Wohnen, Büro, Retail, Infrastruktur, Spezialliegenschaften etc.), Alter und Zustand ausgedrückt. Die Investitionsvielfalt kennt keine definierte Grenze, ist aber im Rahmen der institutionellen Investoren und insbesondere von Pensionskassen in der Regel auf risikoaverse Investments im Bereich von Wohn- und Geschäftsliegenschaften beschränkt.

Gegenüber anderen Anlagen unterscheiden sich direkte Immobilienanlagen durch gewisse Charakteristika. Relevanz für ein Immobilienanlageengagement von institutionellen Investoren sind u.a.

- die Immobilität der Güter, welche zu einer zentralen Rolle der Lage führt
- die hohen Transaktionskosten
- Marktintransparenzen, welche zu einem grossen Aufwand für die Informationsbeschaffung führen. Immobilienspezifische und lokale Marktkenntnisse werden mit der Immobilieninvestition gefördert
- Unteilbarkeit der Güter und dadurch grosse Anlagevolumen

Die Rendite setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: Die Cashflow-Rendite, welche die ordentlichen Mieterträge abzüglich Kosten darstellt, und die Wertänderungsrendite, welche sich von der Wertentwicklung der Immobilien ergibt. Diese zwei Komponenten bilden den Total Return (Gesamtrendite) und sind sehr stark von den Spezifikationen der Immobilienanlage abhängig. Die Entwicklung der Rendite im Zeitablauf wird von den Eigenschaften der Liegenschaft, dem Management, den Einflüssen des Immobilienmarktes und der Gesamtwirtschaft beeinflusst. Die Renditeermittlung von Liegenschaften erfolgt auf der Basis der Marktwerte. Die in der Praxis etablierte und von Spezialisten angewendete Bewertungsmethode für die Ermittlung von Renditeobjekten sind Ertragswertmethoden und insbesondere die Discount-Cashflow-Methode.

Wie für Erträge, können auch für Risiken zwei Kategorien klassifiziert werden: Risiken der Nettoerträge und Risiken der Marktwertänderungen. Unter Risiken der Nettoerträge fallen objektspezifische (Mieteinnahmen, Betriebs- und Investitionsausgaben, etc.) sowie Management bedingte Faktoren. Unter Marktwertänderungsrisiken fallen hingegen Veränderungen im Makro-, Mikrostandort und Immobilienmarkt.

4.4 Das Schweizer Immobilienvermögen

Das Schweizer Immobilienvermögen wird auf rund CHF 1'890 Mrd. geschätzt⁹⁰. Hiervon beträgt das investierbare Volumen für institutionelle Investoren rund CHF 1'170 Mrd. Lediglich CHF 154 Mrd. oder 8.2 Prozent befinden sich im Besitz von institutionellen Investoren. Der Schweizer Immobilienbestand liegt somit überwiegend in Privat- und Firmenvermögen (siehe Abbildung 9) und ist für institutionelle Investoren ausreichend gross und diversifiziert.

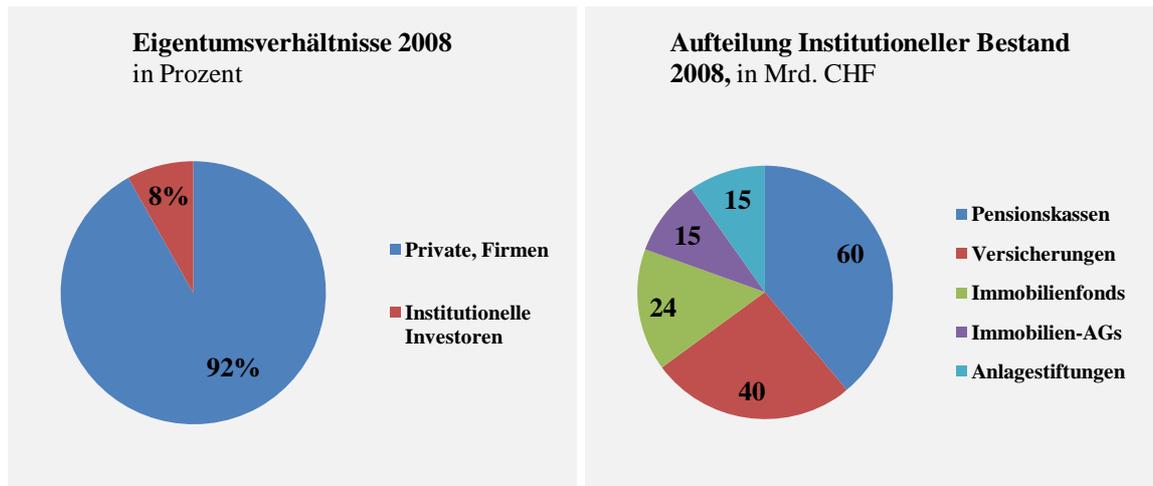


Abbildung 9: Eigentumsverhältnisse, Aufteilung institutioneller Bestand, per Ende 2008⁹¹

Trotz permanentem Anlagedruck konnten Immobilien-Aktiengesellschaften und Immobilienfonds in den vergangenen Jahren nur ein schwaches Wachstum vorweisen. Demgegenüber waren die Immobilien-Anlagestiftungen in den letzten Jahren vom Wachstum beflügelt⁹². Der bilanzierte Wert der Liegenschaften hat sich seit dem Jahr 2000 vervierfacht – auf einen Anlagewert von über CHF 15 Mrd. im Jahr 2008.

⁹⁰ Vgl. hier und in Folge Wüst & Partner, Immo-Monitoring 2008-1, S. 54; SFA, SFA-Medienanlass, S. 13 ff.

⁹¹ Quelle: Swiss Fund Association; Wüst & Partner; Eigene Darstellung.

⁹² Vgl. dazu Kap. 3.

5 Transformation von direkt zu indirekt

Indirekte Immobilienvehikel erfreuen sich in der Schweiz und auch in Europa einer steigenden Nachfrage durch institutionelle Investoren. Diesem ungebrochenen Trend folgend, möchte eine Vielzahl von institutionellen Anlegern den Anteil des direkt gehaltenen Immobilieneigentums zu Gunsten von indirekten Anlageformen senken. Dieses Kapitel zeigt die wichtigsten Gründe der Vermögensumschichtung auf und erklärt die Transformationsmöglichkeiten von der direkten zur indirekten Eigentumsform.

5.1 Gründe der Vermögensumschichtung

5.1.1 Diversifikation

Die Moderne Portfolio Theorie (MPT) von Harry M. Markowitz stellt den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite in den Mittelpunkt⁹³. Ziel eines jeden Anlegers ist es, eine hohe Rendite bei möglichst geringem Risiko zu erlangen. Gemäss der MPT kann eine Risikosenkung durch Risikostreuung nur erreicht werden, wenn sich die verschiedenen Anlageklassen möglichst unabhängig voneinander entwickeln. Damit stellt die Diversifikation ein wesentliches Element in der Rendite/Risiko-Optimierung einer Anlage dar. Der Begriff beschreibt die Streuung der Bestandteile eines Portfolios hinsichtlich der Art der gehaltenen Positionen und der Unterschiedlichkeit von Schuldnern.

Bei Immobilien bestehen die Einzelanlagen aus Liegenschaften, welche unterschiedliche Merkmale aufweisen. Dabei entstehen verschiedene Diversifikationsmöglichkeiten, die in drei Gruppen zusammengefasst werden können:

- Diversifikation nach Standorten (geografische Diversifikation), auf internationaler, nationaler, regionaler, und lokaler Ebene.
- Diversifikation nach Nutzungsarten, in Wohnen, Büro, Handel, Industrie, Bauland, etc.
- Diversifikation nach Objekteigenschaften, wie Alter, Zustand, Grösse, Wert, Standard, etc.

In Anwendung der Erkenntnisse aus der Portfoliotheorie versucht man durch Streuung (nach Standorten und Nutzungsarten) auf verschiedene Anlageobjekte (Objekteigenschaften) das Risiko zu minimieren.

⁹³ Vgl. dazu Geltner/Miller/Clayton/Eichholtz, Commercial Real Estate, S. 523 ff.

Für die an einer Sacheinlage beteiligten Parteien ergeben sich bezüglich der Diversifikation somit unterschiedliche Betrachtungsweisen.

Aus Marktuntersuchungen⁹⁴ von schweizerischen Pensionskassen lässt sich unter dem Gesichtspunkt der Risikodiversifikation zusammenfassend ableiten, dass diese bei ihren Immobilienanlagen ein nicht zu unterschätzendes Risiko eingehen. Dies, indem sie ihre Immobilienanlagen fast ausschliesslich in der Schweiz und dazu vorwiegend auf lokaler und regionaler Ebene tätigen. Demgegenüber versuchen Pensionskassen ihre Diversifikation durch Umschichtung ihres direkten Immobilienbestandes in ein indirektes nationales (u.a. durch Immobilien-Sacheinlage) oder internationales Anlagevehikel zu verbessern. Dies wurde denn auch von sämtlichen Gesprächspartnern als eines der Hauptmotive bestätigt. Keine Verbesserung erfolgt hingegen bei Immobilien-Sacheinlagen hinsichtlich der Asset-Allocation der Pensionskasse. Die Diversifikation und dabei die Korrelation zu anderen Vermögensanlagen bleiben unverändert, da sich Immobilien-Anlagestiftungen und Direktanlagen nahezu gleich verhalten.

Bei Anlagestiftungen kann der Vermögenszuwachs der Anlagegefässe auch dazu dienen, die systematische Streuung der Risiken zu verbessern und zu optimieren. Dabei werden bei einer Sacheinlage sämtliche Diversifikationskriterien in Betracht gezogen und deren Verhalten zum Bestandesportfolio weitgehend überprüft. Eine Sacheinlage wird i.d.R. dann weiter verfolgt, wenn sich Diversifikation und Risiko der Anlagegruppe nicht verschlechtern und Strategiekonformität hinsichtlich der einzubringenden Objekte vorliegt.

5.1.2 Immobilien-Portfolio-Management

Die Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) definiert das Real Estate Investment Management als „die umfassende, an den Vorgaben des Investors ausgerichtete Eigentümerversammlung für ein Immobilienvermögen unter Kapitalgesichtspunkten“. Damit haben sich Vorsorgeeinrichtungen auf Investorenebene grundsätzlich mit der Fragestellung auseinanderzusetzen, mit welcher Organisation sich die Vorgaben der Immobilienstrategie am besten umsetzen lassen.

Immobilien Eigentümer stehen dabei zur Führung des Immobilienbestandes auf Portfolio- als auch auf Objektebene verschiedene Varianten zur Verfügung:

- Ein internes Immobilien-Portfolio-Management mit interner Bewirtschaftung des Liegenschaftsbestandes

⁹⁴ Vgl. Sal. Oppenheim, Immobilien Investment Survey 2008, S. 11 ff; Lusenti Partners, Swiss Institutional Survey, S. 2 ff.

-
- Ein internes Immobilien-Portfolio-Management mit externer Bewirtschaftung des Liegenschaftenbestandes
 - Ein externes Immobilien-Portfolio-Management mit externer Bewirtschaftung des Liegenschaftenbestandes

Bei der Frage nach einem allfälligen Outsourcing von Portfolio-Management und Bewirtschaftungsdienstleistungen spielen nicht nur Überlegungen zu Renditen und Risiken eine Rolle, sondern auch solche zur Fachkompetenz der Management-Organisation. Dabei erfordern die immer anspruchsvoller werdenden Rahmenbedingungen ein professionelles Umfeld in Form einer Management-Organisation sowie zunehmend Ressourcen wie beispielsweise ein geeignetes IT-Umfeld für das Controlling und Reporting.

Es wird zu erwarten sein, dass künftig nur noch grössere Pensionskassen Direktinvestitionen in Immobilien besitzen werden, denn ein selber gemanagter Immobilienbestand sollte eine gewisse Mindestgrösse aufweisen⁹⁵. Kleinere und mittlere Pensionskassen werden vermehrt neben den Diversifikationskriterien auch organisatorische Gründe nennen, um ihren direkten Immobilienbestand umzuwandeln, da die Bewirtschaftung von Immobilien nicht zum Kerngeschäft einer Pensionskasse gehört. So hat auch u.a. die Pensionskasse Novartis ihr Immobilienportfolio in der Höhe von rund CHF 1.2 Mrd. in diverse Immobilienanlagegefässe der Credit Suisse übertragen. Nicht zuletzt deshalb da ein aktives Immobilien-Portfolio-Management nicht in die Organisation der Pensionskasse passte⁹⁶. Als auch bei der Bernischen Lehrerversicherungskasse wie auch bei der Pensionskasse ASCOOP waren organisatorische Motive für deren Trennung vom direkten Immobilienbestand mitverantwortlich.

5.1.3 Das Best-Owner-Prinzip bei Immobilien-Investmentanlagen

Grundgedanke dieses Managementansatzes ist die unterschiedliche Fähigkeit von Immobilieneigentümern, Wert aus bestimmten Immobiliengruppen zu schöpfen⁹⁷. Der Wert eines Objektes oder eines Portfolios wird dann maximal, wenn die Harmonisierung von Strategie, Struktur und Kultur eines Immobilieneigentümers mit seinem Liegenschaftportfolio gelingt (siehe Abbildung 10). Somit findet die wertvollste Nutzung einer Liegenschaft dann statt, wenn sie ihren Best Owner findet. Anders als die herkömmliche abstrakte Betrachtung bindet das Best-Owner-Prinzip den Wert einer

⁹⁵ CHF 500 - 1'000 Mio. aufgrund unterschiedlicher Meinungen von Marktteilnehmern.

⁹⁶ Vgl. CS, Newsflash 2008.

⁹⁷ Vgl. hier und in Folge CUREM, Center for Urban and Real Estate Management, Zürich, 2004, www.curem.ch.

Immobilie also auch an die Managementqualitäten und Fähigkeiten des Eigentümers und seiner internen/externen Dienstleister. Diese bestimmen, in welchem Mass er Nutzen stiften kann.

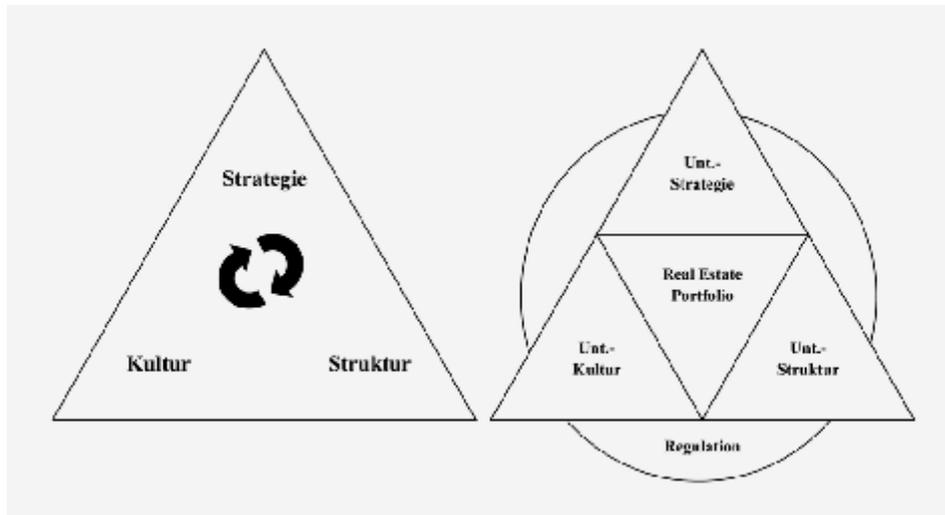


Abbildung 10: CUREM: Best-Owner Prinzip⁹⁸

Je komplexer und managementintensiver Investitionen sind, desto geringer werden die Vorteile der Diversifikation. In Marktsegmenten, für die keine eigenen Best-Owner-Qualitäten entwickelt werden sollen (z.B. Logistik, Ausland), ist es deshalb vernünftig, indirekt via andere Best Owners zu investieren. Damit beantwortet das Prinzip auch die Fragestellung nach der direkten oder indirekten Investition. In einem funktionierenden Markt lohnt sich die direkte Anlage nur für den Best Owner der Immobilie. Die Liegenschaft im Pool eines Finanzintermediärs ist dann wertvoller, wenn dieser über entsprechende Best-Owner-Qualitäten verfügt und das Objektrisiko die bestehenden Risiken im Pool ergänzt. In einem hochentwickelten Finanzsektor bedingt ein direktes Engagement deshalb ein minimales Anlagevolumen und eine spezifische Managementkompetenz.

Somit verändert sich der optimale Mix der Anlagegefässe mit zunehmendem Anlagevolumen. Kleinanleger investieren in einen oder wenige Universalfonds, die ein möglichst breites Universum abbilden. Mittलगrosse Anleger können für gewisse Marktsegmente Best-Owner-Qualitäten entwickeln. Diese Anlagen werden direkt gehalten. Sehr grosse Investoren verzichten auf Universalfonds, wenn sie deren Wertschöpfung selbst erbringen können. Auch sie verfügen aber nicht für alle Marktsegmente über Best-Owner-Qualitäten.

⁹⁸ Quelle: Loepfe, der CUREM-Ansatz, S. 45-46; Eigene Darstellung.

5.2 Transformationsmöglichkeiten von direkter zu indirekter Eigentumsform

Grundsätzlich bestehen mehrere Möglichkeiten, diese Transformation vorzunehmen:

- Verkauf der Immobilien mit anschliessender Wiederanlage in indirekte Vehikel
- Sacheinlage der Immobilien in ein bestehendes Vehikel
- Sacheinlage der Immobilien in ein neu zu gründendes Vehikel

Jede dieser Möglichkeiten hat spezifische Vor- und Nachteile und muss individuell auf der Basis des Zielkatalogs des Investors analysiert werden. Im Wesentlichen hat der Zielkatalog bestimmte Ziele und Rahmenbedingungen in den folgenden Bereichen abzubilden:

- Finanzielle Auswirkungen
- Rechtliche und steuerliche Situation
- Organisatorische Auswirkungen
- Risikoanalyse

5.2.1 Verkauf der Immobilien mit anschliessender Wiederanlage in indirekte Vehikel

Der Verkauf der Immobilien am Markt mit anschliessender Wiederanlage in indirekte Vehikel ist die Verbindung zweier selbständiger Prozesse. Die Vorteile dieser Veräusserungsstruktur sind die Schaffung klarer Geldströme, die Möglichkeiten der Gewinnmaximierung bei der Veräusserung sowie die Flexibilität in der Auswahl von indirekten Anlagevehikeln und im Zeitpunkt der Wiederanlage des Verkaufserlöses. Die Nachteile dieser Veräusserungsstruktur sind der mit der Einzelübertragung verbundene Transaktionsaufwand sowie aktuell die eingeschränkten Wiederanlagemöglichkeiten in nicht-kotierte indirekte Vehikel.

5.2.2 Sacheinlage der Immobilien in ein bestehendes Vehikel

Bei der Sacheinlage von Immobilien in ein bestehendes Vehikel werden durch Abschluss des Sacheinlagevertrages in einem Akt die Vermögensgegenstände gegen Anteilsrechte am Anlagevehikel übertragen. Diese Art der Vermögensumschichtung kann sowohl für einzelne Liegenschaften als auch für gesamte Immobilienbestände angewendet werden. Die Gestaltung der Eigentumsübertragung der Immobilien kann dabei gemäss den Bestimmungen von Einzelverkäufen erfolgen oder auch als Umstrukturierung gemäss dem neuen Fusionsgesetz (FusG). Die Vorteile dieser Veräusserungsstruktur sind die schnelle Umwandlung in indirekten Immobilienbesitz,

der Erhalt des Immobilienexposure durch Erhalt von Anteilen am Einlagevehikel sowie die Verbesserung der eigenen Risikofähigkeit. Als wesentlicher Vorteil im aktuellen Umfeld erscheint jedoch die Tatsache, dass aufgrund der grossen Nachfrage nach Immobilienanlagen eine Beteiligung an nicht-kotierten indirekten Vehikeln durch das Sacheinlageverfahren grundsätzlich noch möglich wird. Als nachteilig erweist sich die fehlende Möglichkeit der Diversifikation auf verschiedene indirekte Anlagevehikel und damit die Abdeckung der gewünschten Rendite-/Risikoprofile. Beispielsweise kann hier die Bildung eines Klumpenrisiko bei der Anlage in nur einem Anlagevehikel genannt werden.

5.2.3 Sacheinlage der Immobilien in ein neu zu gründendes Vehikel

Der Aufbau eines neuen Anlagevehikels stellt nur in wenigen Fällen eine Möglichkeit dar und bleibt Vorsorgeeinrichtungen mit einem bedeutenden direkten Immobilienbestand vorbehalten. In der schweizerischen Praxis wurde dies beispielhaft mit der Gründung der Anlagestiftung Turidomus⁹⁹ im Jahre 2002 durch die Pensionskasse der ehemaligen Swissair, die Vorsorgeeinrichtungen der Nestlé sowie die Pensionskasse der Stadt Zürich umgesetzt. Bei neu zu gründenden Vehikeln bleibt grundsätzlich zu berücksichtigen, dass ohne zusätzliche Einlagen weiterer Anleger die eigene Diversifikation, Risikostruktur und Ertragssituation nicht verbessert werden kann. Der Aufbau und Betrieb entsprechender Gefässe erfordert einen erheblichen Ressourcenaufwand.

⁹⁹ Val. Pensimo Management AG, Pensimo Newsletter Nr. 36, S. 3.

6 Sacheinlage-Transaktionen

Nachdem in Kapitel zwei und drei die relevanten Grundlagen der beruflichen Vorsorge, insbesondere zu Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen, aufgearbeitet wurden, haben sich Kapitel vier und fünf mit dem Immobilien-Anlageuniversum und Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Investoren in Immobilien befasst.

Darauf aufbauend beschreibt Kapitel sechs die Abwicklung von Sacheinlage-Transaktionen in der Schweiz unter regulatorischen und praktischen Gesichtspunkten.

6.1 Grundlagen

Eine allgemeingültige Definition für Sacheinlage-Transaktionen im Immobilienbereich existiert in der Theorie der Immobilien nicht. Grundsätzlich werden in dieser Arbeit Immobilientransaktionen zwischen Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen untersucht, die als Ziel eine Beteiligung an der kollektiven Anlageform von Anlagestiftungen haben (siehe Abbildung 11). Im ökonomischen Sinn handelt es sich dabei um die Umwandlung von direkten zu indirekten Immobilienanlagen.

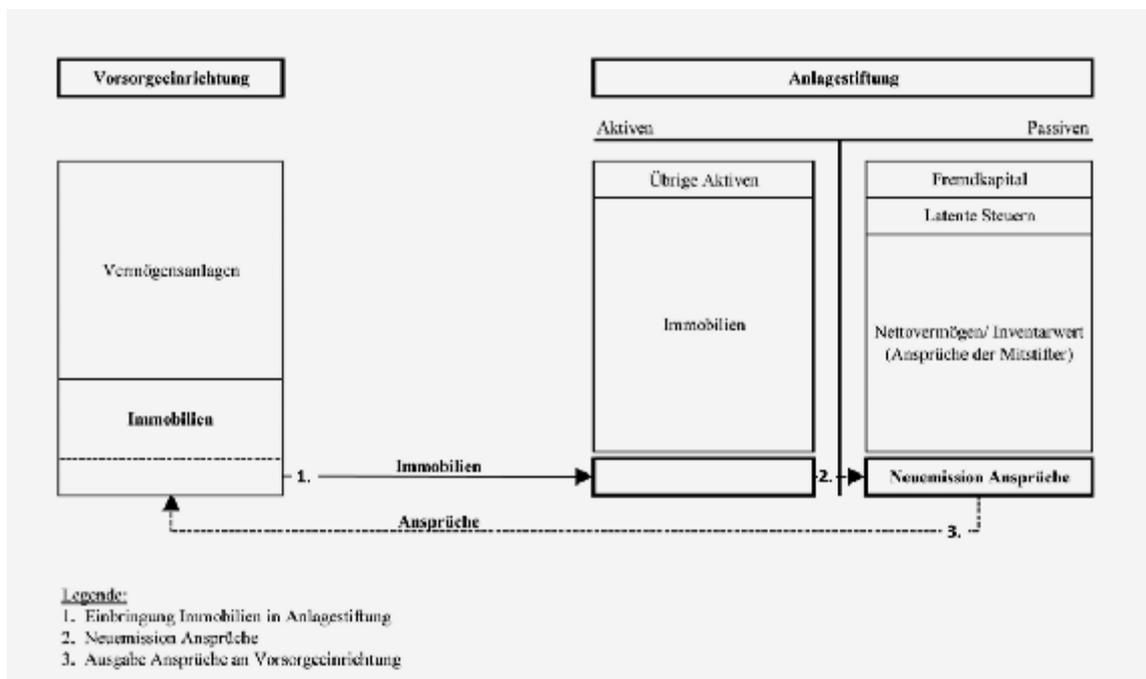


Abbildung 11: Schema Sacheinlage¹⁰⁰

6.2 Begriffe

Der Begriff Sacheinlage findet seine rechtliche Auslegung im Wesen des schweizerischen Gesellschaftsrechtes¹⁰¹. Eine Sacheinlage liegt vor, wenn eine Einlage

¹⁰⁰ Guerra, Abwicklung von Asset-Swap-Transaktionen in der Schweiz, S. 7; Eigene Darstellung.

nicht in Geld, sondern durch Einbringen eines Vermögensobjektes irgendwelcher Art geleistet wird und als Entgelt Aktien, Stammanteile oder Anteile der Gesellschaft liberiert werden¹⁰². Als Gegenstand einer Sacheinlage fallen alle möglichen Werte in Betracht, soweit diese über einen wirtschaftlichen Wert verfügen und somit übertragbar, bewertbar, aktivierbar und verwertbar sind (z.B. Einzelfirmen mit Aktiven und Passiven, Forderungen, Beteiligungsrechte, Patent- und Urheberrechte aber auch Liegenschaften).

Der Begriff Asset-Swap¹⁰³ wird im Zusammenhang entsprechender Transaktionen als englischsprachiges Synonym verwendet. Allgemein versteht man unter Asset-Swap zunächst den Tausch von Vermögenswerten oder Zahlungsverpflichtungen. Immobilienspezifisch bedeutet dies der Austausch von Liegenschaften gegen Beteiligungsrechte an Immobilienanlagegefässen, idealerweise ohne Einsatz von Geldmitteln.

In der schweizerischen Anwendung finden sich dazu auch weitere Begriffe wie Immoswap¹⁰⁴, Asset Share Deal¹⁰⁵ und Immobilienverbriefung bzw. Sekuritisierung¹⁰⁶.

Der Begriff Sacheinlage ist nebst dem Begriff Asset-Swap der in der Praxis am meisten angewendete und findet in der vorliegenden Arbeit Verwendung.

6.3 Regulatorische Anforderungen an Sacheinlagen

Bereits im Jahre 1999 hat das BSV in den „Anforderungen an Anlagestiftungen“ regulatorische Anforderungen an Sacheinlagen festgehalten¹⁰⁷. Dabei sind Sacheinlagen in Form von Wertschriften zulässig, wenn bei der zu übertragenden Anlage ein objektiv feststellbarer Preis (Kurswert) besteht.

Da bei Immobilien kein objektiv gehandelter Preis besteht, aber Bedürfnisse für Sacheinlage-Transaktionen von Seiten der Vorsorgeeinrichtungen feststellbar waren, wurde durch das BSV eine Vorgehensweise für Immobiliensacheinlagen festgelegt.

Demnach sind Sacheinlagen in Form von Immobilien grundsätzlich zulässig, wenn sie mit der Anlagestrategie der Anlagestiftung vereinbar sind, die Interessen der übrigen

¹⁰¹ Siehe dazu: Die Kommanditgesellschaft, Art. 594 ff OR; Die Aktiengesellschaft, Art. 620 ff OR; Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Art. 77; Die Genossenschaft, Art. 828 OR.
Dem Gesellschaftsrecht unterliegen: Einzelfirma, Einfache Gesellschaft, Kollektivgesellschaft, Kommanditgesellschaft, Aktiengesellschaft, Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), Genossenschaft, Verein und Stiftung.

¹⁰² Vgl. Schumacher, Die Vermögensübertragung nach dem FusG, S. 31.

¹⁰³ Asset: Vermögenswerte; Swap: Tausch.

¹⁰⁴ Vgl. Zürich AST, IMMOSWAP.

¹⁰⁵ Vgl. von Arx, der Asset Share Deal, S. 43-44.

¹⁰⁶ Vgl. CS, Swiss Issues Immobilien Fakten und Trends 2008, S. 54.

¹⁰⁷ Vgl. hier und in Folge BSV, Anforderungen an Anlagestiftungen, 2009, Ziff. 5.6.

Anleger nicht beeinträchtigen und zudem Liquiditätsbedürfnissen genügend Rechnung tragen (u.a. angesichts der Kündigungsmöglichkeiten des Einbringers).

Der Preis der Immobilie muss durch den unabhängigen Schätzer der Anlagestiftung gemäss der bestehenden Bewertungsmethode und den reglementarischen Bestimmungen geschätzt werden und durch einen zweiten von der Anlagestiftung und vom ersten Experten unabhängigen Schätzer überprüft werden. Die Revisionsstelle verifiziert dann die gewählte Schätzungsmethode, die Art der Ermittlung des Preises und die Plausibilität des Preises.

Abschliessend hat die Anlagestiftung einen Bericht über alle erfolgten Immobilien-Sacheinlagen zu erstellen und im Geschäftsbericht detailliert (Art, Ort, Preis und Bruttorendite der Sacheinlagen pro Objekt) aufzuzeigen.

6.4 Transaktion

Der Ablauf einer Sacheinlagetransaktion besteht aus vier Phasen (siehe Abbildung 12): der *Vorbereitungsphase*, der *Due Diligence Phase*, der *Transaktionsphase*, sowie aus der *Nachbearbeitungsphase*. Aufbauend auf diesem Begriffsverständnis werden nachfolgend die einzelnen Phasen näher betrachtet und im Detail erklärt:

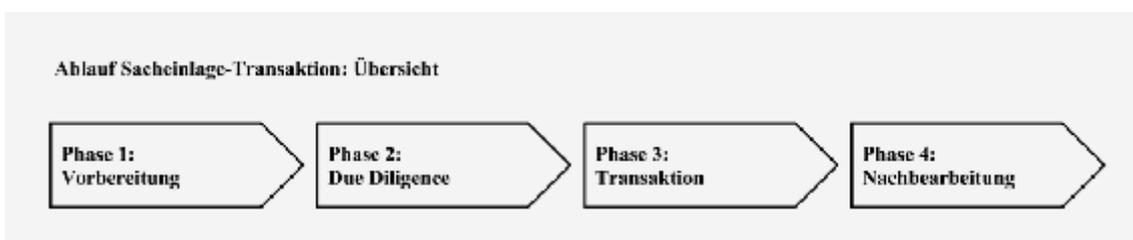


Abbildung 12: Sacheinlage Transaktion: Übersicht¹⁰⁸

6.4.1 Phase 1 - Vorbereitung

Aufbauend auf einer Grundsatzentscheidung der Vorsorgeeinrichtung, eine Umwandlung des Immobilienbestandes mittels Sacheinlage vorzunehmen, sind vorerst Organisation und Ressourcen zu klären. Vermehrt beauftragen Vorsorgeeinrichtungen für die gesamte Organisation und Prozessabwicklung entsprechende Beratungsunternehmen für institutionelle Anleger. Bei fehlenden Entscheidungs- resp. Datengrundlagen des Immobilienbestandes empfiehlt sich die Durchführung einer Vendor Due Diligence¹⁰⁹.

In der ersten Phase (siehe Abbildung 13) werden die zu übertragenden Liegenschaften identifiziert und dokumentiert. Die Transaktionsabwicklung wird i.d.R. als

¹⁰⁸ Anlehnung an Pfister, Schumacher und UBS; Eigene Darstellung.

¹⁰⁹ Auch „Verkäufer Due Diligence“ genannt. Diese wird durch den Verkäufer in Auftrag gegeben.

geschlossenes Angebotsverfahren gestaltet, welches im Kontext von Sacheinlage-Transaktionen vorwiegend auf Anlagestiftungen beschränkt ist. Die möglichen Anlagevehikel werden mittels eines Fragenkatalogs untersucht und letztendlich auf wenige Teilnehmer für das anschließende Bieterverfahren reduziert. Dabei überprüfen die Anlagestiftungen selber die Einlagefähigkeit der angebotenen Objekte, v.a. hinsichtlich Qualität sowie der eigenen Diversifikationseigenschaften.

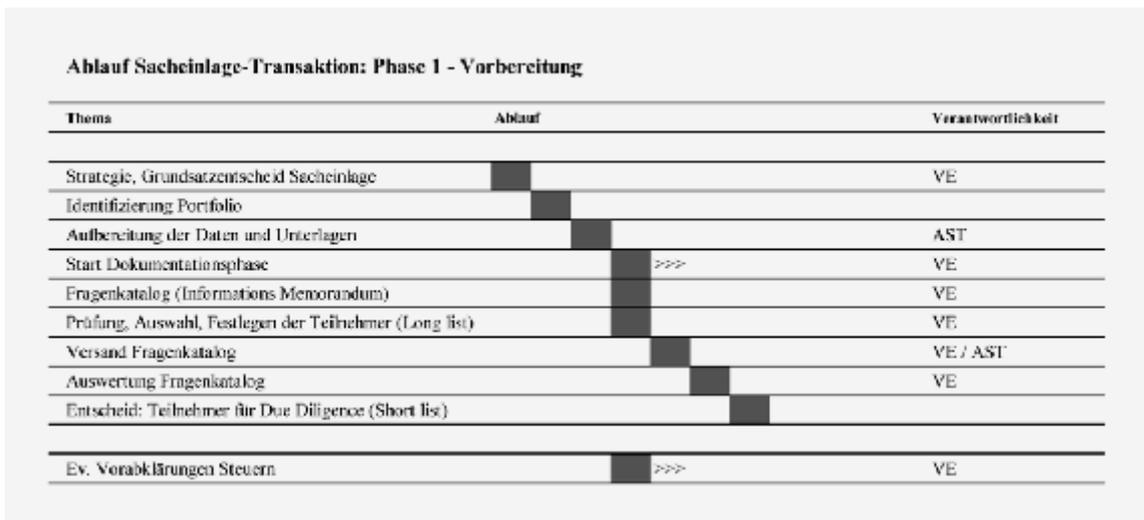


Abbildung 13: Sacheinlage Transaktion: Phase 1 - Vorbereitung¹¹⁰

6.4.2 Phase 2 - Due Diligence

In der Phase 2 (siehe Abbildung 14) überprüft die Anlagestiftung die angebotenen Objekte mittels Immobilien Due Diligence¹¹¹. Diese wird als die verkehrsbliche Sorgfalt bei der Prüfung des Immobilienkaufs bezeichnet¹¹². Dabei werden durch fundierte Analyse und systematische Prüfung des Transaktionsgegenstandes die wesentlichen Chancen und Risiken erfasst. Die Kernprozesse umfassen die Teilgebiete Markt, Recht, Steuern, Technik sowie Umwelt und liefern wichtige Grundlagen für die Financial Due Diligence. Anders als bei einer klassischen Immobilien-Marktwertbewertung¹¹³ wird bei der Finanzanalyse die Sichtweise des Investors eingenommen und der Nutzwert¹¹⁴ unter Einbezug der Investorenstrategie ermittelt. Die Erkenntnisse der Due Diligence liefern die massgeblichen Grundlagen für die Binding

¹¹⁰ Anlehnung an Pfister, Schumacher und UBS; Eigene Darstellung.

¹¹¹ Auch „Käufer Due Diligence“ bzw. Boyers Due Diligence genannt. Diese wird durch den Käufer in Auftrag gegeben.

¹¹² Vgl. hier und in Folge Schulte Bone-Winkel, Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, S. 203 ff; Ritz/Matti, Due-Diligence-Prozesse bei Immobilientransaktionen, S. 360-362.

¹¹³ Auch Marktwert/Fair Value genannt.

¹¹⁴ Auch Investment Value genannt. Dieser zeigt den effektiven Wert einer Immobilie für einen spezifischen Investor auf.

Offer. Die Phase Due Diligence findet mit der Auswahl des Zielvehikels durch die Vorsorgeeinrichtung ihren Abschluss.

Ablauf Sacheinlage-Transaktion: Phase 2 - Due Diligence

Thema	Ablauf	Verantwortlichkeit
Vertraulichkeitserklärung, nach Bedarf	■	VE / AST
Einrichten Datenraum	>>> ■	VE
Bewertung Immobilien	■	AST
Due Diligence	■	AST
Q&A (Questions & Answers)	■	VE / AST
Ahgabe Binding Offer	■	AST
Auswertung Binding Offer	■	VE
Entscheid: Auswahl Anlagengestaltung für Sacheinlage	■	VE
Vorabklärungen Steuern	■ >>>	VE / AST

Abbildung 14: Sacheinlage Transaktion: Phase 2 - Due Diligence¹¹⁵

6.4.3 Phase 3 - Transaktion

In Phase 3 (siehe Abbildung 15) steht im Zentrum der Vertragsverhandlungen der Sacheinlagevertrag, der Rechte und Pflichten zwischen den Parteien regelt¹¹⁶. Insbesondere finden die Resultate der steuerlichen Abklärungen in Form der kalkulierten erwarteten Grundstückgewinnsteuern oder gewährter Steuer-Rulings Eingang in die Vertragsgestaltung.

Je nachdem ob eine Vermögensübertragung nach FusG oder mittels Singularsukzession erfolgt unterscheiden sich die Vorgehensweise bezüglich Signing und Closing. Der Vermögensübertragungsvertrag nach FusG ist am Sitz der Pensionskasse öffentlich zu beurkunden. Bei der Singularsukzession erfolgt die Beurkundung am Ort der jeweiligen Immobilie. Das Closing entspricht dabei den Vollzugsbestimmungen des Sacheinlagevertrages. Bei der Vermögensübertragung nach FusG erfolgt die Übertragung des Eigentums mit deren Eintragung in das Handelsregister des Sitzkantons der Vorsorgeeinrichtung, wobei der Wechsel des Eigentums in einem zweiten Schritt den jeweiligen Grundbuchämtern zu melden ist. Bei der Singularsukzession erfolgt die Übertragung des Eigentums mit Eintragung der einzelnen Übertragungen im Grundbuch. Die Ausgabe der entsprechenden Ansprüche des Immobilienvermögens erfolgt im Wesentlichen mit der Übertragung der Immobilien.

Weiter sind in der Transaktionsphase mehrere regulatorische Anforderungen einzuhalten. Dazu gehören die Bestätigung der Revisionsstelle (zu: Bewertung der

¹¹⁵ Anlehnung an Pfister, Schumacher und UBS; Eigene Darstellung.

¹¹⁶ Vgl. hier und in Folge Schumacher, Asset Swap im Immobilienbereich, S. 22-27.

Liegenschaften, korrekte Berechnung von Gesamtvermögen und Ausgabepreis eines Anspruches), die Genehmigung der Transaktion durch den Stiftungsrat, die Prüfung durch die Kontrollstelle sowie die abschliessende Meldung an die Aufsichtsbehörden.

Ablauf Sacheinlage-Transaktion: Phase 3 - Transaktion

Thema	Ablauf	Verantwortlichkeit
Vertragsentwurf	■	VE / AST
Berechnung der Grundsteuergewinnsteuer	■	VE / AST
Steuerruling der Transaktion	■	AST
Vertragsverhandlungen, Preiseinigung	■	VE / AST
Bestätigung der Revisionsstelle	■	VE / AST
Antrag an Stiftungsrat	■	VE / AST
Transaktionsentscheid durch Stiftungsrat	■	VE / AST
Vertragsunterzeichnung, öffentliche Beurkundung (Signing)	■	VE / AST
Ausgabe von Ansprüchen	■	VE / AST
Eintrag Handelsregister und Grundbuch (Closing)	■	VE / AST
Operative Übergabe der Liegenschaften	■	VE / AST
Prüfung durch Kontrollstelle	■	PK
Meldung an Aufsichtsbehörde	■	PK

Abbildung 15: Sacheinlage Transaktion: Phase 3 – Transaktion¹¹⁷

6.4.4 Phase 4 - Nachbearbeitung

In der Nachbearbeitungsphase (siehe Abbildung 16) hat die Geschäftsführung der Anlagestiftung zuhanden des Stiftungsrates einen Bericht über die Sacheinlage zu erstellen. Im Anhang des Geschäftsberichtes sind zudem sämtliche Objekte, die mittels Sacheinlage eingebracht wurden, unter Angabe von Art, Ort, Preis und Bruttorendite aufzuführen.

Ablauf Sacheinlage-Transaktion: Phase 4 - Nachbearbeitung

Thema	Ablauf	Verantwortlichkeit
Kommunikation (Arbeitgeber, Destinatäre, Mieter, etc.)	■	VE / AST
Abschlussbericht der Geschäftsführung	■	VE
Erwähnung im Jahresbericht	■	VE / AST

Abbildung 16: Sacheinlage Transaktion: Phase 4 – Nachbearbeitung¹¹⁸

6.5 Transaktionsformen

Die Übertragung eines Vermögens oder eines Geschäfts war früher ausschliesslich in Art. 181 OR geregelt¹¹⁹. Diese Bestimmung wurde durch das Inkrafttreten des

¹¹⁷ Anlehnung an Pfister, Schumacher und UBS; Eigene Darstellung.

¹¹⁸ Anlehnung an Pfister, Schumacher und UBS; Eigene Darstellung.

Fusionsgesetzes nicht aufgehoben und bleibt verändert in Kraft. Gemäss dem neuen Absatz 4 von Art. 181 OR richtet sich die Übernahme des Vermögens oder des Geschäfts von im Handelsregister eingetragenen Rechtsträgern des Privatrechts¹²⁰ jedoch zwingend nach den Vorschriften des Fusionsgesetzes.

Der Anwendungsbereich von Art. 181 OR wurde damit beschränkt. Die Vermögens- oder Geschäftsübertragung nach Art. 181 OR kommt damit praktisch nur noch zur Anwendung, wenn die Übertragung durch natürliche Personen bzw. Einzelfirmen, einfache Gesellschaften und Vereine, die nicht im Handelsregister eingetragen sind, erfolgt.

Somit stehen Pensionskassen zur Übertragung von Immobilien in Anlagestiftungen grundsätzlich zwei Transaktionsformen zur Verfügung: Die Vermögensübertragung nach dem Fusionsgesetz sowie die Singularsukzession. Diese werden dabei nachfolgend im Detail erklärt.

6.5.1 Vermögensübertragung nach dem Fusionsgesetz

Am 1. Juli 2004 ist das Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (FusG) in Kraft getreten. Neben der Fusion, der Spaltung und der Umwandlung regelt das FusG auch das im Schweizer Recht bisher unbekanntes Recht der Vermögensübertragung¹²¹.

Die Vermögensübertragung lässt sich als Rechtsinstitut umschreiben, mit dem im Handelsregister eingetragene Rechtsträger ihr Vermögen oder Vermögensbestandteile auf andere Rechtsträger übertragen können, ohne dass die für die Einzelübertragung der zu übertragenden Vermögenswerte geltenden Formvorschriften erfüllt werden müssen. Einzig für die Übertragung von Grundstücken statuiert das FusG das Erfordernis der öffentlichen Beurkundung sowie die umgehende Anmeldung im Grundbuch nach Eintritt der Rechtswirksamkeit der Vermögensübertragung¹²².

Die an der Transaktion beteiligten Rechtsträger¹²³ schliessen einen Übernahmevertrag mit dem Inhalt ab, dass die im Inventar genannten Vermögenswerte übertragen werden sollen. Der Übertragungsvertrag ist das Verpflichtungsgeschäft. Die Erfüllung des Vertrages geschieht u.a. durch die Eintragung der Vermögensübertragung im

¹¹⁹ Vgl. hier und in Folge von der Corner/Gorbach/Kessler, www.fusg.ch - die Internetplattform zum Transaktionsrecht, <<http://www.fusg.ch/site/vmuebr/rechtliches/bisher/index.php?datum=2008-10-01>>, besucht am 02.08.2009.

¹²⁰ Handelsgesellschaften, Genossenschaften, Vereinen, Stiftungen und Einzelunternehmen die im Handelsregister eingetragen sind.

¹²¹ Vgl. hier und in Folge Schumacher, Die Vermögensübertragung nach dem FusG, S. 5 ff.

¹²² Art. 70 Abs. 2 FusG und Art. 104 Abs. 2 FusG.

¹²³ Vgl. Art. 2 FusG. Weiter wird unterschieden zwischen übertragender Rechtsträger und übernehmender Rechtsträger.

Handelsregister, wodurch die Vermögenswerte vom übertragenden auf den übernehmenden Rechtsträger übergehen. Gegenstand der Vermögensübertragung können das gesamte Vermögen eines Rechtsträgers oder nur Teile davon sein. Zum Schutz der Gläubigerinnen und Gläubiger haftet die übertragende Gesellschaft noch während dreier Jahre solidarisch mit der erwerbenden Gesellschaft für die übertragenen, bereits bestehenden Verbindlichkeiten.

Die Vermögensübertragung hat als zentrale Funktion, den Übergang von den im Inventar genannten Vermögensteilen „als Gesamtheit“ von einem Rechtsträger auf einen anderen Rechtsträger in einem Akt zu ermöglichen. In der Praxis hat sich dafür der Begriff *partielle Universalsukzession* durchgesetzt.

Die Gesellschafter des übertragenden Rechtsträgers werden ex post anlässlich der nächsten Generalversammlung und im Anhang zur Jahresrechnung über die erfolgte Vermögensübertragung und deren Bestimmungen informiert.

Das Fusionsgesetz enthält in Art. 98 FusG besondere Vorschriften für jene Vermögensübertragungen, bei denen eine Vorsorgeeinrichtung als übertragende Partei auftritt. Vermögensübertragungen durch Vorsorgeeinrichtungen auf einen anderen Rechtsträger dürfen dabei nur vorgenommen werden, wenn der Vorsorgezweck sowie Rechte und Ansprüche sämtlicher Versicherten, gewahrt bleiben¹²⁴ und bedürfen im Rahmen einer Teil- oder Gesamtliquidation der Vorsorgeeinrichtung einer Genehmigung der Aufsichtsbehörde¹²⁵.

6.5.2 Singularsukzession

Für sämtliche Rechtsträger bleibt es weiterhin möglich, einzelne Vermögenswerte und Verpflichtungen oder eine Vielzahl von Vermögenswerten und Verpflichtungen auf dem Wege der Singularsukzession zu übertragen¹²⁶. Bei dieser Übertragung müssen alle Aktiven nach den für sie geltenden Vorschriften einzeln übertragen werden. Bei der Übertragung von Vermögen und Vermögensteilen, welche eine grosse Anzahl verschiedener Vermögenswerte umfassen, ist die Beachtung der spezifischen gesetzlichen Formvorschriften für jedes einzelne Aktivum jedoch äusserst schwerfällig und kann geradezu ein Hindernis für eine Umstrukturierung darstellen. Der Übergang der einzelnen Verpflichtungen erfolgt bei der Singularsukzession nach den Vorschriften der Schuldübernahme gemäss Art. 175 ff. OR.

¹²⁴ Art. 98 Abs. 2 FusG i.A. Art 88 Abs. FusG.

¹²⁵ Art. 98 Abs. 3 FusG.

¹²⁶ Vgl. hier und in Folge von der Corner/Gorbach/Kessler/Dietrich/Berliner, www.fusg.ch - die Internetplattform zum Transaktionsrecht, <<http://www.fusg.ch/site/vmuebr/rechtliches/abgrenz/index.php?datum=2008-10-01>>, besucht am 02.08.2009; Schumacher, Die Vermögensübertragung nach dem FusG, S. 10 f.

6.5.3 Fazit

In Bezug auf die Übertragung von Liegenschaften hat die Vermögensübertragung nach FusG insbesondere folgende Vorteile:

1. Generell sind sowohl der Koordinationsaufwand, die Vertragsgestaltung als auch der Vollzug bei der Vermögensübertragung nach FusG einfacher.
2. Bei der öffentlichen Beurkundung des Vermögensübertragungsvertrages genügt auch dann eine einzige Urkunde, wenn die zu übertragenden Grundstücke in verschiedenen Notariatsbezirken liegen. Bei der Singularsukzession werden dafür mehrere Urkunden benötigt.
3. Die Vermögensübertragung wird mit der Eintragung im Handelsregister rechtswirksam. Die Anmeldung des neuen Eigentümers einer Liegenschaft beim zuständigen Grundbuchamt hat lediglich deklaratorische Wirkung. Demgegenüber hat der Eintrag des neuen Eigentümers der Liegenschaft im Grundbuch bei der Übertragung nach Singularsukzession konstitutive Wirkung (d. h. Eigentümer wird erst, wer im Grundbuch eingetragen ist).

Ein Nachteil der Vermögensübertragung ist, dass die Vermögensübertragung zwingend beim Handelsregister angemeldet werden muss und folglich im Schweizerischen Handelsblatt (SHAB) publiziert wird. Die damit verbundene Publizitätswirkung hat zur Folge, dass interessierte Personen beim Handelsregister Einsicht in den Vermögensübertragungsvertrag verlangen können und durch die Publikation im SHAB von der Transaktion erfahren. Bei der Singularsukzession ist dies nicht der Fall, da diese Art der Übertragung keine Handelsregisteranmeldung verlangt.

6.6 Steuerliche Aspekte

Der schweizerische Föderalismus lässt den Kantonen und Gemeinden im Bereich der Liegenschaftsbesteuerung viel Freiheit. Dies hat zu regional unterschiedlichen Systemen geführt, aus welchen unterschiedlich hohe steuerliche Belastungen der Immobilien resultieren. Aufgrund des Prinzips der Steuerprivilegierung der Beruflichen Vorsorge sind auch Immobilientransaktionen zwischen Vorsorgeeinrichtungen mit Eigenheiten ausgestaltet¹²⁷. Die Steuerfolgen für Sacheinlagetransaktionen setzen sich grundsätzlich aus den nachfolgenden Steuerarten zusammen:

¹²⁷ Vgl. auch Kap. 2.3.6.

6.6.1 Gewinn- und Grundstückgewinnsteuern

Obwohl Vorsorgeeinrichtungen – und somit auch Anlagestiftungen – in der Regel von den direkten Steuern befreit sind, können sie gemäss Art. 80 Abs. 4 BVG mit *kantonalen Grundsteuern* auf Liegenschaften belastet werden. Folglich dessen können Mehrwerte aus der Veräusserung von Liegenschaften entweder mit der allgemeinen Gewinnsteuer (dualistisches System) oder mit einer speziellen Grundstückgewinnsteuer (monistisches System) besteuert werden. Dieses Besteuerungsrecht wird mit Art. 23 Abs. 4 StHG noch verschärft, indem die Kantone angewiesen werden, Vorsorgeeinrichtungen der Grundstückgewinnsteuer zu unterstellen.

Hingegen dürfen, gemäss Art. 80 Abs. 4 Satz 2 BVG, bei einer Fusion und bei einer Aufteilung von Vorsorgeeinrichtungen keine Gewinnsteuern erhoben werden. Nach Linder/Lamprecht sind Aufteilungen von Vorsorgeeinrichtungen immer dann als steuerneutrale Umstrukturierungen zu qualifizieren, wenn der Vorsorgezweck sowie die Rechte und Pflichten der Versicherten gewahrt bleiben¹²⁸. Zudem ist bei der Übertragung von Vermögenswerten auf eine Anlagestiftung gegen Ausgabe von Anteilsrechten eine damit zusammenhängende Sperrfrist von 5 Jahren einzuhalten.

Die Nichterhebung der Grundstückgewinnsteuer bewirkt systemgemäss lediglich einen Steueraufschub und keine Steuerbefreiung. Idealerweise sind dazu, im Zeitablauf des Transaktionsprozesses, sog. Steuerrulings bei den zuständigen kantonalen und kommunalen Steuerbehörden einzuholen. Für die Parteien bringt das Steuerruling die Sicherheit bezüglich der Steuerfolgen und liefert einen wichtigen Bestandteil zur Vertragsgestaltung. Der Umgang und die eventuelle Berücksichtigung von anfallenden latenten Steuern¹²⁹ im Transaktionspreis kann dabei bereits in der Verhandlungsphase zwischen den Parteien vereinbart werden.

6.6.2 Handänderungssteuer

Ausgelöst wird die Handänderungssteuer durch die Handänderung an Grundstücken¹³⁰. Steuerobjekt ist der Rechtsvorgang der Handänderung. Sie wird auch dann erhoben, wenn mit der Veräusserung nicht ein Gewinn, sondern ein Verlust realisiert wird.

Handänderungssteuern auf der Übertragung von Grundstücken sind heute in den meisten kantonalen Steuerordnungen anzutreffen – allerdings in sehr unterschiedlicher Ausgestaltung. Vorsorgeeinrichtungen sind im Bereich der Handänderungssteuer

¹²⁸ Vgl. dazu Linder Lamprecht, Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels Immobiliensacheinlage, S. 7 ff.

¹²⁹ Latente Steuern bilden die noch nicht wirksame Grundstückgewinnsteuer, die im Falle einer Veräusserung anfallen würde.

¹³⁰ Vgl. hier und in Folge Bericht des Bundesrates in Erfüllung des Postulats Kaufmann, S. 2 f.

grundsätzlich normal steuerpflichtig. Einzig im Kanton SZ sind die Einrichtungen der beruflichen Vorsorge von Unternehmen mit Wohnsitz, Sitz oder Betriebsstätte in der Schweiz und von ihnen nahe stehenden Unternehmen, sofern die Mittel der Einrichtung dauernd und ausschliesslich der Personalvorsorge dienen, von der Handänderungssteuer befreit.

Mit Wirkung per 1. Juli 2009 verbietet Art. 103 FusG¹³¹ die Erhebung von kantonalen und kommunalen Handänderungssteuern bei Umstrukturierungen¹³². Obwohl in Art. 103 FusG kein expliziter Verweis auf Art. 80 Abs. 4 BVG besteht, kann die Aufteilung einer Vorsorgeeinrichtung aufgrund des ergebnisorientierten Umstrukturierungsbegriffs im Steuerrecht trotzdem als ein von der Handänderungssteuer ausgenommener Tatbestand qualifiziert werden. Bei Fusionen und Umwandlungen von Vorsorgeeinrichtungen steht ohne Weiteres fest, dass nach Inkrafttreten der Bestimmung von Art. 103 FusG die Erhebung von Handänderungssteuern generell verboten sein wird.

Die Ausnahme von der Handänderungssteuer führt im Gegensatz zum Aufschub der Grundstückgewinnsteuer zu einer endgültigen Steuerbefreiung. Dies obwohl in der aktuellen Praxis der Steuerämter die Strukturierungsform von Sacheinlagen in Anlagestiftungen unterschiedlich interpretiert wird und keine Einigung besteht, ob eine Sacheinlage tatsächlich unter den Umstrukturierungstatbestand fällt. Demzufolge weigern sich einige Steuerämter¹³³ entsprechende Ruling-Anträge zu gewähren.

6.6.3 Notariats- und Grundbuchgebühren

Die *Handänderungsgebühren* sind im Gegensatz zu den Handänderungssteuern ein Entgelt für die Inanspruchnahme einer staatlichen Dienstleistung. Die Notariatsgebühr wird dabei für die öffentliche Beurkundung des Eigentumsübergangs in Rechnung gestellt. Für Vermögensübertragungen nach dem FusG genügt auch für die Übertragung mehrerer Liegenschaften, die zudem auch in verschiedenen Kantonen liegen, eine einzige öffentliche Beurkundung. Damit entstehen, nebst der Vereinfachung der Transaktionsabwicklung, gewisse Einsparungen bei den Notariatsgebühren.

Die *Grundbuchgebühr* wird für die Eintragung des Eigentumsüberganges im Grundbuch erhoben.

¹³¹ Art. 103 FusG i.V.m. Art. 111 Abs. 3 FusG.

¹³² Umstrukturierungen im Sinne von Art. 8 Abs. 3 und Art. 24 Abs. 3 und 3quater StHG.

¹³³ U.a. Kanton Basel-Stadt und Stadt Zürich.

6.7 Transaktionskosten (Transformationskosten)

Immobilieninvestoren konzentrieren ihr Interesse in der Regel auf die Marktwerte der Liegenschaften sowie deren Rendite¹³⁴. Die mit dem Kauf und Verkauf verbundenen Zusatzkosten werden dabei oft zu wenig berücksichtigt. Rationale Anlageentscheide müssen sämtliche Transaktionskosten beinhalten und damit auf „Investment-Values“ und nicht nur auf „Market-Values“ basieren. Transaktionskosten für Liegenschaften können je nach Objekt sehr unterschiedlich ausfallen, zudem sind in der Schweiz erhebliche regionale Unterschiede anzutreffen.

Die Transaktionskosten für Liegenschaften lassen sich u.a. einerseits in explizite Transaktionskosten und andererseits in Koordinationskosten unterteilen¹³⁵. In die erste Kategorie der expliziten Transaktionskosten fallen die Notariats- und Grundbuchgebühren, die Handänderungssteuer sowie Grund- und Grundstücksgewinnsteuer. Zur zweiten Kategorie der Koordinationskosten gehören, neben allfälligen Kosten für Vermittler, auch die gesamten Prüfkosten in den Bereichen Recht, Steuern, Umwelt, Bauzustand sowie die Bewertungskosten.

6.7.1 Explizite Transaktionskosten

Die möglichen expliziten Transaktionskosten bei einer Sacheinlagetransaktion setzen sich, unabhängig der Transaktionsstruktur, wie folgt zusammen¹³⁶:

Die *Grundstückgewinnsteuer* als kantonale Steuer wird in Abhängigkeit von realisiertem Gewinn und der Haltedauer berechnet. Die Steuersätze variieren dabei in einer Bandbreite von einigen wenigen Prozenten bis hin zu 60 Prozent und mehr des realisierten Veräußerungsgewinns bei sehr kurzen Haltefristen. Die Grundstücksgewinnsteuer ist in jedem Falle vom Verkäufer zu bezahlen.

Die *Handänderungssteuer* wird derzeit von 19 Kantonen erhoben¹³⁷ und beträgt zwischen 1 und 3.3 Prozent des Kaufpreises. Die Handänderungssteuer ist in der Regel durch den Erwerber, in einigen Fällen jedoch durch Erwerber und Veräußerer zu entrichten.

Die *Grundbuchgebühr* wird in den meisten Kantonen als Proportionaltarif mit Ober- und Untergrenzen pro Geschäftsfall erhoben und beträgt zwischen 0.1 und 0.5 Prozent.

¹³⁴ Vgl. hier und in Folge Wüest & Partner, Immo-Monitoring 2007/3, S. 68-73.

¹³⁵ Vgl. Gantenbein, die Institution des schweizerischen Immobilienmarktes, S.16. Gantenbein unterscheidet weiter noch in Motivationskosten (Disincentivekosten, Kontroll- und Durchsetzungskosten), Opportunitätskosten (Verluste durch schlechten Vertrag) und implizite Transaktionskosten (illiquiditätsbedingte Preiseinbussen).

¹³⁶ Vgl. dazu auch Gantenbein, die Institution des schweizerischen Immobilienmarktes, S. 137.

¹³⁷ 26 Kantone, ohne AG, GL, SH, SZ, UR, ZG, ZH.

Die *Notariatsgebühr* wird in der Regel aufgrund einer kantonalen Tarifordnung in Abhängigkeit des Transaktionspreises degressiv festgelegt und beträgt je nach Kanton und Rechtsform der Notariate zwischen 0.05 und 0.2 Prozent. Grundbuch- und Notariatsgebühr werden i.d.R. zwischen den Vertragsparteien hälftig geteilt.

6.7.2 Koordinationskosten

Obwohl Immobilieninvestoren als Sachverständige in ihrem Gebiet angesehen werden, werden meist nur wenige Schritte einer Transaktion ausschliesslich mit internen Ressourcen abgewickelt. Die Prüfung von steuerlichen und rechtlichen Fragen wird meist ausgelagert. Gleiches gilt für die technischen Disziplinen wie Bauzustandsanalyse und Umweltprüfung. Die Beauftragung externer Berater für die Überprüfung von Chancen und Risiken kann, neben den damit verbundenen Kosten, gerade bei komplexen Immobilientransaktionen aber auch einen nicht zu unterschätzenden Mehrwert generieren.

Neben den Kosten für die sorgfältige Prüfung der Liegenschaften fallen weitere Kosten für das unabhängige Bewertungsgutachten, für die Überprüfungen der regulatorischen Rahmenbedingungen durch die Revisionsstellen an.

Pensionskassen beauftragen mehrheitlich, aufgrund fehlender Kompetenzen und Ressourcen, ein auf Immobilientransaktionen spezialisiertes Beratungsunternehmen, das sämtliche operativen Tätigkeiten übernimmt und der PK beratend zur Seite steht.

Die gesamten Koordinationskosten werden i.d.R. nach Aufwand abgerechnet. Bereits bei einfachen Liegenschaftstransaktionen können Prüfungskosten bis zu sechsstelligen Beträgen anfallen. Die Kosten der juristischen Dienstleistungen für die steuerlichen Abklärungen und Begleitung der Transaktion sowie für die Vertragsgestaltung verzehren den grössten Anteil der Koordinationskosten. Der Preisrahmen ist je nach Grösse und Komplexität der Transaktion sowie den Anforderungen der Parteien nach oben offen.

I.d.R. tragen die Parteien die Kosten für die gemeinsamen steuerlichen Abklärungen je zur Hälfte. Die eigenen Kosten, insbesondere die jeweiligen Due-Diligence-Kosten sowie Beraterhonorare, trägt jede Partei selbst.

6.7.3 Vergleich Transaktionskosten

Abbildung 17 zeigt im Vergleich die Transaktionskosten für eine Sacheinlage-transaktion von CHF 100 Mio. ohne Berücksichtigung der Grundstücksgewinnsteuer. Diese steht in Abhängigkeit der verschiedenen kantonalen Steuertarife, vom realisierten

Veräusserungsgewinn sowie der Haltedauer und ist von Fall zu Fall spezifisch zu ermitteln. Grundsätzlich haben die Kosten degressiven Charakter - Prozentual fallen diese bei grossen Volumen geringer aus als bei kleinen Volumina.

	Transaktion (CHF 100 Mio.)	Sacheinlage (CHF 100 Mio.)	Sacheinlage nach FusG (CHF 100 Mio.)
Expl. Transaktionskosten			
Handänderungssteuer	0.0 – 3.3 %	0.0 – 3.3 %	keine
Grundbuchgebühren	0.1 – 0.5 %	0.1 – 0.5 %	0.1 – 0.5 %
Notariatsgebühren	0.05 – 0.2 %	0.05 – 0.2 %	0.05 – 0.2 %
Koordinationskosten			
Vermittlungskosten	0.8 %	keine	keine
Beraterkosten	0.08 – 0.1 %	0.1 – 0.12 %	0.1 – 0.2 %
Total	1.03 – 4.90 %	0.25 – 4.10 %	0.25 – 0.90 %

Abbildung 17: Übersicht Transaktionskosten (Transformationskosten)¹³⁸

Die innerhalb der Transaktionsstruktur grossen Bandbreiten erklären sich durch die kantonal unterschiedlichen Tarife der Handänderungssteuer. Dabei werden Transaktionen in der Westschweiz und Basel-Stadt am stärksten besteuert.

Die drei aufgezeigten, unterschiedlich strukturierten Transaktionen zeigen systembedingte und z.T. auffällige Unterschiede auf. Während bei Sacheinlage-Transaktionen keine Vermittlungskosten anfallen ist mit einem grösseren Aufwand bei den Beraterkosten (Bewertung, Revisionsstelle, Vertragserstellung) zu rechnen. Als wesentlichster Unterschied entfällt bei der nach FusG strukturierter Sacheinlage die Handänderungssteuer. Eine weitere Optimierung entsteht gebühreseitig durch die Vereinfachungen des Vermögensübertragungsvertrages.

6.7.4 Ausgabekommission bei Anlagestiftungen

Beim Verkauf von Anteilen wird dem Käufer von der ausgebenden Anlagestiftung eine Ausgabekommission belastet. Sie beträgt zwischen 0.4 und 5 Prozent des Ausgabepreises¹³⁹.

Die Ausgabekommission ist durch den Erwerber zu bezahlen. Im Rahmen einer Sacheinlagetransaktion verzichtet jedoch i.d.R. die Anlagestiftung auf die Erhebung der Ausgabekommission.

¹³⁸ Quelle: Wüest & Partner; Eigene Recherchen; Eigene Darstellung.

¹³⁹ CSA RES: 0.4 %; Zürich: 5.0 %.

6.7.5 Exkurs Anlagefonds

Beim Erwerb von Anlagefonds, die an der Schweizer Börse SWX kotiert sind, ist heute mit Transaktionskosten von etwas 0.2 Prozent für Stempelsteuern, Brokergebühren und Kosten für die Depotbank zu rechnen. Es zeigt sich, dass die staatlichen Abgaben für den Liegenschaftenhandel diejenigen des Wertschriftenhandels bei weitem übersteigen.

Dagegen zahlt der Anleger bei kotierten Immobilienanlagefonds zu den tatsächlichen Vermögenswerten des Fonds einen Ecart, der in Folge grosser Nachfrage nach entsprechenden Produkten durchaus 20 Prozent und mehr betragen kann. Der Ecart beziffert die Differenz zwischen dem Börsenwert und dem tatsächlichen Vermögenswert eines Immobilienfonds.

Gegenüber Anlagestiftungen die eine nicht-kotierte Immobilienanlageform darstellen und somit mit den Finanzmärkten nicht korrelieren und ihre Anteile lediglich auf Basis des NAV bewerten, stellt dies ein gravierender Nachteil dar.

7 Praktische Überprüfung

In diesem Kapitel werden abschliessend Sacheinlage-Transaktionen in der Schweiz von Vorsorgeeinrichtungen zu Anlagestiftungen untersucht und erklärt. Ziel ist es, die Periode von 2004 bis 2008 quantitativ zu beurteilen und dabei auffällige Sacheinlagen qualitativ zu begründen.

Methodisch wurden sämtliche Geschäftsberichte der Anlagestiftungen auf Sacheinlagen untersucht sowie die im Schweizerischen Handelsamtsblatt (SHAB) publizierten Vermögensübertragungen auf Anlagestiftungen seit Wirkung des revidierten FusG herausgefiltert. Ergänzt wurde das Bild durch Interviews mit Vertretern von Anlagestiftungen. Die in dieser Arbeit verwendeten Daten sind allesamt publiziert und öffentlich einsehbar. Da jedoch aufgrund der unterschiedlichen Praxis in der Berichterstattung von Sacheinlage-Transaktionsdaten möglichenfalls Daten von kleineren Transaktionen zu Beginn der Betrachtungsperiode fehlen, werden in dieser Arbeit zusätzlich aggregierte Daten verwendet.

7.1 Entwicklung der Sacheinlage-Transaktionen in der Schweiz

In der Periode von 2004 bis 2008 wurden Immobilien im Wert von CHF 1.75 Mrd. von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen im Rahmen von ca. 50 Sacheinlage-Transaktionen eingebracht¹⁴⁰. Auffällig sind vier Transaktionen¹⁴¹ mit einem Übertragungspreis von über CHF 200 Mio., welche zusammen rund 70 Prozent des Transaktionsvolumens ausmachen¹⁴². Während dem das gesamte Transaktionsvolumen durch diese vier Transaktionen geprägt ist, ist die grosse Anzahl kleiner Transaktionen nicht zu vernachlässigen. Dabei beträgt der Anteil der rund 40 erfolgten kleineren Transaktionen, deren Volumen z.T. deutlich unter CHF 100 Mio. liegt, dennoch 30 Prozent am gesamten Transaktionsvolumen.

Mit einem gesamten Transaktionsvolumen von CHF 1.75 Mrd. in der Periode von 2004-2008 beträgt der Anteil von Sacheinlage-Transaktionen am Vermögenszuwachs von Anlagestiftungen von rund CHF 7.1 Mrd. in der gleichen Periode somit rund 25 Prozent. Daneben erfolgt das Wachstum von Anlagestiftungen nebst Wertveränderungen durch Steigerung der Marktwerte oder wertvermehrenden Investitionen immer noch zum grössten Teil durch Kauf von Liegenschaften auf dem Markt sowie durch Projektentwicklungen (siehe Abbildung 18).

Sacheinlage-Transaktionen spielen erst ab 2004 eine bedeutende Rolle auf dem Markt, was sicherlich auf die Einführung des FusG per 1.4.2004 zurückzuführen ist. Der Anteil

¹⁴⁰ Quelle: Geschäftsberichte; Interviews mit Vertretern von Pensionskassen und Anlagestiftungen.

¹⁴¹ Sacheinlagen der PK Post, PK ASCOOP, BLPK, BLVK

¹⁴² Siehe Kap. 7.2.

der Vermögensübertragungen nach FusG am gesamten Sacheinlage-Transaktionsmarkt beträgt seit 2006 im Durchschnitt rund 80 Prozent. Somit ist die Wirkung des neuen FusG, mit dem Instrument der steuerneutralen Vermögensübertragung, auf dem Schweizer Immobilienmarkt nicht zu übersehen.

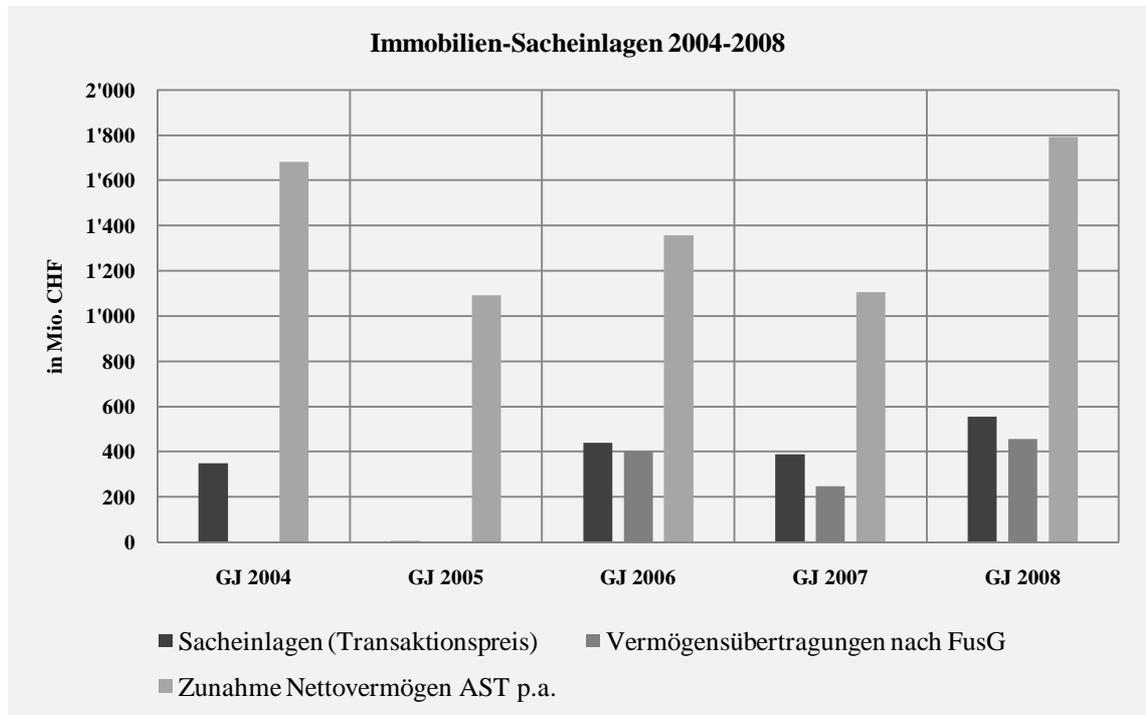


Abbildung 18: Immobilien-Sacheinlagen 2004-2008

Als Sacheinlage kann auch die Entstehung der Immobilien-Anlagestiftung Turidomus im Jahre 2002 durch die Pensionskassen der ehemaligen Swissair, der Vorsorgeeinrichtungen der Nestlé und der Pensionskasse der Stadt Zürich unter der Leitung der Pensimo Management AG¹⁴³¹⁴⁴ betrachtet werden. Dabei handelt es sich um einen exemplarischen Fall von Immobilien-Sacheinlagen zur Gründung eines neuen Anlagevehikels mit gleichzeitiger Beteiligung der Vorsorgeeinrichtung am Anlagevermögen. Darauf folgend hat die Anlagestiftung Turidomus im Jahre 2004 von der Pensionskasse der Post einen Immobilienbestand im Marktwert von über CHF 350 Mio.¹⁴⁵ übernommen und diese gleichzeitig in der Höhe des Marktwertes der Immobilien an der entsprechenden Anlagegruppe beteiligt¹⁴⁶. Obwohl dazu in der Literatur der Begriff „Sacheinlage“ nicht erwähnt ist, kann diese im ökonomischen Sinn als eine Sacheinlage-Transaktion bezeichnet werden.

¹⁴³ Quelle: Geschäftsberichte, SHAB; Eigene Darstellung.

¹⁴⁴ Vgl. Pensimo Newsletter Nr. 34, 2002; Pensimo Newsletter Nr. 36, 2003.

¹⁴⁵ Immobilienbestand der Stiftung Wohnbauförderung für das Personal Post/Swisscom.

¹⁴⁶ Vgl. Pensimo Newsletter Nr. 40, 2004.

7.2 Ausgewählte Sacheinlage-Transaktionen

Sacheinlage der Pensionskasse ASCOOP

Im Geschäftsjahr 2006 hat die ASSETIMMO Immobilien-Anlagestiftung ein Immobilienpaket von 74 Liegenschaften von der Pensionskasse ASCOOP mit einem Marktwert von CHF 405.9 Mio. mittels Vermögensübertrag übernommen¹⁴⁷.

Mit Ausnahme einer Liegenschaft (Sitz Geschäftsstelle) besitzt die Pensionskasse der ASCOOP keine Immobilien-Direktanlagen mehr und ist überwiegend indirekt investiert. Trotz nationaler Diversifikation war das Portfolio der PK ASCOOP vorwiegend im Raum Bern konzentriert. Mit Einbringung der Liegenschaften erreicht die Pensionskasse eine grössere geografische Diversifikation, eine stabilere Ertragssituation und entlastet sich der Neuorganisation des Immobilienmanagements resp. der Immobilienstrategie.

Das Transaktions-Portfolio entspricht rund 55 Prozent des Immobilienanlagevolumens der Anlagestiftung ASSETIMMO und hat somit durch diese eine Transaktion eine wesentliche Veränderung des Anlagestiftungsvermögens zur Folge.

Sacheinlage der Basellandschaftlichen Pensionskasse

Im Geschäftsjahr 2007 hat die Avadis Anlagestiftung ein Immobilienpaket von 23 Liegenschaften von der Basellandschaftlichen Pensionskasse (BLPK) mit einem Marktwert von CHF 221.5 Mio. mittels Vermögensübertrag übernommen¹⁴⁸.

Das Transaktionsvolumen entspricht rund 27 Prozent des Immobilienbestandes der Vorsorgeeinrichtung. Mit dieser Sacheinlage trennte sich die BLPK lediglich von Teilen ihrer Direktinvestitionen in Immobilien und wandelte diese in indirekte Anlagen. Die BLPK hat im Zuge der Überprüfung der Portfoliostrategie beschlossen, zur Verbesserung der Anlagediversifikation in andere Regionen zu investieren und das bisherige Engagement in der Region der Nordwestschweiz (Baselland, Baselstadt) zu reduzieren.

Im Gegenzug dazu konnte die Avadis Anlagestiftung, die gewisse Konzentrationen des Immobilienbestandes in den Regionen Zürich, Aargau sowie Genf und Lausanne aufweist, ihr Exposure in der Nordwestschweiz erhöhen und die nationale geografische Verteilung des Portfolios gezielt verbessern.

Die BLPK hat sich bereits im Jahr 2000 für die strategische Neuausrichtung des Immobilienmanagement entschieden. Seither wird das Portfoliomanagement von der

¹⁴⁷ Vgl. dazu ASSETIMMO, Geschäftsbericht 2006/2007; PK ASCOOP, Geschäftsbericht 2006.

¹⁴⁸ Vgl. dazu Avadis, Geschäftsbericht 2007; BLPK, Geschäftsbericht 2007.

Adimmo¹⁴⁹ getätigt. Da mit der Sacheinlage gezielt die Immobilienstrategie umgesetzt wurde, war das Immobilienmanagement keinesfalls Motiv der Transaktion.

Sacheinlage der Bernischen Lehrerversicherungskasse

Im Geschäftsjahr 2008 hat die Swisscanto Anlagestiftung ein Immobilienpaket von 16 Liegenschaften von der Bernischen Lehrerversicherungskasse (BLVK) mit einem Marktwert von CHF 206.1 Mio. mittels Vermögensübertrag übernommen¹⁵⁰.

Mit Ausnahme einer Liegenschaft (Sitz Geschäftsstelle) besitzt die BLVK keine Immobilien-Direktanlagen mehr und ist überwiegend indirekt investiert. Ausgangslage der Transaktion waren strategische Überlegungen der BLVK. Diese beabsichtigt, um die Risiken einer direkten Immobilien-Anlage zu eliminieren, die Liegenschaften ausschliesslich in indirekter Form zu halten sowie eine Vergrösserung der Diversifikation zu erzielen. Das Portfolio der BLVK war räumlich vorwiegend im Raum Bern und Freiburg konzentriert und hat überwiegend Wohnliegenschaften beinhaltet. Offensichtlich sind dabei gewisse Parallelen zur Sacheinlage der PK ASCOOP.

Für das Portfolio der Swisscanto ist die Transaktion aus Sicht der Diversifikation von geringer Bedeutung. Der Vermögenszuwachs des Anlagevolumens liegt bei rund 8.5 Prozent.

Anlagegruppe CSA Real Estate Switzerland Dynamic

Die Anlagegruppe CSA Real Estate Dynamic ist eine Anlagegruppe der Credit Suisse Anlagestiftung und wurde im Jahr 2006 gegründet¹⁵¹. Die Anlagegruppe investiert vorwiegend in Liegenschaften, die sich in wirtschaftlich und geographisch peripheren Regionen befinden, und/oder ein höheres wirtschaftliches Alter aufweisen sowie in kleinere Immobilien¹⁵². Zielgruppe sind Pensionskassen, die ihr Immobilienvermögen durch eine Sekuritisierung¹⁵³ auf eine professionelle Basis stellen und gleichzeitig die Diversifizierung verbessern möchten. Das Anlagegefäss weist seit der Gründung im Jahr 2006 ein rasantes Wachstum auf und hat per Ende Juni 2008 bereits einen Bestand im Verkehrswert von über CHF 300 Mio. vorzuweisen. Von den 69 Liegenschaften stammen 44 Objekte von Pensionskassen die ihre Objekte als Sacheinlage eingebracht haben und sich im Gegenzug an der Anlagegruppe beteiligten. Damit hat die

¹⁴⁹ Die Adimmo ist eine Tochtergesellschaft der BLPK. Sie erbringt Dienstleistungen im Bereich des strategischen und operativen Immobilien-Portfolio-Managements für die BLPK wie auch für externe Kunden.

¹⁵⁰ Vgl. dazu Swisscanto, Geschäftsbericht 2007/2008; BLVK, Geschäftsberichte 2007, 2008.

¹⁵¹ Vgl. hier und in Folge Credit Suisse, Real Estate Newsflash, 2008.

¹⁵² Sog. „B-Liegenschaften“.

¹⁵³ Vgl. Kap. 6.2.

Anlagestiftung einerseits eine Marktnische im Bereich eines Anlagevehikels für B-Liegenschaften entdeckt und kann andererseits ihre Erfahrung mit dem Trend nach Sacheinlage-Transaktionen verbinden.

7.3 Volumen für Sacheinlagen

Das Wachstumspotential in der Schweiz ist für alle und damit auch für institutionelle Immobilienanleger beschränkt. Diese Einschätzung gilt sowohl für den Primärmarkt (Entwicklung und Neubau von Liegenschaften) als auch für den Sekundärmarkt (Handel von bestehenden Liegenschaften). Die entsprechenden Potentiale bewegen sich im Primärmarkt zwischen CHF 2-3 Mrd. pro Jahr und Sekundärmarkt zwischen CHF 6-7 Mrd. jährlich. Geht man von einem indikativen Anlagevolumen von rund CHF 160 Mrd. aus, kann die gesamte Gruppe der institutionellen Anleger in der Schweiz bestenfalls um einige wenige Prozente wachsen.

Anlagestiftungen wiesen in diesem schwierigen Markumfeld seit dem Jahr 2000 eine durchschnittliche jährliche Zuwachsrate von 25 Prozent auf. Dieses Wachstum ist auch dem Wechsel von der direkten in die indirekte Anlage von Pensionskassen mittels Sacheinlage zuzuschreiben.

Gemäss Umfrageergebnissen¹⁵⁴ wird der Anteil indirekter Immobilienanlagen bei Pensionskassen bei der Asset Allocation auch weiterhin auf zunehmendes Interesse stossen. Die Pensionskassen werden dem Trend weiter folgen, ihren Heimatlandanteil im Portfolio verstärkt indirekt abzudecken und den Anteil indirekter Immobilienanlagen in naher Zukunft weiter zu erhöhen. Einerseits kann dies durch Erhöhung des Immobilienanteiles innerhalb der Asset-Allocation erfolgen andererseits durch Umwandlung des direkten in indirekten Immobilienbestand.

Die direkten Immobilienexposure der Pensionskassen betragen per Ende 2008 CHF 56.8 Mrd¹⁵⁵. Rein hypothetisch entspricht dies auch dem möglichen transferierbaren Immobilienbestand von Pensionskassen zu Anlagestiftungen. Eine Erhöhung des indirekten Anteils von derzeit 29 Prozent auf 50 Prozent der inländischen Immobilienanlagen bringt laut Einschätzung von Marktteilnehmern ein kurz- bzw. mittelfristiges Umsetzungspotential von rund CHF 15 Mrd. mit sich. Damit besteht für Anlagestiftungen das Potential durch Immobilien-Sacheinlagen jährlich um CHF 1.0 – 1.5 Mrd. zu wachsen. Marktteilnehmer gehen dagegen von einem jährlichen Volumen von rund CHF 300-600 Mio. aus, was auch annähernd den Transaktionsvolumen der letzten Jahre entspricht.

¹⁵⁴ Vgl. Sal. Oppenheim, Immobilien Investment Survey 2008, S. 13.

¹⁵⁵ Vgl. dazu Kap. 2.

8 Zusammenfassung und Ausblick

In der Schweiz existieren als mögliche Anlagegefässe für Vorsorgeeinrichtungen - neben Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften - auch die Immobilien-Anlagestiftungen. Diese haben gegenüber den börsenquotierten Vehikeln den Vorteil, dass sie mit Immobilien-Direktanlagen vergleichbar sind und so ein optimales Anlageinstrument für steuerbefreite Einrichtungen der zweiten und dritten Säule darstellen.

Daneben besteht im Anlageverhalten von Vorsorgeeinrichtungen ein allgemeiner Trend zu indirekten Anlagen, sowohl in der Schweiz wie auch im Ausland. Eine Umschichtung bringt zunächst den Vorteil der breiten Diversifikation in neue Sektoren und Märkte mit sich. Gleichzeitig kann ein Anleger von Skaleneffekten und tieferen eigenen Ressourcenaufwänden profitieren. Vor allem die Erzeugung von Liquidität und Fungibilität, die durch die Umwandlung der Anlage einer physischen Immobilie in handelbare Anteile bzw. Ansprüche bei gleich bleibender oder besserer Performance geschaffen wird, ist ausschlaggebend, dass sich zunehmend Eigentümer für eine Vermögensumschichtung entscheiden.

Aufgrund des Nachfrageüberhanges in der Schweiz sind praktisch sämtliche Immobilienanlagegruppen von Anlagestiftungen für Neuemissionen geschlossen. Mittels Immobilien-Sacheinlage besteht für Vorsorgeeinrichtungen aber dennoch die Möglichkeit, sich jederzeit an einem Anlagevehikel zu beteiligen und damit die Umwandlung der direkten in die indirekte Anlageform zu vollziehen.

Die Komplexität und Dauer der Transaktion richtet sich dabei nach der Grösse des zu übertragenden Immobilienbestandes, nach dem gewählten Auswahlverfahren sowie nach der für die Parteien bestmöglichen Übertragungsform. Wer Risiken frühzeitig erkennt und in der Lage ist, Entscheidungsoptionen zu nutzen, kann eine solche Transaktion optimal gestalten. Wichtige Erfolgskomponenten sind ein systematisches Vorgehen bei der Entscheidungsfindung und eine kompetente Projektführung und -organisation. Im Gegensatz zu den üblichen Auswahlverfahren sind bei Sacheinlagen beide Seiten Anleger, deren Interessen idealerweise in Übereinstimmung gebracht werden können.

Vorsorgeeinrichtungen stehen seit der Einführung des neuen FusG grundsätzlich zwei Möglichkeiten zur Abwicklung von Sacheinlage-Transaktionen zur Verfügung. Zum einen die Vermögensübertragung nach dem FusG und andererseits die Singularsukzession. Die Vorteile der Vermögensübertragung überwiegen. So genügt auch dann eine einzige Urkunde bei der öffentlichen Beurkundung des Vermögensübertragungsvertrages, wenn die zu übertragenden Grundstücke in verschiedenen Kantonen und Gemeinden liegen. Ein weiterer Vorteil liegt in der

steuerneutralen Überführung der Liegenschaften bezüglich der Grundstückgewinnsteuer und in den meisten Fällen auch einer Befreiung von der Handänderungssteuer.

Von 2004-2008 wurden rund 50 Sacheinlage-Transaktionen im Wert von CHF 1.75 Mrd. abgewickelt, was 25 Prozent des Wachstums der Anlagestiftungen entspricht.

Aufgrund von Umfrageergebnissen bei Vorsorgeeinrichtungen werden Pensionskassen dem Trend weiter folgen, ihren direkten Immobilienbestand vermehrt indirekt abzudecken und den Anteil indirekter Immobilienanlagen zu erhöhen. Voraussichtlich werden vor allem Pensionskassen mit kleineren und schlecht diversifizierten Immobilienbeständen diesen Schritt vollziehen. Während für Sacheinlage-Transaktionen kurz- und mittelfristig ein jährliches Potential von CHF 1.0 Mrd. bestehen kann, rechnen Marktteilnehmer mit einem jährlichen Transaktionsvolumen in der Grössenordnung von CHF 300-600 Mio., was auch den Marktbewegungen der letzten Jahre entspricht.

Langfristig wird der Umwandlung- und Konzentrationsprozess auch von den strategischen Absichten der Besitzer von grossen Immobilienbeständen geprägt werden. Diese streben eine vermehrte Diversifikation ihrer Immobilienanlagen an. Neben dem Aufbau von internationalen Beteiligungen werden dabei auch grössere direkte Immobilienbestände in indirekte Anlageformen umgewandelt.

Anhang

- Anlage 1 Immobilienvermögen von Anlagestiftungen
- Anlage 2 Immobilien-Sacheinlagen
- Anlage 3 Immobilien-Vermögensübertragungen nach FusG an Anlagestiftungen
- Anlage 4 Verzeichnis Interviewpartner
- Anlage 5 Interview-Fragenkatalog: Pensionskassen
- Anlage 6 Interview-Fragenkatalog: Anlagestiftungen

Anlage 1 Immobilienvermögen von Anlagestiftungen

Immobilienvermögen von Anlagestiftungen

		Ort / Anlageform	Nettovermögen Ende GJ 2004 in Mio. CHF	Nettovermögen Ende GJ 2005 in Mio. CHF	Nettovermögen Ende GJ 2006 in Mio. CHF	Nettovermögen Ende GJ 2007 in Mio. CHF	Nettovermögen Ende GJ 2008 in Mio. CHF
AFIAA	Anlagestiftung für Immobilienanlagen im Ausland Sondervermögen AFIAA Immobilien	A direkt/indirekt	0	100.1	257.7	556.9	596.3
ASSETIMMO	ASSETIMMO Immobilien-Anlagestiftung Sondervermögen W (Wohnliegenschaften) Sondervermögen G (Geschäftsliegenschaften)	CH direkt CH direkt	336.7 374.9	353.5 390.4	722.3 478.3	761.5 501.9	800.8 529.6
Avadis	Avadis Anlagestiftung Immobilien Schweiz Immobilien Europa Immobilien Nordamerika Immobilien Asien Pazifik	CH direkt A indirekt A indirekt A indirekt	1099.5 58.4 87.8 0	1'167.5 78.4 115.4 0	1'245.4 105.9 146.0 0	1'556.6 76.2 103.5 31.4	1'637.9 35.9 41.0 15.9
CSA	Credit Suisse Anlagestiftung CSA Real Estate Switzerland CSA Real Estate Switzerland Dynamic CSA Hypotheken Schweiz CSA Real Estate Switzerland Pooled Investments	CH direkt CH direkt CH CH indirekt	2'076.3 0 1'595.6 0	2'461.2 0 1'886.8 0	2'686.8 0 2'012.2 0	2'859.2 131.9 1'708.0 33.1	2'908.8 225.6 1'578.5 89.8
FIDIP	Fondation Immobilière des Institutions de Prevoyance Fondation Immobilière des Institutions de Prevoyance	CH direkt	126.7	129.9	129.5	146.5	148.6
HIG	HIG Immobilien Anlage Stiftung HIG Immobilien Anlage Stiftung	CH direkt	387.9	392.1	399.7	444.1	457.3
Hypotheka	Fondation Hypotheka Fondation Hypotheka	CH	264.8	365.2	447.1	538.1	692.8
Imoka	Anlagestiftung Imoka Anlagestiftung Imoka	CH direkt	140.0	165.1	196.8	210.9	269.5
IST	Investmentstiftung für Personalvorsorge Immo Optima Schweiz Immo Invest Schweiz Immo Optima Europa Immo Optima Asien Pazifik	CH indirekt CH direkt A indirekt A indirekt	132.1 0 0 0	185.2 0 35.5 0	207.8 0 90.3 0	259.7 125.0 109.4 0	293.5 134.6 71.1 4.0
Pensimo	Anlagestiftung Pensimo Anlagegruppe Pensimo Casareal Anlagegruppe Pensimo Proreal	CH direkt CH direkt	537.1 131.1	552.2 137.5	566.2 145.8	565.2 139.3	649.2 139.7
Swisscanto	Swisscanto Anlagestiftung Immobilien Schweiz	CH direkt	1'803.6	1'952.5	2'172.4	2'373.4	3'167.5
Swisscanto Avant	Swisscanto Anlagestiftung Avant Immobilien Ausland	A indirekt	0	0	0	298.0	233.6
Testina	Anlagestiftung Testina Anlagestiftung Testina	A indirekt	0	55.2	196.5	326.7	297.7
Turidomus	Anlagestiftung Turidomus Anlagegruppe Turidomus Casareal Anlagegruppe Turidomus Proreal	CH direkt CH direkt	1'861.5 395.6	1'861.2 386.7	1'883.6 478.0	1'892.6 536.7	1'902.4 528.8
UBS	Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge Immobilien Schweiz Immparts Schweiz Immobilien Ausland PM-Immparts Schweiz	CH direkt CH indirekt A indirekt CH indirekt	442.1 166.3 206.1 0	482.6 250.6 334.7 0	490.5 296.8 96.0 0	504.0 325.1 104.3 0	789.9 149.5 59.6 116.8
UBS 2	UBS Investment Foundation 2 AST 2 Global Real Estate Securities	A indirekt	0	0	212.8	334.4	213.2
Zürich	«Zürich» Anlagestiftung Immobilien - Wohnen Schweiz Immobilien - Traditionell Schweiz Immobilien - Geschäft Schweiz Immobilien - Global	CH direkt CH direkt CH direkt A indirekt	193.5 0 0 0	265.0 299.9 0 0	380.9 379.0 0 0	425.4 259.7 151.4 178.4	560.3 376.5 160.4 141.5
Total	Nettovermögen	alle Cluster	12'417.6	14'404.4	16'424.3	18'568.5	20'018.1
	Nettovermögen	CH direkt	9'906.5	10'997.3	12'355.2	13'460.3	15'252.8
	Nettovermögen	CH indirekt	298.4	435.8	504.6	742.9	784.2
	Nettovermögen	CH Hypotheken	1'860.4	2'252.0	2'459.3	2'246.1	2'271.3
	Nettovermögen	A direkt/indirekt	352.3	719.3	1'105.2	2'119.2	1'709.8

Quelle: Geschäftsberichte

Nettovermögen: Nettovermögen nach Liquidationssteuern (Inventarwert)

Anlage 2 Immobilien-Sacheinlagen

Immobilien-Sacheinlagen		Transaktionspreis GJ 2004 in Mio. CHF	Transaktionspreis GJ 2005 in Mio. CHF	Transaktionspreis GJ 2006 in Mio. CHF	Transaktionspreis GJ 2007 in Mio. CHF	Transaktionspreis GJ 2008 in Mio. CHF
ASSETIMMO	ASSETIMMO Immobilien-Anlagestiftung					
	Sondervermögen W (Wohnliegenschaften)	0,0	0,0	334,3	0,0	0,0
	Sondervermögen G (Geschäftsliegenschaften)	0,0	0,0	86,6	0,0	0,0
Axa	Axa Anlagestiftung					
	Immobilien Schweiz	0,0	0,0	0,0	221,5	0,0
CSA	CSA Anlagestiftung					
	CSA Real Estate Switzerland	0,0	5,7	27,7	65,9	0,0
	CSA Real Estate Switzerland Dynaco	-	-	-	100,4	32,5
FDIP	FDIP Anlagestiftung					
	Fondation Immobilière des Institutions de Prévoyance	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
HIG	HIG Anlagestiftung					
	HIG Immobilien Anlage Stiftung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0
Imota	Imota Anlagestiftung					
	Anlagestiftung Imota	0,0	0,0	8,3	0,0	42,4
Perstino	Perstino Anlagestiftung					
	Anlagegruppe Perstino Casaral + Preval	0,0	0,0	0,0	0,0	66,9
Swisscanto	Swisscanto Anlagestiftung					
	Immobilien Schweiz	0,0	0,0	0,0	0,0	206,1
Turidom	Turidom Anlagestiftung					
	Anlagegruppe Turidom Casaral + Preval	250,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UBS	UBS Anlagestiftung					
	Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge	n.a.	0,0	0,0	0,0	207,0
Zürich	Zürich Anlagestiftung					
	Immobilien - Wohnen Schweiz	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Immobilien - Traditionell Schweiz	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Immobilien - Geschäft Schweiz	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total	Sacheinlagen (Transaktionspreis)	250,0	5,7	438,9	387,8	664,0
davon	Vermögensübertragungen nach FinG	0,0	0,0	402,0	217,9	487,6
z. Vgl.	Zunahme Nettovermögen p.a.	1'483,0	1'099,8	1'557,0	1'115,1	1'792,8
Quelle:	Geschäftsberichte					

Anlage 3 Immobilien-Vermögensübertragungen nach FusG an Anlagestiftungen

Immobilien-Vermögensübertragungen nach FusG an Anlagestiftungen, 2004-2008

Publikation SEAB	Übertragender Rechtsträger Vorsorgeeinrichtung	Übernehmender Rechtsträger Anlagestiftung	Transaktionspreis in CHF
			533'568'772
07.11.2008	BVG - Stiftung der SV Group	Cenotiva Immobilien Anlagestiftung	31'722'000
07.11.2008	Personalvorsorgeeinrichtung der der SV Group	Cenotiva Immobilien Anlagestiftung	40'264'000
29.09.2008	Vorsorgeeinrichtung der St. Galler Kantonalbank	Imoka Immobilien Anlagestiftung	31'481'000
29.08.2008	Vorsorgeeinrichtung der St. Galler Kantonalbank	Anlagestiftung Pensimo	30'101'000
11.04.2008	Pensionskasse der HG Commerciale	Anlagestiftung Pensimo	32'831'872
27.03.2008	Berühmte Lehrerversicherungskasse	Swisscanto Anlagestiftung	20'000'000
25.02.2008	Personalvorsorgekasse der Huber+Suhner AG	Anlagestiftung der UBS	62'983'000
20.02.2008	Ergänzungs- und Vorsorgekasse der Huber+Suhner AG	Anlagestiftung der UBS	70'304'400
20.02.2008	Allgemeiner Pensionsfonds der Huber+Suhner AG	Anlagestiftung der UBS	13'808'000
			247'900'000
28.12.2007	Pensionskasse Kraft Foods	Anlagestiftung der UBS	20'400'000
01.02.2007	Basellandschaftliche Pensionskasse	Avadis Anlagestiftung	221'500'000
			402'898'000
11.12.2006	Pensionskasse der Ascop	Asotimmo (IST Immobilien Anlagestiftung)	30'500'000
23.06.2006	Pensionskasse der Ascop	Asotimmo (IST Immobilien Anlagestiftung)	172'398'000
			91'430'000
03.06.2005	Spengler AG	Credit Suisse Anlagestiftung	91'430'000

Quelle: Schweizerisches Handelslexikon (SEAB)

Anlage 4 Verzeichnis Interviewpartner

Frau Sara Gabriel, Leiterin Anlagen- und Finanzen

PK ASCOOP (Pensionskasse des Personals schweizerischer Transportunternehmungen)

Herr Christian Kaufmann, Direktor Stv.

BLVK (Bernische Lehrerversicherungskasse)

Herr Andreas Roth, Product Manager Anlagegruppe CSA RES Dynamic

Credit Suisse Asset Management – CSAM

Herr Bruno Schweinzer, Leiter Immobilien

Avadis Anlagestiftung

Herr Markus Strauss, Direktor, Geschäftsleitung

ASSETIMMO Immobilien Anlagestiftung

Herr Stephan Valcanover, Leiter Sacheinlagen Immobilien

Swisscanto Anlagestiftung

Anlage 5 Interviews-Fragenkatalog: Pensionskassen

**Master of Science in Real Estate (MSc Real Estate)
Jahrgang 2008/09**

Masterthesis – Interviews

Thema:

**Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels
Immobilien-Sacheinlage**

Interviews – Fragenkatalog:

Pensionskassen

Autor:

**Alex Krauz
Jurastrasse 10, 5430 Wettingen**

Fragenkatalog:
1. Entwicklung / Ausblick (ab 2004)

- Wie gross war das Anlagevermögen der Pensionskasse (Bilanzwert GJ 2008)?
Wie gross war das Anlagevermögen in Immobilien (Schweiz und Ausland) (Bilanzwert GJ 2008)?
- Wie diversifiziert sich das Anlagevermögen Immobilien (Bilanzwert GJ 2008)?
- Ist aufgrund der Finanzkrise eine Veränderung notwendig, in Bearbeitung oder umgesetzt?
- Welche Überlegungen führten zu Veränderungen im Anlagevermögen Immobilien?
- Was sind Gründe für Veräusserungen?
- Welche Transaktionsformen gelangen bei Veräusserungen zur Anwendung?
- Warum sind Anlagestiftungen für Pensionskassen als Zielvehikel interessant?
- Welche alternativen Anlagegefässe wurden zusätzlich geprüft und warum?
- Welche finanzielle Bereitschaft für die Aufnahme in Anlagestiftungen besteht?

2. Gestaltung von Transaktionen mittels Immobiliensacheinlage (2004-2009)

- Wurden Sacheinlage-Transaktionen geprüft, jedoch nicht lanciert?
Kriterien/Faktoren des Scheiterns?
- Wurden Sacheinlage-Transaktionen erfolgreich abgeschlossen?
Kriterien/Faktoren des Erfolges?
- Welche Transaktionsformen erachten Sie als sinnvoll und welche wird von Ihnen präferiert?
- Wie werden Sacheinlage-Transaktionen jeweils organisiert?
- Wer leitet den Transaktionsprozess übergeordnet?
- Wer leitet den Transaktionsprozess seitens PK?
- Wird eine Vendor - Due Diligence seitens PK durchgeführt?
- Für welche Teilbereiche der Due Diligence werden externe Berater hinzugezogen?
- Welche Teilbereiche der Due Diligence gestalten sich am anspruchsvollsten?

- Wer entscheidet in Ihrer Organisation letztlich über Immobilientransaktionen?
- Haben sich rückblickend die Transaktionsparameter in der Umsetzung bestätigt?
- Wo sehen Sie die grössten Risiken im Rahmen einer Transaktion?
- Welches sind die Vorteile / Nachteile einer Immobiliensacheinlage?

3. Relevanz der Kriterien aus Sicht Pensionskassen

1 = entscheidend 2 = grosse Relevanz 3 = geringe Relevanz 4 = keine Relevanz	1	2	3	4
Preis, Performance	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transaktionspreis	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transaktionskosten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Performance (Track Rekord)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Performance (Erwartung der Ausschüttungen)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kostenstrukturen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Handelbarkeit der Anteilsscheine	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Möglichkeiten über Rückgabe und Ausstieg	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Risiko	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Qualität der Portfolios (Zielvehikel)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Diversifikationseffekt (Asset Allocation des Finanzvermögens)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Diversifikation des Zielvehikels (Lage, Nutzung, Alter)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Volatilität (Wertschwankung der Anteile)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fremdfinanzierungsanteil (Zielvehikel)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Managementkompetenzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mitwirkungsmöglichkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transparenz	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Anlagevorschriften (Regulatoren, Risikoverteilung, Fremdaktivitäten, Finanzierung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Anlegerstruktur (Anzahl, Verteilung, Anlegerprofile)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Anlage 6 Interviews-Fragenkatalog: Anlagestiftungen

**Master of Science in Real Estate (MSc Real Estate)
Jahrgang 2008/09**

Masterthesis – Interviews

Thema:

**Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels
Immobilien-Sacheinlage**

Interviews – Fragenkatalog:

Anlagestiftungen

Autor:

**Alex Krauz
Jurastrasse 10, 5430 Wettingen**

Fragenkatalog:
1. Entwicklung / Ausblick (ab 2004)

- Stand/steht die Anlagegruppe (Immobilien CH) Anlegern offen?
- Wie ist ein allfälliges Wachstum der Anlagegruppe (Immobilien CH) entstanden?
- Bestehen bezüglich dem(n) Anlagegefäss(en) kritische Grenzen (Volumen, Anleger)?
- Ist die Strategie des(r) Anlagegefäss(es) aktuell?
- Ist aufgrund des Wachstums der vergangenen Jahre eine Veränderung notwendig, bereits thematisiert oder umgesetzt?

2. Gestaltung von Transaktionen mittels Immobiliensacheinlage (2004-2009)

- Wurden Sacheinlage-Transaktionen angeboten, jedoch nicht weiter verfolgt?
Kriterien/Faktoren der Absage?
- Wurden Sacheinlage-Transaktionen geprüft bzw. offeriert, jedoch nicht abgeschlossen?
Kriterien/Faktoren des Scheiterns?
- Wurden Sacheinlage-Transaktionen erfolgreich abgeschlossen?
Kriterien/Faktoren des Erfolges?
- Welche Transaktionsformen erachten Sie als sinnvoll und welche wird von Ihnen präferiert?
- Wie werden Sacheinlage-Transaktionen jeweils organisiert?
- Wer leitet den Transaktionsprozess übergeordnet?
- Wer leitet den Transaktionsprozess seitens AST?
- Wird eine Due Diligence seitens AST durchgeführt?
- Für welche Teilbereiche der Due Diligence werden externe Berater hinzugezogen?
- Welche Teilbereiche der Due Diligence gestalten sich am anspruchsvollsten?
- Wer entscheidet in Ihrer Organisation letztlich über Immobilientransaktionen?
- Haben sich rückblickend die Transaktionsparameter in der Umsetzung bestätigt?
- Wo sehen Sie die grössten Risiken im Rahmen einer Transaktion?
- Welches sind die Vorteile / Nachteile einer Immobiliensacheinlage?

3. Relevanz der Kriterien aus Sicht Anlagestiftungen

1 = entscheidend 2 = grosse Relevanz 3 = geringe Relevanz 4 = keine Relevanz	1	2	3	4
Preis, Performance	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transaktionspreis	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transaktionskosten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Performance (Transaktionsgegenstand)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Performance (modellierte Integration)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Handelbarkeit der Liegenschaften	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Risiko	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Qualität der Portfolios (Transaktionsliegenschaften)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Diversifikation (Lage, Nutzung, Alter)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Volatilität (Wertschwankung der Anteile)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fremdfinanzierungsanteil (Transaktionsliegenschaften)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mitwirkungsmöglichkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Anlegerstruktur (Veränderung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Literaturverzeichnis

Aberer, Helmuth: Securitization, Zürich (Vorlesung Curem), 2009.

Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 104, Bern, 5. März 2008.

Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 109, Bern, 19. Dezember 2008.

Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Anforderungen an Anlagestiftungen, Praxis der Aufsicht Berufliche Vorsorge zu den Anforderungen an Anlagestiftungen unter ihrer Aufsicht, Bern, 02.2009.

Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Checkliste für die Prüfung von Anlagereglementen, Bern, 02.2009.

Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Fragebogen - Zusatzangaben zum Bericht der Revisionsstelle bei Anlagestiftungen, Bern, 2009.

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Medienmitteilung - Berufliche Vorsorge 2006, Neuchâtel, 2007.

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Medienmitteilung - Berufliche Vorsorge 2007, Neuchâtel, 2008.

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz - Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2002-2007, Neuchâtel, 2009.

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz - Pensionskassenstatistik 2007, Neuchâtel, 2009. (und weitere Jahrgänge)

Credit Suisse Anlagestiftung (Hrsg.): Real Estate Newsflash - CSA Real Estate Switzerland, Zürich, 2009.

Credit Suisse Economic Research (Hrsg.): Swiss Issues Immobilien - Immobilienmarkt 2009: Fakten und Trends, Zürich, 2009. (und weitere Jahrgänge)

Credit Suisse Global Custody Solutions (Hrsg.): Schweizer Pensionskassenindex - 4. Quartal 2008, Zürich, 2008.

Eidg. Finanzdepartement (EFD), Expertenkommission (Hrsg.): Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 - Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf (Erläuterungsbericht KAG), Bern, November 2003.

Gantenbein, Pascal: Performance von Immobiliengesellschaften - Marktbasierete Ansätze zum effizienten Corporate Portfolio Management. Habilitationsschrift Universität St. Gallen. Zürich: Schulthess, 2004.

Gantenbein, Pascal: Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes - Eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz. Dissertation. Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 1999.

Geltner, David M./Miller, Norman G./Clayton, Jim/Eichholtz, Piet: Commercial Real Estate - Analysis in Investments, 2nd ed., Mason/Ohio, 2007.

Gerber, Christoph: Die Vermögensumschichtung von direkten in indirekten Immobilienanlagen bei schweizerischen Pensionskassen unter ökonomischen und regulatorischen Gesichtspunkten, Masterthesis CUREM, Zürich, 2007.

Giraudi-Lüthi, Gabriele/Wartmann Norbert: Sacheinlage bei indirekten Immobilien – beide Seiten sind Anleger, in: Schweizer Personalvorsorge Nr. 8, August 2008, S. 65-66.

Groupe de Reflexion des Amtes für berufliche Vorsorge und Stiftungen des Kantons Zürich (BVS): Sicherheit und Unsicherheit in der Zweiten Säule, o. O., Mai 2005.

Guerra, Fabio: Abwicklung von Asset-Swap-Immobilientransaktionen in der Schweiz unter spezieller Berücksichtigung der Umwandlung von direkten Pensionskassen Immobilienanlagen zu Anlagestiftungen, Masterthesis CUREM, Zürich, 2008.

Jandura, Isabelle: Immobilien in Mixed-Asset Portfolio, Bd. 2995, Diss., Frankfurt am Main, 2003.

Kaluscha, Ulrich: Der Vier-Quadranten Ansatz, Zürich (Vorlesung Curem), 2008.

KGAST (Hrsg.): Kennzahlen von Immobilien-Sondervermögen (Anlagegruppen) in Anlagestiftungen - Fachinformation, Zürich, 2007.

KGAST (Hrsg.): Communiqué - Neuer Index «KGAST Immo-Index (Schweiz) - KGAST setzt neue Massstäbe bei Immobilien-Anlagen, Zürich, 25.01.2005.

KGAST (Hrsg.) und Watson Wyatt: Performance-Vergleich per 31.03.2009, Zürich, 2009.

Kloess, Stephan G.C.: Konzeption eines aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren. Dissertation. Bern, Stuttgart, Wien: 1999.

Linder Thomas/Lamprecht, Peter: Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels Immobiliensacheinlage, in: Steuer Revue Nr. 1/2007, 2007.

Loepfe, Andreas: Der CUREM-Ansatz und Einführung in das erste Modul, Zürich (Vorlesung CUREM), 2008.

Lusenti Partners LLC (Hrsg.): Swiss Institutional Survey - Umfrage-Ergebnisse per 30.6.2005, Nyon, 2005.

Lusenti Partners LLC (Hrsg.): Swiss Institutional Survey - Umfragebericht per 31.12.2008 - Teil 2 - Folgen der Finanzkrise, Nyon, 2009.

Pensimo Management AG (Hrsg.): Pensimo Newsletter Nr. 36, Zürich, Februar 2003. (und weitere Ausgaben)

Pfister, Stephan: Aufbau und Durchführung der Real Estate Due Diligence, Vorlesung CUREM, Zürich, 23.01.2009.

RICS, the Royal Institution of Chartered Surveyors, Chapter Switzerland (Hrsg.): Swiss Valuation Standards (SVS) – Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland. Zürich: Hochschulverlag, 2007.

Ritz, Kurt/Matti, Daniel: Due-Diligence-Prozesse bei Immobilientransaktionen, in: Der Schweizer Treuhänder Nr. 5/05, 2005.

Sal. Oppenheim Real Estate (Hrsg.): Immobilien Investment Survey 2008 - Allokationen, Trends, Meinungen, Zürich, 2008.

Sal. Oppenheim Real Estate (Hrsg.): Immobilien Investment Survey 2006 - Allokationen, Strategien, Präferenzen, Zürich, 2006.

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. aktualisierte und erweiterte Auflage, Köln, 2002.

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias: Handbuch Immobilien-Investition, Köln, 1998.

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias: Handbuch Immobilien-Investition, 2. vollständig überarbeitete Auflage, Köln, 2005.

Schumacher, Reto T.: Die Vermögensübertragung nach dem Fusionsgesetz, Bd. 242: Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Diss., Zürich/Basel/Genf, 2005.

Schumacher, Reto T.: Asset Swap im Immobilienbereich - ein neuer Trend bei Pensionskassen, in: KPMG - Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2008/2009, Zürich, 2009.

Stahelin, Erwin/Suter, Rainer/Siegwart, Norbert: Investitionsrechnung, Aktualisierte Neuauflage, 10. Auflage, Ort, 2007.

Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2008, September 2008.

Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2009 - 9. Swisscanto Pensionskassenumfrage - Ergebnispräsentation, 14. Mai 2009.

Thomas, Claus P.: Management indirekter Immobilien-Anlagen, Zürich (Vorlesung CUREM), 2009.

Treuhand-Kammer (Hrsg.): Swiss GAAP FER 2009, Zürich, 2009.

UBS AG, Wealth Management Research (Hrsg.): UBS research focus - Immobilien, April 2005.

UBS AG (Hrsg.): Fokus für Institutionelle Anleger - Immobilien Nr. 8, 2008.

Otruba, Suanne: Integration von Immobilien in ein Asset-Liability-Modell, Diss., Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 1998.

Von Arx, Reto: Der Asset Share Deal, in: Schweizer Personalvorsorge Nr. 4, April 2008, S. 43-44.

Wellner, Kristin: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems - Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios, Diss., Norderstedt, 2003.

Wellner, Kristin: Theorie des Immobilien Investment Managements, Zürich (Vorlesung CUREM), 2009.

Zürich Anlagestiftung (Hrsg.): IMMOSWAP - Der neue Zugang zu einer der gesuchtesten Immobilienanlagen der Schweiz, (o.J.).

Gesetze und Verordnungen

Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) vom 25. Juni 1982 (Stand am 1. Januar 2009)

Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) vom 18. April 1984 (Stand am 1. Januar 2009)

Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006 (Stand am 1. Januar 2009)

Verordnung über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen (BVV 3) vom 13. November 1985 (Stand am 1. Januar 2009)

Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG) vom 3. Oktober 2003 (Stand am 1. Januar 2008)

Geschäftsberichte Pensionskassen

Basellandschaftliche Pensionskasse (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Bernische Lehrerversicherungskasse (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Pensionskasse der ASCOOP (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Geschäftsberichte Anlagestiftungen

ASSETIMMO Immobilien-Anlagestiftung (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Avadis Anlagestiftung (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Credit Suisse Anlagestiftung (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Fondation Immobilière des Institutions de Prévoyance (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

HIG Immobilien Anlage Stiftung (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Anlagestiftung Imoka (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Anlagestiftung Pensimo (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Swisscanto Anlagestiftung (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Anlagestiftung Turidomus (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

«Zürich» Anlagestiftung (Hrsg.), Geschäftsberichte 2004-2008.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

„Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels Immobilien-Sacheinlage“

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Wettingen, den 14. August 2009

Alex Krauz