



Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Science in Real Estate (CUREM)

***„Auswirkungen der Einführung der Rechnungslegungsvorschrift
Swiss GAAP FER 26 auf die Immobilienwerte, die Bewertungs-
praxis und die Anlagestrategien der Schweizer Pensionskassen“***

| | |
|------------------|-------------------------------------|
| Name | Beat Ochsner |
| Adresse | Frohbergstrasse 15 |
| Ort | 8833 Samstagern |
| Eingereicht bei: | Dr. Christopher Bahn Peter Jäggi |
| Abgabedatum: | 19. August 2008 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| ABBILDUNGSVERZEICHNIS | III |
| ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS | V |
| 1 EINLEITUNG | 1 |
| 1.1 VERÄNDERUNGEN | 1 |
| 1.2 FRAGENSTELLUNGEN | 3 |
| 1.3 PROBLEMSTELLUNG UND ZIELSETZUNG | 4 |
| 1.4 HYPOTHESENBILDUNG | 6 |
| 1.5 AUFBAU | 7 |
| 1.6 THEMATISCHE ABGRENZUNG | 8 |
| 2 SWISS GAAP FER 26 | 10 |
| 2.1 VORGESCHICHTE | 10 |
| 2.2 BEWERTUNG DER IMMOBILIEN VOR SWISS GAAP FER 26 | 10 |
| 2.3 ALLGEMEINE ERLÄUTERUNGEN ZU SWISS GAAP FER 26 | 14 |
| 2.4 BEWERTUNG VON IMMOBILIEN NACH SWISS GAAP FER 26 | 14 |
| 2.5 ZUSAMMENFASSUNG | 18 |
| 3 EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG | 20 |
| 3.1 METHODIK | 20 |
| 3.1.1 Fragebogen | 20 |
| 3.1.2 Interviews | 21 |
| 3.2 GENERELLE ERKENNTNISSE AUS DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG | 22 |
| 3.3 AUSWIRKUNG AUF DIE BEWERTUNGSMETHODIK | 23 |
| 3.4 AUSWIRKUNG AUF DIE IMMOBILIENWERTE | 26 |
| 3.5 AUSWIRKUNG AUF DIE ANLAGESTRATEGIE VON PENSIONS KASSEN | 28 |
| 3.6 ZUSAMMENFASSUNG | 37 |
| 4 ABSCHLIESSENDE FESTSTELLUNGEN | 39 |
| 4.1 ZUSAMMENFASSUNG | 39 |
| 4.2 SCHLUSSFOLGERUNGEN | 41 |
| 4.3 AUSBLICK | 42 |
| LITERATURVERZEICHNIS | 43 |
| INTERVIEWPARTNER | 46 |
| ANHANG | 47 |
| EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG | 54 |

Abbildungsverzeichnis

| | | |
|---------------|--|----|
| ABBILDUNG 1 | EINFLÜSSE AUF DIE BEWERTUNG VON IMMOBILIEN DURCH RECHNUNGSLEGUNGSNORMEN (BLAU) SOWIE SONSTIGE GESETZE UND NORMEN (GRAU) (EIGENE DARSTELLUNG)..... | 1 |
| ABBILDUNG 2 | ZUNAHME DER INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN (VGL. GERBER, S. 34) . | 4 |
| ABBILDUNG 3 | VERÄNDERUNG ZINS-, VERMÖGENSVERWALTUNGS- UND IMMOBILIENAUFWAND (BFS, KENNZAHLEN DER PENSIONS-KASSENSTATISTIK 2000-2005, AUSZUG AUS DER BETRIEBSRECHNUNG) | 5 |
| ABBILDUNG 4 | ZUSAMMENSTELLUNG, WELCHE RECHNUNGSLEGUNGSNORMEN FÜR WELCHE UNTERNEHMEN MASSGEBEND SIND (EIGENE DARSTELLUNG) | 10 |
| ABBILDUNG 5: | BEWERTUNGSMETHODEN VOR EINFÜHRUNG SWISS GAAP FER 26..... | 11 |
| ABBILDUNG 6: | DARSTELLUNG BILANZ UND ERFOLGSRECHNUNG VOR BZW. NACH EINFÜHRUNG VON SWISS GAAP FER 26 (EIGENE DARSTELLUNG) | 12 |
| ABBILDUNG 7 | MINDMAP, DARSTELLUNG DER BEWERTUNGSMETHODEN, WELCHE ES NACH SWISS GAAP FER 26 ZUR BESTIMMUNG DES „AKTUELLEN WERTES“ GIBT (EIGENE DARSTELLUNG). | 15 |
| ABBILDUNG 8: | VERTEILUNG DES IMMOBILIENANLAGEVERMÖGENS (IN CHF) DER BEFRAGTEN VORSORGE-EINRICHTUNGEN..... | 22 |
| ABBILDUNG 9: | VERTEILUNG DER AN DER PENSIONS-KASSENSTUDIE 2007 DER SWISSCANTO BETEILIGTEN VORSORGE-EINRICHTUNGEN | 23 |
| ABBILDUNG 10: | (LINKS) BILANZIERUNGSMETHODEN VON IMMOBILIEN VOR EINFÜHRUNG VON SWISS GAAP FER 26..... | 24 |
| ABBILDUNG 11: | (RECHTS) DARSTELLUNG DER KASSEN NACH DEREN GRÖSSE, WELCHE ZUM BUCHWERT BILANZIERTEN..... | 24 |
| ABBILDUNG 12: | BEWERTUNGSMETHODEN VOR (BLAU) UND NACH (ROT) EINFÜHRUNG VON SWISS GAAP FER 26 | 25 |
| ABBILDUNG 13: | INTERNE ODER EXTERNE BEWERTUNG DER IMMOBILIEN VOR (BLAU) BZW. NACH (ROT) EINFÜHRUNG VON SWISS GAAP FER 26 | 25 |
| ABBILDUNG 14: | WERTVERÄNDERUNG DER IMMOBILIENWERTE ALS FOLGE DER BILANZIERUNG ZU „AKTUELLEN WERTEN“ | 26 |
| ABBILDUNG 15: | (LINKS) AUFLÖSUNG VON RÜCKSTELLUNGEN..... | 27 |
| ABBILDUNG 16: | (RECHTS) DANK AUSLÖSUNG VON RÜCKSTELLUNGEN DURCHSCHNITT- LICH AUFGEFANGENE WERTVERÄNDERUNG..... | 27 |
| ABBILDUNG 17: | KUMULIERTE WERTSTEIGERUNGEN ALS FOLGE DER EINFÜHRUNG VON SWISS GAAP FER 26 BZW. DER PFLICHT ZUR BILANZIERUNG DER IMMOBILIEN ZU „AKTUELLEN WERTEN“ | 28 |
| ABBILDUNG 18: | ANTEILE DES DIREKTEN UND INDIREKTEN IMMOBILIENEIGENTUMS AM GESAMTVERMÖGEN SÄMTLICHER UMFRAGETEILNEHMER (UMFRAGE OCHSNER APRIL 2008)..... | 29 |

| | |
|--|----|
| ABBILDUNG 19: VERTEILUNG IMMOBILIENEIGENTUM VOR EINFÜHRUNG SWISS GAAP FER 26 (NUR KASSEN, WELCHE AUCH DIREKTE IMMOBILIEN HALTEN)..... | 30 |
| ABBILDUNG 20: ENTWICKLUNG DER DIREKTEN UND INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN IN DER SCHWEIZ VON 1998 BIS 2007 (ERHEBUNGEN COMPLEMENTA INVESTMENT AG) | 31 |
| ABBILDUNG 21: ENTWICKLUNG IMMOBILIENVERMÖGEN IM VERHÄLTNIS ZUM GESAMTVERMÖGEN IN DER SCHWEIZ VON 1998 BIS 2007 (ERHEBUNGEN COMPLEMENTA INVESTMENT AG, BLÖCHLIGER, STÄHLIN UND OCHSNER) | 32 |
| ABBILDUNG 22: (LINKS) ÄNDERUNG DER ANLAGESTRATEGIE..... | 32 |
| ABBILDUNG 23: (RECHTS) ZUSAMMENHANG DER ANLAGESTRATEGIEÄNDERUNGEN IM ZUSAMMENHANG MIT SWISS GAAP FER 26 | 32 |
| ABBILDUNG 24: VERGLEICH INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN HEUTE UND IN ZUKUNFT.. | 33 |
| ABBILDUNG 25: GRÜNDE FÜR STRATEGIEWECHSEL..... | 35 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|--------|---|
| BFS | Bundesamt für Statistik |
| BSV | Bundesamt für Sozialversicherungen |
| BVG | Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge |
| BVV2 | Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge |
| EBK | Eidgenössische Bankenkommission |
| BWO | Bundesamt für Wohnungswesen |
| DCF | Discounted Cash Flow-Methode |
| FER | Fachempfehlung der Rechnungslegung |
| GAAP | Generally Accepted Accounting Principles – |
| GstGst | Grundstückgewinnsteuer |
| IAS | International Accounting Standards |
| IFRS | International Financing Reporting Standards |
| IPSAS | International Public Sector Accounting Standards |
| RICS | Royal Institution of Chartered Surveyors |
| SEK | Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer des SVIT |
| SHB | Schätzerhandbuch SEK / SVKG |
| SVIT | Schweizerischer Verband der Immobilien-Treuhänder |
| SVKG | Schweizerischer Verband der Kantonalen Grundstücksexperten |
| SVS | Swiss Valuation Standards |

1 Einleitung

1.1 Veränderungen

In den letzten zwanzig Jahren hat sich das Bewertungswesen stark gewandelt. Die Veränderungen betrafen nicht nur die Bewertungsmethodik¹, auch die Ansprüche und Bedürfnisse der Immobilieneigentümer und Investoren nach professionellen Immobilienbewertungen nahmen zu. Weitere Einflussfaktoren auf die Bewertungsmethoden waren die Rechnungslegungsnormen und die damit verbundene Pflicht, die Immobilien zu Marktwerten zu bilanzieren. Hinzu kamen die Auswirkungen von neuen Gesetzen und weiteren Bestimmungen wie Basel II, Börsengesetz, Kollektivanlagegesetz etc., die dazu beitragen, dass vermehrt nach einer ertragsorientierten Methode² bewertet wurde.

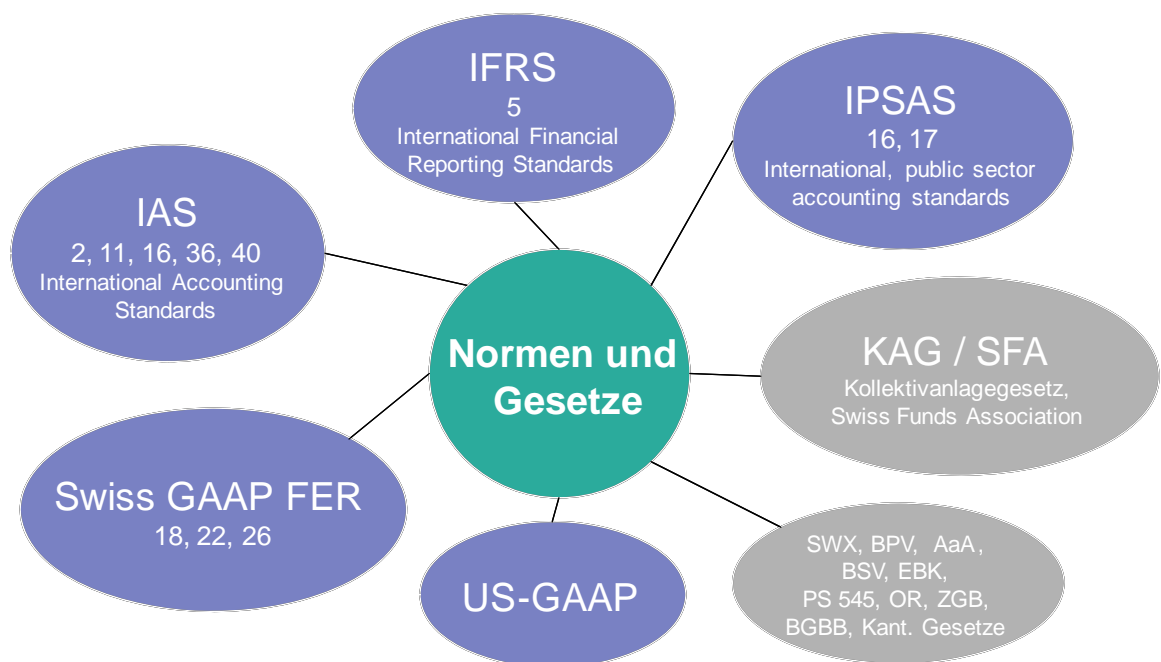


Abbildung 1 Einflüsse auf die Bewertung von Immobilien durch Rechnungslegungsnormen (blau) sowie sonstige Gesetze und Normen (grau) (eigene Darstellung)

Die Börsenkotierung der ersten Immobilien-Aktiengesellschaften vor bald zehn Jahren war eine weitere Folge von Veränderungen in der Bewerterbranche, indem nun vermehrt

¹ Vgl. Schätzerhandbuch, S. 48: Die so genannte „Praktikermethode“ in Anlehnung an das „Schätzerhandbuch“ von SEK SVIT / SVKG (Ermittlung des Verkehrswertes durch die Gewichtung von Real- und Ertragswert) verlor zunehmend an Bedeutung und an dessen Stelle wurde vermehrt eine ertragsorientierte Bewertungsmethode angewendet (Ertrags-, Barwert, DCF-Methode).

² Vgl. Stuber/Wessa, S. 342: „[...] ausgedient hat die Substanzwertmethode [...]

Portfoliobewertungen nachgefragt wurden.³ Dies führte in der Schweiz zum endgültigen Durchbruch der DCF-Bewertungsmethode, da die tatsächliche und detaillierte Abbildung des zukünftigen Cashflows nur mit dieser Methode möglich war.

Eine weitere wichtige Veränderung war die Einführung neuer Rechnungslegungsstandards, und damit verbunden, der Zwang der Unternehmungen, von der bisherigen Bilanzierung nach OR neu nach IAS/IFRS⁴, Swiss GAAP FER⁵ oder IPSAS⁶ zu bilanzieren. Diese neuen Rechnungslegungsstandards gaben oft den Ausschlag, dass Unternehmen ihre Immobilien zu Markt- und nicht mehr zu Buchwerten bilanzierten.

Teil dieser Rechnungslegungsstandards bildet Swiss GAAP FER 26. Dieser Standard zwang alle Personalvorsorgeeinrichtungen⁷, ihre Immobilien zu „aktuellen Werten“⁸ zu bilanzieren. Eine alternative Bewertung zu Anschaffungskosten, wie es IAS 16⁹ oder IAS 40¹⁰ vorsieht, ist unter Swiss GAAP FER 26 nur in Ausnahmefällen erlaubt.¹¹ Die Einführung von Swiss GAAP FER 26 per 1.1.2004 zwang somit die 2,669 Vorsorgeeinrichtungen¹², ihre direkt gehaltenen Immobilien jährlich wiederkehrend zu bewerten.

³ Zeitpunkt der Börsengänge: Warteck 1988, PSP 1999, Züblin 1999, Intershop 1999, Allreal 2000, SPS 2000, Mobimo 2005, Bfw Liegenschaften AG 2008

⁴ Bestehende Rechnungslegungsstandard (z.B. IAS 16 und 40) behalten die Bezeichnung „IAS“. Neue Standards, wie zum Beispiel IFRS 5 werden mit IFRS bezeichnet.

⁵ Swiss GAAP FER 2 zum Thema „Bewertung“, FER 3 zum Thema „Darstellung und Gliederung“, FER 18 für „Sachanlagen“ und FER 26 für „Personalvorsorgeeinrichtungen“.

⁶ IPSAS 16 für „Renditeliegenschaften“ und IPSAS 17 für „Sachanlagen“.

⁷ Die Begriffe Vorsorgeeinrichtung, Pensionskasse, Kasse und Institutionen werden in dieser Masterthesis als Synonyme verwendet.

⁸ Vgl. Swiss GAAP FER 26, S. 202, Ziffer 3 und S. 209, Bemerkungen zu Ziffer 3: „Die Bewertung der Aktiven erfolgt zu den für den Bilanzstichtag zutreffenden aktuellen Werten ohne Einbau von Glättungseffekten. Unter aktuellen Werten werden für alle Aktiven grundsätzlich Marktwerte per Bilanzstichtag verstanden“.

⁹ IAS 16 für „Sachanlagen“ (eigengenutzte Immobilien)

¹⁰ IAS 40 für „Renditeliegenschaften“

¹¹ Vgl. Swiss GAAP FER 26, Erläuterungen zu Ziffer 3: „Wenn für ein Vermögensgegenstand kein aktueller Wert bekannt ist bzw. festgelegt werden kann, gelangt ausnahmsweise der Anschaffungswert abzüglich erkennbarer Wertebussen zur Anwendung.“

¹² Vgl. BFS, Tabelle aus Pensionskassenstatistik 2006, abrufbar unter: http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/infothek/lexikon/bienvenue___login/blank/zugang_lexikon.Document.79244.xlsTabelle___zugang_lexikon.Document.79244

1.2 Fragenstellungen

Aus den erwähnten Problemen und Herausforderungen stellen sich für die Pensionskassen im Zusammenhang mit der Umstellung auf die neue Rechnungslegungsnorm Swiss GAAP FER 26 zahlreiche Fragen:

- Wie wirkten sich die Veränderungen auf das Management und die Portfoliozusammensetzung aus?
- Wie bewerteten Sie nun ihre Liegenschaften?¹³
- Nehmen sie die Bewertungen selber vor oder beauftragen sie damit Dritte?¹⁴
- Hatte die Einführung von Swiss GAAP FER 26, welche den Pensionskassen massgeblich höhere Verwaltungskosten verursachte und mehr Fachkompetenz forderte, einen Einfluss auf die Strategie der Immobilienanlagen?¹⁵ War dies der Grund für die Zunahme der vermehrten Investitionen in indirekte Immobilienanlagen¹⁶?
- Wollten die Pensionskassen mit einer vermehrten Investition in indirekte Immobilienanlagen Wertschwankungen vermeiden, weil sie dadurch ihr Immobilienportfolio besser diversifizieren und damit das Risiko mindern konnten?¹⁷
- Welche sonstigen Gründe führten zu diesem nach wie vor ungebrochenen Trend zu indirekten Immobilienanlagen?¹⁸

¹³ Vgl. Furger, S. 49: „Inwieweit kann eine KMU-Vorsorgeeinrichtung die jährliche Bewertungen dieser Positionen noch ohne Beizug von Experten bewältigen? [...] Auch wenn seitens vieler Immobilienexperten die DCF-Methode als einzig richtige Methode zur Bewertung propagiert wird, blieben im KMU-Bereich Ertragswertmodelle beliebt“.

¹⁴ Vgl. Furger, S. 49: [... der Beizug von Experten ist unabdingbar ...]

¹⁵ Vgl. Gysin, S 46, Furger S. 50 und Sauter S. 350

¹⁶ Vgl. Blöchliger, Staehlin & Partner S. 12ff; Sal Oppenheim (o.J.) S. 19; Lusenti Partners (2005), S. 16.; BFS, Pensionskassenstudie 2004, Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, S 13.; CREDIT-SUISSE: Immobilienmarkt 2008, S. 54.; Gerber, S. 35.

¹⁷ Vgl. Gerber, S. 39.

¹⁸ Vgl. Blöchliger, Staehlin & Partner, Vorstudie Umgang der Pensionskassen mit den Immobilienanlagen: Von 1992 bis 2000 nahmen die indirekten Immobilienanlagen von CHF 2,5 Mio. auf CHF 8,4 Mio. zu, während in derselben Periode der relative Anteil der Immobilienanlagen von 17.2% auf 12.4% sank. CREDIT-SUISSE: Immobilienmarkt 2008, S. 54. Gantenbein: Immobilienmarkt und institutionelle Investoren, S. 6.

1.3 Problemstellung und Zielsetzung

In den jährlichen Pensionskassenstudien des BFS und der Swisscanto werden zahlreiche weitere Daten publiziert. In der Pensionskassenstudie der Swisscanto wird jedoch nur einmal, nämlich in der Studie 2008¹⁹ aufgezeigt, wie sich der Immobilienbesitz in direkte und indirekte Immobilienanlagen aufteilt. Weder das BFS, noch Swisscanto publizieren in ihren Studien Mehrjahresvergleiche. Einzig Blöchliger, Staehlin & Partner zeigen in ihrer Vorstudie den Vergleich zwischen 1992 und 2000 auf. Ein Vergleich über die Jahre 2004 – 2005, und damit ein möglicher Nachweis über eine Veränderung in der Periode der Einführung von Swiss GAAP FER 26, zeigt einzig Gerber in seiner Pensionskassenumfrage auf. Gemäss seinen Erhebungen stieg der Anteil der indirekten Immobilienanlagen in den Jahren 2004 bis 2006 um 51%. Allerdings ist auch aus seiner Erhebung in den Jahren 2004-2005 keine auffällige Veränderungen zu erkennen. Somit fehlt ein eindeutiger Nachweis, wonach die neuen Rechnungslegungsnormen Ursache für die Zunahme gewesen sein könnten.

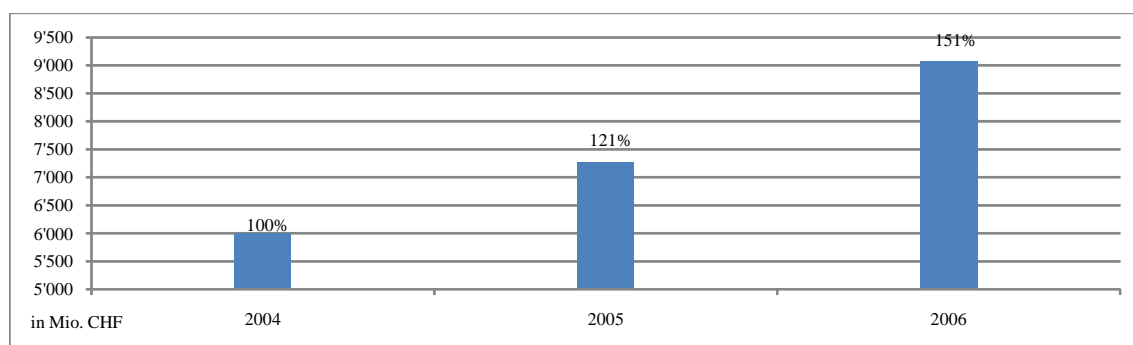


Abbildung 2 Zunahme der indirekten Immobilienanlagen (vgl. Gerber, S. 34)

Zwar erwähnt die Pensionskassenstatistik 2004 des BFS, dass „[...] zunehmend kollektiv, das heisst, via Anlagestiftungen und -fonds investiert wird [...]“²⁰. Es wird in der Einleitung zu diesem Artikel auch auf die Einführung von Swiss GAAP FER 26 verwiesen, doch fehlt der eindeutige Beweis, dass die erwähnte Zunahme von indirekten Immobilienanlagen einen Zusammenhang mit Swiss GAAP FER 26 haben könnte.

¹⁹ Vgl. Swisscanto, Auszug aus der Präsentation der 8. Pensionskassenumfrage vom 15.5.2008 (der offizielle Bericht erscheint im September 2008)

²⁰ Vgl. BFS, Pensionskassenstatistik 2004, S. 13

Das Bundesamt für Statistik und Swisscanto weisen in ihren Studien immer wieder auf den steigenden Vermögensaufwand hin²¹. Entweder wird dieser Aufwand aber nicht weiter aufgegliedert oder die Aufgliederung ist so grob, dass nicht nachgewiesen werden kann, ob sich der Aufwand für die Immobilienverwaltung erhöht hat. In der Pensionskassenstatistik 2000 bis 2005 des Bundesamtes für Statistik werden die Kosten „Zins-, Vermögensverwaltungs- und Immobilienaufwand“ zusammengefasst und die Veränderung über die erwähnten Jahre aufgezeigt. Dieser Vergleich dürfte daher wohl am ehesten diejenigen Kosten aufzeigen, welche mit dem Immobilienaufwand im Zusammenhang stehen, obwohl der Zinsaufwand nicht dazu gehören dürfte.

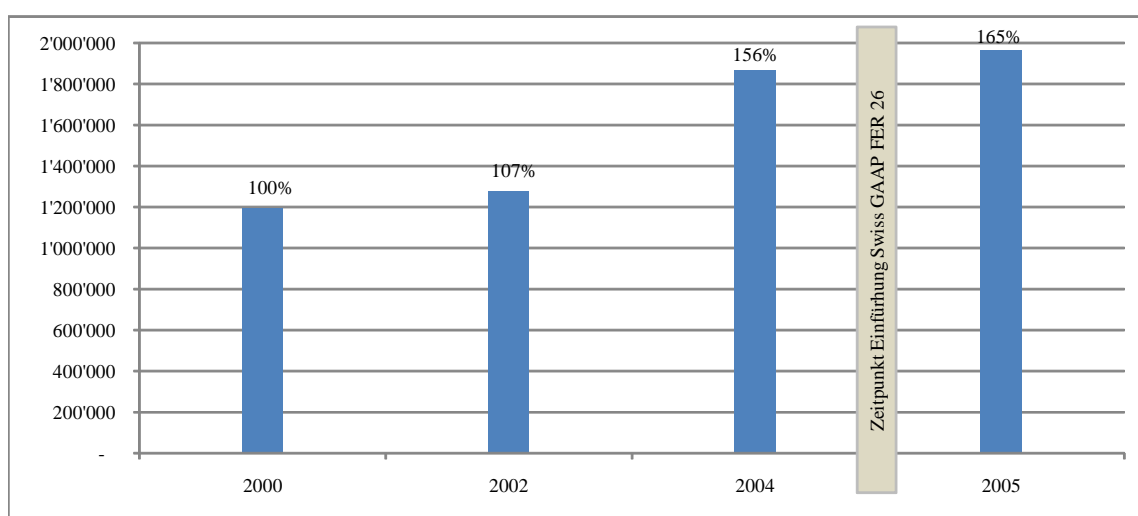


Abbildung 3 Veränderung Zins-, Vermögensverwaltungs- und Immobilienaufwand (BFS, Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2000-2005, Auszug aus der Betriebsrechnung)

Zwischen 2000 und 2005 wird hier eine Kostensteigerung von CHF 1,194 Mio. auf CHF 1,965 Mio. bzw. 65% ausgewiesen. Dies entspricht einer jährlichen Steigerung von 13%. Da nur die Kosten für die Jahre 2000, 2002, 2004 und 2005 aufgezeigt werden, kann die Veränderung zwischen den einzelnen Jahren nur bedingt festgestellt werden. Zwischen 2004 und 2005 lag die Steigerung nur bei 5%. Diese geringe Kostensteigerung würde somit den in zahlreichen Artikeln erwähnten Mehraufwand als Folge der Einführung von Swiss GAAP FER 26 widerlegen, denn die Steigerung lag deutlich unter dem Durchschnitt dieser fünf Jahre. Dafür lag die Kostensteigerung zwischen 2002 und 2004 mit 46% markant über dem Durchschnitt. Leider ist nicht zu erkennen, in welchem Jahr diese massiv höheren Kosten anfielen. Somit bleibt ungeklärt, ob die Mehrkosten einen Zu-

²¹ Vgl. BFS, Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2000-2005; Auszug aus der Betriebsrechnung, Swisscanto: Schweizer Pensionskassen 2005, 2006 und 2007; Valda, S. 3.

sammenhang mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 hatten. Auch Stuber vom Bundesamt für Statistik bestätigt, dass - als Folge der Auslagerung der Immobilienwerte in Anlagefonds - die Angaben über den Liegenschaftsertrag und -aufwand stark variieren und daher die Aussagekraft bei den „Wert- und Kursveränderungen“ schwierig zu interpretieren seien. Auf jeden Fall könne das BFS daraus keine verlässliche Interpretation ableiten.

Die fehlenden Informationen zur volumenmässigen Veränderung der indirekten Immobilienanlagen, im Besonderen als Folge der Einführung von Swiss GAAP FER 26, als auch zu möglichen Gründen eines solchen Strategiewechsels, lassen den Schluss zu, dass diese Frage nur mit Hilfe einer empirischen Umfrage geklärt werden kann.

Daher ist das Ziel dieser Masterthesis herauszufinden, ob der anhaltende Trend der Pensionskassen zu indirekten Immobilienanlagen einen unmittelbaren Zusammenhang mit Swiss GAAP FER 26 hat.

1.4 Hypothesenbildung

Wie die Pensionskassenstatistiken des Bundesamtes für Statistik, als auch die Pensionskassenerhebungen der Swisscanto belegen, nahm der Verwaltungsaufwand in den vergangenen Jahren markant zu. Dass dieser Mehraufwand einen direkten Zusammenhang mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 hat, wird durch die erwähnten Statistiken nicht nachgewiesen. Dennoch wird in zahlreichen Artikeln immer wieder darauf hingewiesen, dass die neuen Vorschriften, insbesondere die Pflicht zur Bewertung der Immobilien zu Marktwerten, erhöhte Fachkenntnisse der Immobilienverantwortlichen verlangt.²² Entweder mussten die Pensionskassen das notwendige Bewertungsfachwissen selber aufbauen oder aber die Immobilien gegen Entgelt von Dritten bewerten lassen. Nebst den erhöhten internen und externen Kosten für die jährlich wiederkehrende Bewertung ihrer Immobilien, mussten vor allem Pensionskassen mit einem kleineren Immobilienbestand mit einer erhöhten Wertschwankung²³ ihres Portfoliowertes rechnen. Dies

²² Vgl. Sauter, S. 353. Gysin, S. 45.

²³ Vgl. Sauter, S. 353: „Einen weiteren Knackpunkt bildete die Immobilienbewertung, die unter Swiss GAAP FER 26 auf einer dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss basierenden Methode zu erfolgen hat. Auch die bis anhin weit verbreitete Praxis, dem Renovationsbedarf der Immobilien mittels einer Rückstellung Rechnung zu tragen, musste aufgegeben werden, da unter Swiss GAAP FER 26 Alter, Zustand und Lage der Liegenschaft direkt in die Bewertung des Aktivums einfließen müssen“.

wollten vor allem kleinere Kassen unbedingt vermeiden, wie Interviewpartner A bestätigt. Dies war jedoch nicht mehr möglich, da Swiss GAAP FER 26 keine „Glättung“ (s.a. 2.4) mehr zulässt. Auf Grund der geschilderten Problemstellungen werden folgende Thesen aufgestellt:

- These 1: Überwiegend kleinere Vorsorgeeinrichtungen bilanzierten ihre Immobilien vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 zu Buchwerten.
- These 2: Insbesondere sind es diese kleineren Kassen, welche als Folge der Pflicht zur Bewertung der Immobilien zu Marktwerten, dies von Dritten tun lassen, weil ihnen dazu das entsprechende Fachwissen fehlt.
- These 3: Wertveränderungen als Folge der Umstellung auf Swiss GAAP FER 26 und der damit verbundenen Pflicht zur Bilanzierung der Immobilien zu „aktuellen Werten“ konnten in der Regel dank der Auslösung der bisher gebildeten Rückstellungen aufgefangen werden.
- These 4: Es sind vor allem die kleineren und mittleren Vorsorgeeinrichtungen, welche in Zukunft vermehrt indirekt in Immobilien investieren wollen.
- These 5: Der momentane Trend zu indirekten Immobilienanlagen hat somit einen direkten Zusammenhang mit Swiss GAAP FER 26, weil die Pflicht zur Bewertung der Immobilien zu „aktuellen Werten“ zwangsläufig, und vor allem bei kleineren und mittleren Pensionskassen, zu Wertschwankungen führt. Mit einer Erhöhung des indirekten Immobilienvermögens soll eine bessere Diversifikation erreicht und damit das Risiko gesenkt werden.

1.5 Aufbau

Im Kapitel 2 werden die Bestimmungen, welche für die Bewertung von Immobilien unter Swiss GAAP FER massgebend sind, beschrieben und näher erläutert. Es wird aufgezeigt, wie die Immobilien vor bzw. nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 bilanziert wurden. Mit Hilfe von Interviews und Fachartikeln sollen die Hintergründe der Umstellung sowie die Vor- und Nachteile von Swiss GAAP FER 26 aufgezeigt werden. Das Schwergewicht liegt jedoch bei der Bewertung von Immobilien unter dieser Rechnungslegungsnorm. Es wird gezeigt, welche Möglichkeiten zur Bilanzierung der Immobilien vor und

nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 bestanden. Insbesondere werden die direkten Konsequenzen aus den neuen Bestimmungen aufgezeigt und dargelegt, welche Lösungsmöglichkeiten den Pensionskassen in der Umstellungsphase offen standen.

Hauptteil dieser Arbeit bildet Kapitel 3, die empirische Untersuchung. In der Einleitung werden die Auswahl der Pensionskassen und die gestellten Fragen erklärt. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen werden aufgezeigt, analysiert und erläutert. Die aufgestellten Thesen werden entweder belegt oder allenfalls widerlegt. In Ergänzung zur Befragung der Pensionskassen werden Interviews mit Revisoren, Portfoliomanagern von Anlagestiftungen und den Verantwortlichen der Pensionskassenstatistiken des BFS und der Swisscanto geführt. Diese Interviews haben zum Ziel, die Erkenntnisse aus der schriftlichen Befragung abzurunden.

Im letzten Kapitel werden die Ergebnisse und Erkenntnisse zusammengefasst und die Schlussfolgerungen aus der empirischen Untersuchung gezogen. Am Schluss findet ein Ausblick auf weiterführende wissenschaftliche Fragestellungen statt.

1.6 Thematische Abgrenzung

Die Rechnungslegung, und damit verbunden, die Bilanzierung von Aktiven und Passiven, ist ein umfassendes und komplexes Thema. Dazu wurde schon zahlreiche Literatur veröffentlicht.

Diese Masterthesis beschränkt sich auf jene Bestimmungen innerhalb von Swiss GAAP FER 26, welche für die Bewertung der Immobilien massgebend oder von Bedeutung sind. Wo sinnvoll, wird auf weitere Rechnungslegungsnormen im Sinne einer Ergänzung oder eines Vergleichs hingewiesen. Die Ausführungen erfolgen eher aus der Perspektive eines Immobilienspezialisten und weniger aus Sicht des Finanzbuchhalters oder Revisors. Diese Arbeit ist keine Anleitung zur Bilanzierung von Immobilien.

Ein weiterer wichtiger Bestandteil dieser Arbeit bildet das Thema der Bewertung von Immobilien. Es wird aufgezeigt, wie Pensionskassen vor und nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 ihre Immobilien bewerten konnten bzw. nun müssen. Die Bewertungsmethoden werden jedoch nicht näher erklärt. Es wird auf die vorhandene Schätzerliteratur

verwiesen. Ebenso nicht Gegenstand dieser Masterthesis ist die Bewertung der übrigen Aktiven²⁴ und der Passiven²⁵ innerhalb des Anlagevermögens.

²⁴ Vgl. Swiss GAAP FER 3, S. 35: Unter dem Titel „Umlaufvermögen“ werden als Aktiven flüssige Mittel, Wertschriften, Forderungen aus Lieferungen, sonstige kurzfristige Forderungen, Vorräte und Rechnungsabgrenzungen, unter „Anlagevermögen“ Sachanlagen, Finanzanlagen und immaterielle Anlagen aufgeführt.

²⁵ Vgl. Swiss GAAP FER 3, S. 35: Unter dem Titel „kurzfristiges Fremdkapital“ werden kurzfristige Finanzverbindlichkeiten, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten, kurzfristige Rückstellungen und Rechnungsabgrenzungen, unter „langfristiges Fremdkapital“ langfristige Finanzverbindlichkeiten, sonstige langfristige Verbindlichkeiten und langfristige Rückstellungen, unter „Eigenkapital“ Kapital der Organisation, nicht einbezahltes Kapital der Organisation und Kapitalreserven aufgeführt.

2 Swiss GAAP FER 26

2.1 Vorgeschichte

Die Fachkommission für Empfehlungen zur Rechnungslegung (FER) beschloss 2004, den gesamten Standard zu überarbeiten. Ausschlaggebend war die geplante Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts per 2006. Mit diesen neuen Standards sollten die Rechte der Eigentümer gestärkt werden. Zudem sollten die Transparenz erhöht und die Abläufe vereinfacht werden.²⁶ Nicht mehr die Rechtsform einer Unternehmung sollte für die Anwendung der jeweiligen Rechnungslegungsnorm massgebend sein, sondern dessen Grösse. Dabei war Swiss GAAP FER eher für kleine und mittelgrosse Schweizer Unternehmungen gedacht.²⁷ Unternehmungen die an der Schweizer Börse kotiert sind, unterstehen der Pflicht mindestens nach Swiss GAAP FER zu bilanzieren.²⁸ Werden die Aktien gar an der US-Börse gehandelt, muss die Bilanzierung nach US GAAP erfolgen. Grossfirmen oder Konzerne, insbesondere solche mit internationaler Ausrichtung, bilanzieren in der Regel jedoch nach IFRS oder US GAAP.

| | <i>OR</i> | <i>FER 18</i> | <i>FER 26</i> | <i>IAS/IFRS</i> | <i>US GAAP</i> |
|--|-----------|---------------|---------------|-----------------|----------------|
| Schweizer Vorsorgeeinrichtung | | | x | | |
| Einzelfirma | x | | | | |
| KMU | x | (x) | | | |
| An der Schweizer Börse kotierte Gesellschaft | | x | | (x) | |
| Grossunternehmen | | (x) | | x | (x) |
| An der US-Börse kotierte Gesellschaft | | | | | x |

Legende: x = Verpflichtung; (x) = freiwillig

Abbildung 4 Zusammenstellung, welche Rechnungslegungsnormen für welche Unternehmen massgebend sind (eigene Darstellung)

2.2 Bewertung der Immobilien vor Swiss GAAP FER 26

Vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 waren die Artikel 957-963 OR über die „kaufmännische Buchführung“ für die Bilanzierung massgebend. Hinzu kamen die Bestimmungen aus dem BVV2, insbesondere die beiden Artikel 47 „Ordnungsmässigkeit“

²⁶ Vgl. Meyer, S 56

²⁷ Vgl. Swiss GAAP FER, S. 10.

²⁸ Vgl. Swiss GAAP FER, S. 8 und 9.

und 48 „Bewertung“. Artikel 48 führte aus, dass „Sachwerte, höchstens zum Verkehrswert eingesetzt werden dürfen, der ihnen im Zeitpunkt zukommt, auf den die Bilanz errichtet wird. Die Bewegung kann auch zum Anschaffungswert, Kurs- oder Ertragswert erfolgen, sofern dieser nicht über dem Verkehrswert liegt.“ Artikel 47 ergänzt, dass aus der Jahresrechnung „die tatsächliche finanzielle Lage deutlich hervorgehen muss“.

Die Pensionskasse hatte also die Möglichkeit, ihre Immobilien entweder zu den Anschaffungswert, dem Kurs- oder dem Ertragswert zu bilanzieren.

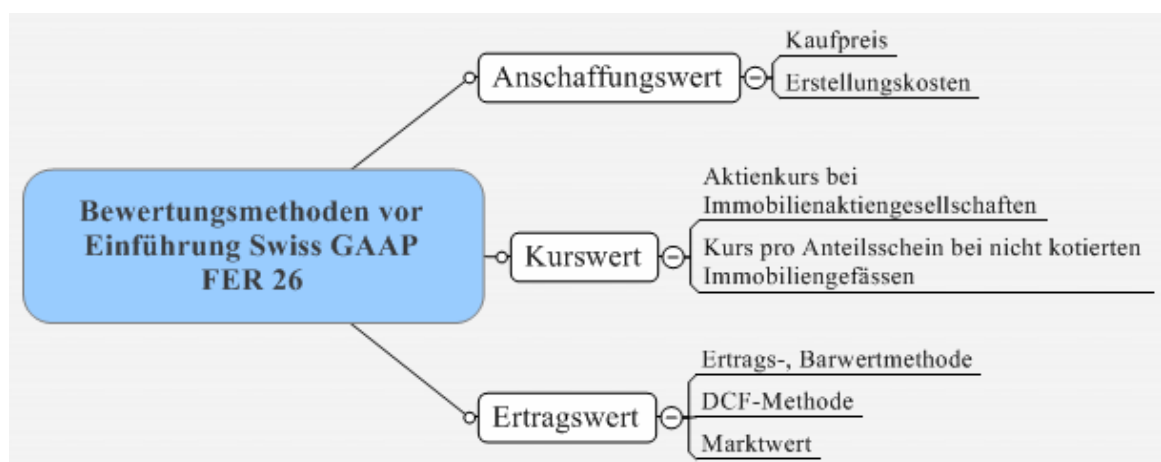


Abbildung 5: Bewertungsmethoden vor Einführung Swiss GAAP FER 26

Bei einer Bilanzierung nach dem Anschaffungswert werden entweder die Erstellungskosten oder der Kaufpreis in der Bilanz auf der Aktivseite aufgeführt. In den Folgejahren wird dieser Wert fortgeschrieben und bleibt vielfach über Jahre unverändert. In der Erfolgsrechnung dagegen werden die laufenden Unterhaltsarbeiten und Abschreibungen auf dem Gebäudewert verbucht. Die Abschreibungen erscheinen auf der Passivseite der Bilanz wieder unter „Rückstellungen“.²⁹

²⁹ Vgl. Sauter, S. 353.

Bilanzierung vor Swiss GAAP FER 26

| Bilanz | Erfolgsrechnung |
|---|-------------------------|
| Immobilien zum Anschaffungswert (Werte konstant) | Unterhalt-/Rep.Fonds |
| | Kumulierte Abschreibung |

Anhang (seit 1966 vorgeschrieben)
Angaben eines über Jahre unveränderten Ertragswertes, höher als der Anschaffungskosten, aber oft noch stille Reserven enthaltend.

Bilanzierung nach Swiss GAAP FER 26

| Bilanz | Erfolgsrechnung |
|--|------------------------|
| Immobilien zum tatsächlichen Wert (Werte schwanken) | |
| | Latente GstGst |
| | Wertschwankungsreserve |

Anhang
Angaben der Bewertungsmethode (alle anerkannten Methoden sind möglich)

Abbildung 6: Darstellung Bilanz und Erfolgsrechnung vor bzw. nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 (eigene Darstellung)

Mit Swiss GAAP FER 26 werden die Immobilienwerte nach wie vor auf der Aktivseite der Bilanz aufgeführt. Allerdings sind dies nun die Marktwerte und diese können von Jahr zu Jahr als Folge von tieferen Mietzinseinnahmen, ausser ordentlichen Sanierungen etc. einer mehr oder weniger grossen Schwankung unterliegen. In der Erfolgsrechnung hingegen dürfen keine Abschreibungen mehr vorgenommen werden. Somit fällt auch der entsprechende Rückstellungsposten in der Bilanz weg.³⁰ Einzig für die latenten Grundstückgewinnsteuern und für Wertschwankungsreserven³¹ dürfen noch Rückstellungen gebildet werden.

Die Bilanzierung zum Kurswert stellt aus Sicht des indirekten Immobilieneigentümers die einfachste Form dar, die in der Regel nur für die Werte von indirekt gehaltenen Immobilien möglich sein dürfte.³²

³⁰ Vgl. Sauter, S. 354.

³¹ Vgl. Swiss GAAP FER 26, S. 174; Mitteilung Nr. 104 berufliche Vorsorge des BSV, Stellungnahme 627, S 4: „Wertschwankungsreserven werden gebildet, um Kursschwankungen auf den Vermögensanlagen auffangen zu können. Damit soll verhindert werden, dass Vorsorgeeinrichtungen aufgrund von kurzfristigen Bewegungen an den Finanzmärkten in eine Unterdeckung geraten und für alle Betroffenen unangenehme Sanierungsmassnahmen beschliessen müssen“; Wiederkehr, S. 1.

³² Vgl. CREDIT-SUISSE, Immobilienmarkt 2008, S. 54: „Unter Immobilienverbriefung - auch Sekuritierung oder Asset-Swap genannt - versteht man das Einbringen von Liegenschaften in ein Immobiliengefäss gegen die Ausgabe von Anteilscheinen“. Diese Anteilscheine haben einen Kurswert, welcher dann für die Bilanzierung als massgebender „aktueller Wert“ eingesetzt wird.

Für die direkt gehaltenen Immobilien blieben also noch die Anschaffungskosten oder der Ertragswert als massgebender Wert. Erster ergibt sich aus den ursprünglichen Erstellungskosten oder aus dem Kaufpreis, welcher in den Folgejahren abgeschrieben wird, wobei die Abschreibung als Aufwand in die Erfolgsrechnung einfliesst. Eine so bilanzierte Liegenschaft behält in der Regel ihren Wert über mehrere Jahre bei und nur der Passivposten „Rückstellungen/Abschreibungen“ nimmt kontinuierlich zu (siehe auch Abbildung 6). Einzig im Zusammenhang mit grösseren Unterhaltsarbeiten, welche nicht nur werterhaltende, sondern auch wertvermehrende Massnahmen umfasste, konnte der Anteil der wertvermehrenden Arbeiten nicht als Aufwand, sondern im Sinne einer Wertvermehrung den Anlagekosten hinzugerechnet werden.

Die Bilanzierung zum Ertragswert ist darauf ausgerichtet, den aktuellen Verkehrswert auszuweisen. Die beiden erwähnten Gesetzesartikel schreiben keine bestimmte Bewertungsmethode vor. Der Begriff „Ertragswert“ lässt jedoch darauf schliessen, dass sich der massgebende Wert an der Ertragskraft der Liegenschaft messen muss. Ob der Ermittlung eine „statische“³³ oder eine „dynamische“³⁴ Ertragswertmethode zu Grunde liegt, bleibt offen. In Anlehnung an die „anerkannten Richtlinien und Anforderungen an eine Bewertung“³⁵ gemäss Schätzerhandbuch, ist davon auszugehen, dass in jedem Fall eine individuelle Bewertung jeder Liegenschaft erwartet wird. Es gibt jedoch auch Pensionskassen, welche einen Ertragswert über alle ihre Immobilien erstellen.³⁶ Wie Stuber/Wessa in ihrem Bericht erläutern, sind solche Gruppenbewertungen aber nicht möglich.³⁷

Ob nun zum Anschaffungs- oder Ertragswert bilanziert, spätestens im Anhang zur Jahresrechnung mussten die tatsächlichen Verkehrswerte der Immobilien aufgezeigt werden.

³³ Vgl. SVS, S. 36, Tabelle „Ertragswertmethoden“: „Statisch“ bedeutet, dass der aktuelle Mietertrag mit einem massgebenden Kapitalisierungsfaktor kapitalisiert wird. Ausser ordentliche Werteeinflüsse, insbesondere grössere Investitionen, werden nicht abgebildet bzw. über einen mehr oder weniger grossen Zuschlag im Kapitalisierungsfaktor berücksichtigt; Staehelin/Suter, S. 115ff.

³⁴ Vgl. Staehlin/Sauter, S. 123: Vergleich der statischen mit der dynamischen Bewertungsmethode; S. 183: „Im Mittelpunkt der dynamischen Ertragswertmethode steht die Beziehung des Wertes einer Liegenschaft zum damit verbundenen Zahlungsfluss“.

³⁵ Vgl. Schätzerhandbuch, S. 27ff

³⁶ Vgl. Geschäftsbericht 2006 der Pensionskasse Kanton Schwyz, S. 16: „Die direkten Liegenschaftsanlagen werden seit 2005 zu einem über alle Objekte berechneten Ertragswert bilanziert [...]“.

³⁷ Vgl. Stuber/Wessa, S. 340: „Eine Gruppenbewertung ist nicht mehr möglich. Diese Vorschrift geht aus Ziffer 3 von Swiss GAAP FER 3 hervor und gilt damit auch für Swiss GAAP FER 26“.

Gemäss Aussage des Interviewpartners A blieb die Auflage zur Darstellung der „tatsächlichen finanziellen Lage“ oft „toter Buchstabe“, weil der Begriff „deutlich“ unterschiedlich ausgelegt wurde. Seine Erfahrung war, dass sich kleinere Pensionskassen mit nur wenigen „Gelegenheitsliegenschaften“ oft weigerten, diese schätzen zu lassen. Meist haben die Kosten für die Bewertung als Vorwand gedient, um nicht den „wahren Wert“ (true and fair) offen auszuweisen. Auch Schärer³⁸ kommt in seiner Studie zur Erkenntnis, dass in der Praxis unterschiedliche Bewertungsverfahren zur Anwendung kamen.

2.3 Allgemeine Erläuterungen zu Swiss GAAP FER 26

Swiss GAAP FER 26 wurde auf den 1. Januar 2004 in Kraft gesetzt und ab der Abrechnungsperiode 2005 für verbindlich erklärt. Die neuen Normen gelten für alle Personalvorsorgeeinrichtungen. Als Folge der eingangs beschriebenen unterschiedlichen Auslegung der „tatsächlichen Verhältnisse“, wird auch in Swiss GAAP FER 26 an diesem Grundsatz festgehalten und in der Einleitung nochmals entsprechend aufgeführt. Die Verpflichtung, wonach die Jahresrechnung ein den „tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu vermitteln hat“, bleibt also erhalten. Mit „tatsächlichen Verhältnissen“ wird ein „true and fair view“ und eine „konsequente Anwendung von aktuellen Werten“ verstanden. Mit „aktuellen Werten“ sind Marktwerte³⁹ gemeint.

2.4 Bewertung von Immobilien nach Swiss GAAP FER 26

Swiss GAAP FER 26 umfasst lediglich 11 Seiten mit 11 Ziffern sowie ergänzenden Erläuterungen zu den jeweiligen Ziffern und ist damit weit weniger umfassend als die Bestimmungen von IFRS/IAS.⁴⁰ In Swiss GAAP FER 26 wird die Bewertung von Aktiven pauschal behandelt. So wird in Ziffer 3 ausgeführt, dass „Aktiven zu den für den Bilanzstichtag zutreffenden aktuellen Werten ohne Einbau von Glättungseffekten“⁴¹ zu bewer-

³⁸ Vgl. Schärer, S. 76.

³⁹ Vgl. SVS, S. 28: „Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt“.

⁴⁰ Vgl. SVS, S. 7

⁴¹ Vgl. Swiss GAAP FER 26, Erläuterungen zu Ziffer 3: „Glättungseffekte auf den Ausweis des Ertrags- oder Aufwandüberschusses entstehen durch von Stichtag zu Stichtag unterschiedliche Bewertungsan-

ten sind. Darunter fallen konsequenterweise auch Immobilien. In der Erläuterung zu dieser Ziffer wird einerseits klar gestellt, dass mit „aktuellen Werten“ grundsätzlich Marktwerte gemeint sind. An dieser Stelle findet sich der einzige Hinweis, wie Immobilien zu bewerten sind: „Der aktuelle Wert von Immobilien wird nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Kapitalisierungszinssatzes ermittelt, durch Vergleich mit ähnlichen Objekten geschätzt oder nach einer anderen allgemein anerkannten Methode berechnet“.

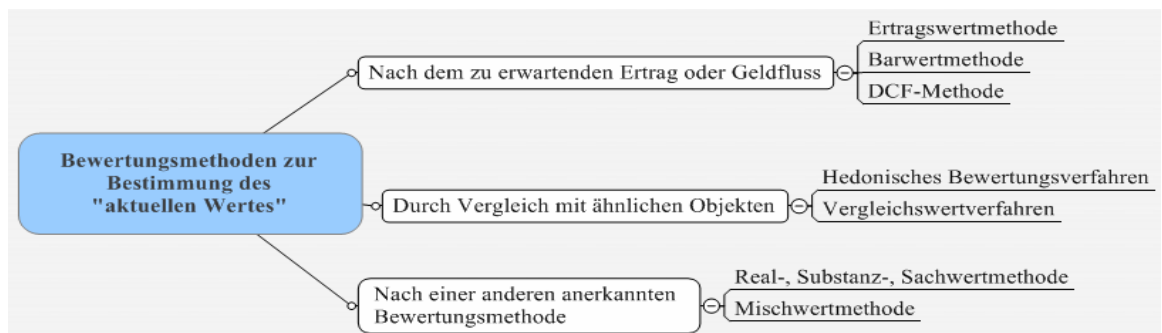


Abbildung 7 Mindmap, Darstellung der Bewertungsmethoden, welche es nach Swiss GAAP FER 26 zur Bestimmung des „aktuellen Wertes“ gibt (eigene Darstellung).

Die Bewertung von Immobilien „nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss“ ist nur mit Hilfe einer ertragsorientierten Bewertung⁴² möglich. Als mögliche Methoden werden die Ertrags-, Barwert- und DCF-Methode aufgeführt⁴³, wobei sich die Discounted-Cashflow-Methode klar durchgesetzt hat, weil nur mit dieser Methode ein sich laufend ändernder Geldfluss abgebildet werden kann.⁴⁴ Mit der Ertrags- und Barwertmethode⁴⁵

sätze für gleiche Bilanzpositionen. Glättungseffekte in der Bewertung von Vermögensanlagen, beispielsweise bei der Bewertung von [.....] Immobilien, sind nicht erlaubt.“

⁴² Vgl. Stuber/Wessa, S. 340; Furger, S. 49

⁴³ Vgl. Stuber/Wessa, S. 340.

⁴⁴ Vgl. Stuber/Wessa, S. 340.

⁴⁵ Vgl. SVS, S. 36, Tabelle 2 „Ertragswertmethoden“. SVS ordnet die Ertragswertmethode als „statische Bewertungsmethode ein, in der Annahme, dass der Ertragswert durch „Kapitalisierung“ errechnet wird. Während dem die Barwertmethode als „dynamische Methode“ beschrieben wird. Der Hauptunterschied dieser beiden Methoden liegt im Betrachtungshorizont. Während eine Ertragswertbewertung als Folge der Kapitalisierung automatisch von einer „ewigen“ Betrachtung ausgeht, wird die massgebende Betrachtungszeitspanne in einer Barwertrechnung individuell fest gelegt.

können ändernde Einnahmen und Ausgaben nur abgebildet werden, wenn in die grundsätzlich statische Berechnung „dynamische Elemente“⁴⁶ eingerechnet werden.

Im Weiteren wird bestimmt, dass die Bewertung unter Berücksichtigung eines „risikogerechten Kapitalisierungszinssatzes“ erfolgen muss. Worauf ein solcher Zinssatz basieren soll, wird nicht weiter erklärt. Im „Schätzerhandbuch“ der SEK/SVKG wird dargelegt, wie die „Kapitalkosten“⁴⁷ berechnet werden können. In Staehlin/Sauter findet sich die Herleitung des Diskontierungszinssatzes nach der „Opportunitätsmethode“⁴⁸. Beide Methoden werden heute mehrheitlich angewendet und gelten als allgemein anerkannt.

Im Weiteren wird die Möglichkeit erwähnt, den „aktuellen Wert“ durch Vergleich mit ähnlichen Objekten zu ermitteln. Diese Bewertungsmethode wird auch in IAS 40⁴⁹ erwähnt. Hier findet sich die Vergleichswertmethode an zweiter Stelle der Schätzungsverfahren. Die Erklärung liegt darin, dass im Ausland, insbesondere in Grossbritannien, die Daten von Immobilientransaktionen öffentlich zugänglich sind und diese Bewertungsmethode daher einen höheren Stellenwert einnimmt. In der Schweiz sind Bewertungen nach der Vergleichswertmethode einzig im Einfamilienhaus- und Stockwerkeigentumswohnungssegment weit verbreitet und auch als Bewertungsmethode anerkannt.⁵⁰ In der

⁴⁶ Vgl. Fierz, Der Schweizer Immobilienwert, S. 115ff : Die Barwertbewertungen basieren grundsätzlich auf den nachhaltigen Erträgen. Wenn diese Erträge erst zu einem späteren Zeitpunkt erzielt werden können (z.B. nach einer Sanierung), werden allfällige Mindereinnahmen bis zum Zeitpunkt des nachhaltigen Ertrages über so genannte „temporäre Mindereinnahmen“ berücksichtigt.

⁴⁷ Vgl. SHB, S. 64: „Der Zinssatz für die Kapitalkosten entspricht dem objektspezifischen Hypothekarzinsatz der massgeblichen Referenzbank am Ort der gelegenen Sache. Dieser variiert somit je nach Objektart. Er wird abhängig von den individuellen finanziellen Möglichkeiten des Eigentümers angewendet“. Zu erwähnen ist, dass ab 1.1.2008 die neue Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen in Kraft tritt, welche vorsieht, dass der bisherige kantonale Referenzzinssatz künftig durch einen für die ganze Schweiz einheitlichen Referenzzinssatz abgelöst werden soll (Merkblatt BWO vom Mai 2008).

⁴⁸ Vgl. Staehlin/Sauter, S. 188: Der Kalkulationszinssatz (Diskontierungszinssatz) setzt sich aus dem Zinssatz für langfristige Anlagen (z.B. Bundesobligationen) plus Zuschlag für allgemeines Liegenschaftsrisiko (Illiquidität) plus liegenschaftsspezifisches Risiko für Mikro-, Makrolage sowie Alter und baulicher Zustand minus Abschlag für Geldentwertungsschutz zusammen.

⁴⁹ Vgl. SVS, S. 14, Abbildung 2: Bewertungsmethoden zum Fair Value unter IAS 40. An erster Stelle findet sich der Marktwert oder der Börsenkurs. Danach folgt der Similar Asset Value oder der Wert, welcher sich an Vergleichspreise anderer Immobilien angleicht.

⁵⁰ ZKB, IAZI und Wüest & Partner besitzen hedonische Bewertungsmodelle. Diese Modelle werden vornehmlich von Banken für die Bewertung von Einfamilienhäusern und Stockwerkeigentumswohnungen angewendet, weil sie so den massgebenden Wert einer Immobilien schnell und kostengünstige ermitteln können und so in der Lage sind, im Falle einer mögliche Belehnung schnell entscheiden zu können.

Schweiz wird keine der Immobilien-Aktien-Gesellschaften, Immobilienfonds oder sonst ein grösseres Immobiliengefäss nach der Vergleichswertmethode bewertet. Diese Tatsache lässt den Schluss zu, dass die Vergleichswertmethode - zumindest aus heutiger Sicht - zwar als „anerkannte Methode“ gilt, damit aber der „Marktwert“ von Renditeliegenschaften nicht verlässlich bestimmt werden kann, weil der Schweizer Immobilienmarkt intransparent ist und tatsächliche Vergleichsdaten fehlen. Zu diesem Schluss kommen auch Stuber/Wesser.⁵¹

Als letztes wird die Möglichkeit erwähnt, wonach die Bewertung auch nach einer anderen „allgemein anerkannten Methode“ erfolgen kann. Welche Methoden dies sein könnten, wird nicht aufgeführt. Weitere anerkannte Bewertungsmethoden in der Schweiz sind die Realwert-⁵² und die Mischwertmethode⁵³. In keiner der erwähnten Literaturen zum Thema Bewertung von Immobilien nach Swiss GAAP FER 26 wird die Realwertmethode als eine mögliche Methode erwähnt. Die Begründung liegt darin, dass diese Methode sich ausschliesslich an der Substanz, also am Gebäudewert einer Immobilie, und nicht am Ertrag misst und daher dem Bewertungsgrundsatz widerspricht.⁵⁴ Bei der Mischwertmethode (Praktikermethode) gehen die Meinungen auseinander. Stuber/Wessa vertreten die Meinung, dass die Mischwertmethode keine praktikable Methode zur Bestimmung des Marktwertes sei, weil damit nicht ertragsorientierte Faktoren einfließen und so dem Grundsatz der Rechnungslegungsnorm widersprechen.⁵⁵ Hauri hingegen vertritt im Namen der Schätzungsexperten-Kammer SVIT die Meinung, dass die Mischwertmethode

⁵¹ Vgl. Stuber/Wessa, S. 342.

⁵² Vgl. SVS, S. 37, Tabelle 3: SVS erwähnt unter Realwertmethode auch noch die Sach- und Substanzwertmethode, wobei diese drei Methoden als ein und dasselbe angesehen werden. Definition gemäss SVS: „Der Sachwert setzt sich zusammen aus dem Zeitwert der baulichen Anlagen auf einem Grundstück, den Umgebungsarbeiten, den Baunebenkosten sowie dem Landwert.“

⁵³ Vgl. SHB, S. 48: „Bei der Mischwertmethode (gelegentliche auch Praktikermethode genannt) wird durch Gewichtung von Real- und Ertragswert der Verkehrswert überbauter Grundstücke ermittelt. Bei dieser Methode ist es in der Schätzungspraxis üblich, den Realwert steht's einmal und den Ertragswert mit einem Faktor (m) zu gewichten.“

⁵⁴ Vgl. Stuber/Wessa, S. 342: „Ausgedient hat die Substanzwertmethode, weil sie sich an den Neubaukosten orientiert und ihr die Marktbezogenheit fehlt“.

⁵⁵ Vgl. Stuber/Wessa, S. 342.

„noch immer die am häufigsten angewendete Methode“ sei und daher nach wie vor eine „gangbare Lösung darstelle“.⁵⁶

In Ziffer 5 zu Swiss GAAP FER 26 wird ergänzt, dass die Bewertungs- und Berechnungsgrundlagen *stetig* anzuwenden und *offen zu legen seien*. Das heisst, dass von einer einmal gewählten Methode nicht ohne wichtige Gründe abgewichen werden darf. Tritt der Fall dennoch ein, muss dies im Anhang der Bilanz offen gelegt, begründet und Auswirkungen auf die Jahresrechnung erläutert werden.⁵⁷

Weitere Hinweise zur Bewertung von Immobilien finden sich unter Swiss GAAP FER 2 „Bewertungen“ und Swiss GAAP FER 3 „Darstellung und Gliederung“. Die beschriebenen Bewertungsgrundsätze in Swiss GAAP FER 2 beziehen sich auf alle Aktiven. Sie gleichen den Bestimmungen von IAS 16 und 40 insofern, als hier die Möglichkeit besteht, die Aktiven zu „historischen Anschaffungs- oder Herstellungskosten“⁵⁸ oder aber zum Marktwert zu bilanzieren. Die Besonderheit ist, dass es diese Wahlmöglichkeit unter Swiss GAAP FER 26 nicht gibt. Somit unterstehen „Personalvorsorgeeinrichtungen“ strengeren Auflagen was die Bewertung von Immobilien betrifft, als für die kleineren und mittleren Unternehmen, welche Swiss GAAP FER als Rechnungslegungsstandard anwenden.

2.5 Zusammenfassung

Der Rechnungslegungsstandard Swiss GAAP FER 26 wurde speziell als Bilanzierungsnorm für die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen eingeführt. Die neuen Vorschriften brachten zahlreiche Veränderungen mit sich. Wichtigste Neuerung war, dass die Liegenschaften nicht mehr zum Buchwert, sondern nur noch zum Marktwert bilanziert werden durften. Spätestens mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 mussten somit alle Immobilien regelmässig bewertet werden. Dies hatte einen Mehraufwand und Mehrkosten zur Folge. Viel einschneidender war aber, dass keine Glättungseffekte mehr eingebaut werden durften. Die Bilanzierung zu Marktwerten hatte somit die logische Konsequenz, dass die bilanzierten Werte von Jahr zu Jahr mehr oder weniger stark schwankten. Vor allem

⁵⁶ Vgl. Hauri, S. 3.

⁵⁷ Vgl. Swiss GAAP FER 26, S. 168.

⁵⁸ Vgl. Swiss GAAP FER 2, S. 29: Basis für die Bilanzierung bilden die ursprünglichen Herstellungs- oder Kaufkosten. In der Folge werden diese fortbilanziert und in der Ertragsrechnung jährliche Abschreibungen vorgenommen.

für Kassen mit einem kleinen Immobilienvermögen konnten solche Wertschwankungen unangenehme Folgen haben, da ihr anteilmässiges Vermögen unter Umständen immer wieder den angestrebten Immobilienanteil über- oder unterschritt.

3 Empirische Untersuchung

3.1 Methodik

In diesem Kapitel werden die Auswirkungen von Swiss GAAP FER 26 mit Hilfe einer empirischen Untersuchung erforscht. In Kapitel 1.3 wurde schon der Schluss gezogen, dass die Antworten auf die aufgeworfenen Fragen, aber insbesondere die Überprüfung der gestellten Thesen nur mit Hilfe einer empirischen Untersuchung geklärt werden können.

Die Auswahl der potenziellen Teilnehmer / Probanden erfolgte auf zwei Wegen. Aus der Pensionskassenumfrage 2007 der Swissscanto wurden 200 Pensionskassen und Vorsorgeinstitutionen ausgewählt. Die Wahl konzentrierte sich ausschliesslich auf Deutschschweizer Kassen. Die Liste wurde mit 100 weiteren Adressen von Vorsorgeeinrichtungen allgemein bekannter Unternehmen und öffentlichen Institutionen (z.B. politische Gemeinden) ergänzt.

Anfang Mai wurden 300 Fragebögen, zusammen mit einem Begleitbrief und einem frankierten Rückantwortumschlag, verschickt. Wenn immer möglich wurden die Briefe persönlich an die jeweiligen Immobilienverantwortlichen adressiert.

3.1.1 Fragebogen

Schon im Vorfeld war bekannt, dass die Vorsorgeeinrichtungen immer wieder für eine Umfrage ausgewählt werden. Es war daher klar, dass ein hoher Rücklauf der Fragebögen nur erreicht werden konnte, wenn kurze und präzise Frage gestellt wurden und die Antworten möglichst mit Auswahlantworten erfolgen konnte. Zudem sollte das Ausfüllen der Fragebögen nicht länger als 15 Minuten dauern. Der Fragebogen wurde mit drei Seiten bewusst kurz gehalten. Die insgesamt 12 Fragen teilten sich in die folgenden Themen auf (siehe Anhang):

- Allgemeine Fragen über die Höhe des Immobilienvermögens und die Aufteilung der direkten und indirekten Immobilienanlagen.
- Bewertungsmethode der Immobilien vor bzw. nach Einführung von Swiss GAAP FER 26.

- Wertveränderung der Immobilienwerte als Folge der Auflage, die Immobilien zum „aktuellen Werten“ zu bilanzieren.
- Zukünftige Immobilienanlagestrategie.

3.1.2 Interviews

Da sich die empirische Untersuchung ausschliesslich an die Immobilienverantwortlichen der Vorsorgeeinrichtungen richtete, wurden in der Zeit von Mai bis Juli 2008 neun Interviews mit Verantwortlichen von Anlagestiftungen, mit Revisoren und den Verantwortlichen der Pensionskassenstudien des BFS und der Swisscanto geführt. Mit diesen Interviews soll ein möglichst umfassendes Bild zum untersuchten Thema erreicht werden, indem alle Beteiligten, nämlich die Vorsorgeeinrichtungen, die Revisionsstellen, die Anlagestiftungen und die Herausgeber der Pensionskassenstatistiken in die Befragung miteinbezogen werden.

Mit der Befragung von vier Anlagestiftungen sollen die Gründe von konkreten Sacheinlagen in Erfahrung gebracht werden. So kann überprüft werden, ob sich die Gründe für einen Strategiewechsel aus der schriftlichen Befragung der Pensionskassenverantwortlichen mit den Gründen von tatsächlich erfolgten Änderungen decken oder nicht. Die Feststellungen aus der Befragung können so verifiziert werden.

Im Weiteren wurden zwei Revisoren zu den Auswirkungen von Swiss GAAP FER 26 befragt. Auf diesem Weg kann ebenfalls herausgefunden werden, ob die Aussagen der Pensionskassen sich mit den Erfahrungen der Revisoren decken. Vor allem interessierte, wie die Pensionskassen aus Sicht der Revisoren ihre Immobilien vor und nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 bilanzierten. Weiter sollen auch sie nach den möglichen Gründen für den momentanen Trend zu indirekten Immobilienanlagen, der angewandten Bewertungsmethoden vor und nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 und nach den möglichen Gründen eines Strategiewechsels befragt werden.

Weil die Revisoren und Portfoliomanager nicht namentlich erwähnt sein wollen, werden deren Aussagen anonymisiert wieder gegeben.

Die dritte Interviewpartnergruppe betrifft das Bundesamt für Statistik⁵⁹, Swisscanto⁶⁰ und Complementa Investment Controlling⁶¹. Mit Hilfe einer schriftlichen Anfrage sollen nähere Angaben über die Veränderungen der indirekten Immobilienanlagen und die Verwaltungsaufwendungen in Erfahrung gebracht werden.

3.2 Generelle Erkenntnisse aus der empirischen Untersuchung

Von den 300 verschickten Fragebögen wurden 118 beantwortet. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 39%. Die Antworten konnten in zwei Gruppen aufgeteilt werden:

- 66 Vorsorgeeinrichtungen mit direktem und indirektem Immobilieneigentum
- 52 Vorsorgeeinrichtungen nur mit indirektem Immobilieneigentum.

Von den 118 Antworten waren 52 Pensionskassen darunter, welche zum Zeitpunkt der Rechnungslegungsumstellung keine direkten Immobilienanlagen mehr besaßen und daher die gestellten Fragen nicht beantworten konnten. Somit waren lediglich 66 Antworten auswertbar, was einer Quote von 21% in Bezug auf die Grundgesamtheit entspricht.

Die nachfolgenden Auswertungen beziehen sich stets auf die 66 ausgewerteten Antworten.

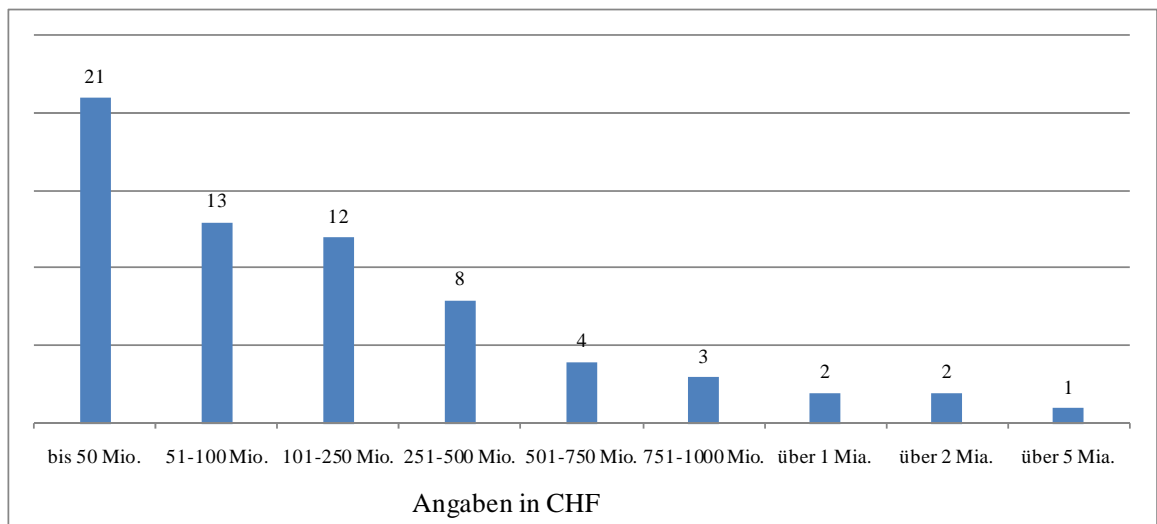


Abbildung 8: Verteilung des Immobilienanlagevermögens (in CHF) der befragten Vorsorgeeinrichtungen

⁵⁹ Hrsg. „Pensionskassenstatistiken“

⁶⁰ Hrsg. „Schweizer Pensionskassen“

⁶¹ Hrsg. von erweiterten statistischen Zahlen aus den Erhebungen der Swisscanto

Die obige Grafik zeigt die Grösse des jeweiligen Immobilienvermögens und die Anzahl der Pensionskassen, die an der Umfrage teilgenommen haben. Erwartungsgemäss liegt dabei der Anteil der Kassen mit einem kleineren Immobilienvermögen höher. Der Vergleich mit den an der Pensionskassenstudie der Swisscanto beteiligten Vorsorgeeinrichtungen zeigt ein leicht anderes Bild. Im Vergleich mit der Pensionskassenstudie 2007 der Swisscanto sind die in dieser Studie ausgewerteten Antworten der Kassen bis CHF 100 Mio. über- und die Antworten der ganz grossen Kassen über CHF 1 Mia. untervertreten. Bei den Kassen mit einem Immobilienvermögen zwischen CHF 101 Mio. und 1 Mia. besteht eine gute Vergleichbarkeit. Im Hinblick auf den Focus dieser Studie wird die Konzentration auf die kleineren Kassen jedoch nicht als Nachteil erachtet, da vor allem das Anlageverhalten der kleineren und mittleren Immobilieneigentümer untersucht werden soll.

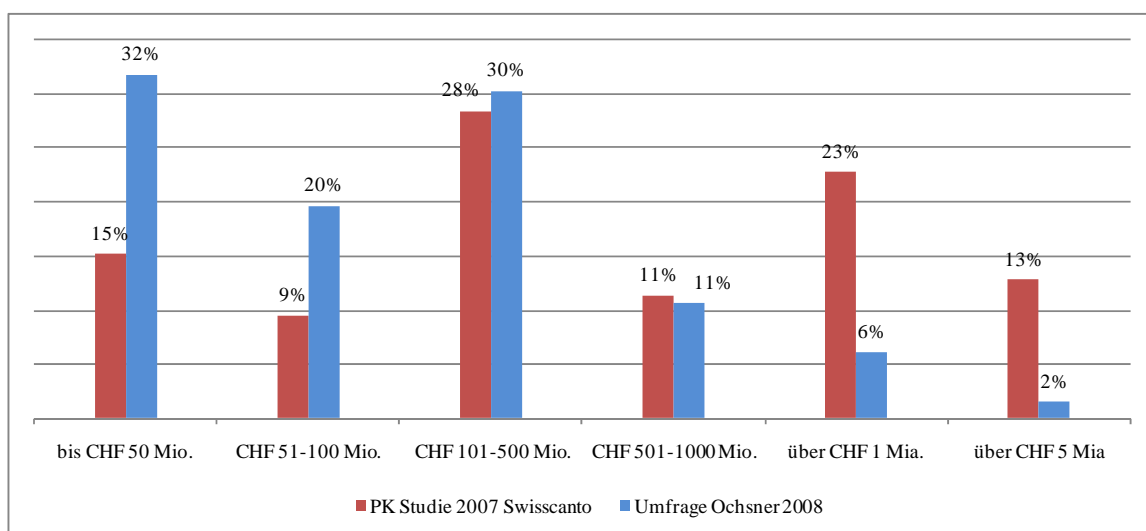


Abbildung 9: Verteilung der an der Pensionskassenstudie 2007 der Swisscanto beteiligten Vorsorgeeinrichtungen

3.3 Auswirkung auf die Bewertungsmethodik

Die Immobilienverantwortlichen der Vorsorgeeinrichtungen wurden gefragt, nach welcher Methode sie ihre Immobilien vor und nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 bewertet haben. Es interessierte vor allem, ob die Immobilien nach alter Rechnungslegungsnorm zum Buch- oder schon zum Marktwert bilanziert wurden.

Die Umfrage ergab, dass 62% der Kassen ihre Immobilien vor der Umstellung zum Buchwert bilanzierten. 38% dagegen bilanzierten ihre Immobilien schon zu Marktwerten, obwohl sie dazu nicht verpflichtet gewesen wären.

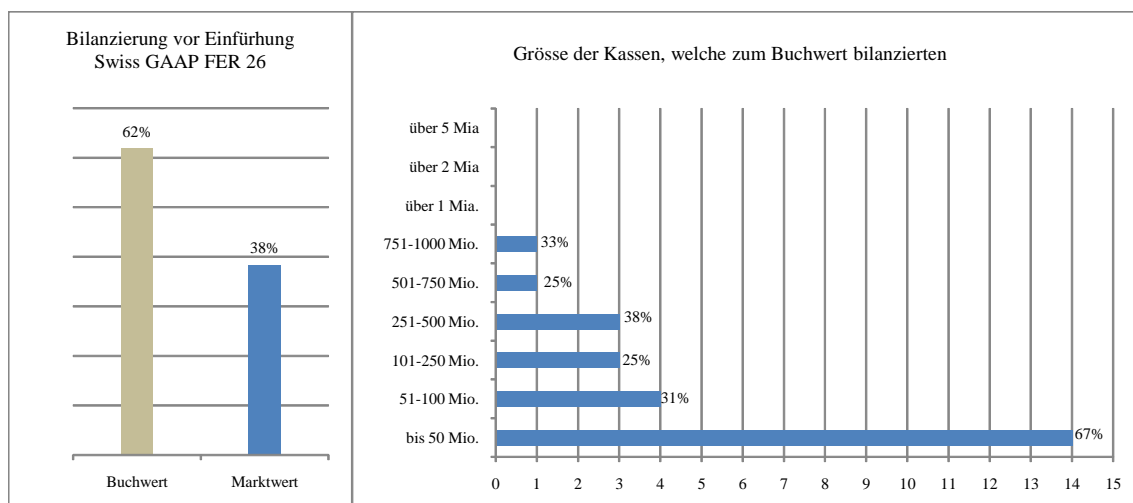


Abbildung 10: (links) Bilanzierungsmethoden von Immobilien vor Einführung von Swiss GAAP FER 26

Abbildung 11: (rechts) Darstellung der Kassen nach deren Grösse, welche zum Buchwert bilanzierten

Interessant ist die Feststellung, dass vor allem kleinere Institutionen mit einem Immobilienvermögen bis CHF 50 Millionen ihre Immobilien vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 mehrheitlich zum Buchwert bilanzierten. Innerhalb der Umfrage waren es 14 von 21 Kassen bzw. 67%. Bei einem grösseren Immobilienvermögen bilanzierten nur noch wenige Vorsorgeeinrichtungen zum Buchwert. In Prozenten der antwortenden Kassen ausgedrückt waren es deren 31% mit einem Anlagevolumen von CHF 51 bis 100 Mio., 25% mit einem Volumen von CHF 101 bis CHF 250 Mio., 38% bei einem Immobilienvermögen von CHF 251 bis CHF 500, 25% bei CHF 501 bis CHF 750 Mio. und 33% bei einem Vermögen von CHF 751 bis CHF 1 Mia. Dass Kassen mit einem Immobilienvermögen von über CHF 200 Millionen zum Buchwert bilanzierten überrascht insofern, da in der Regel ein solches Immobilienvermögen eine professionelle und umfassende Bewirtschaftung erfordert und dies in der Regel auch eine regelmässige Bewertung beinhaltet. Diese Angaben sind allerdings zu relativieren, weil nur jeweils 4 bzw. 3 Pensionskassen mit einem Vermögen von CHF 501 Mio. bis 700 Mio. bzw. CHF 751 Mio. bis CHF 1,0 Mia. eine Antwort gaben.

Diese Auswertung bestätigt somit die aufgestellte Behauptung in der These 1, wonach vor allem kleinere Pensionskassen vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 ihre Immobilien zum Buchwert bilanzierten.

Im Zusammenhang mit der Bewertung der Immobilien interessierte auch, wie nun die Liegenschaften nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 bewertet wurden. Fest stand, dass die Bilanzierung zu „aktuellen Werten“, sprich zu Marktwerten erfolgen musste.

Dies bedingt eine individuelle und regelmässige Bewertung jeder Liegenschaft. Die Antworten zeigen einen klaren Trend von der statischen⁶² zur dynamischen⁶³ Bewertungsmethode.



Abbildung 12: Bewertungsmethoden vor (blau) und nach (rot) Einführung von Swiss GAAP FER 26

Die nächste Abbildung macht zudem deutlich, dass die Immobilien nun vermehrt durch externe Bewertungsexperten geschätzt werden. Diese Zunahme entstand jedoch alleine dadurch, dass Eigentümer, welche bisher ihre Immobilien zum Buchwert bilanzierten, nun die Bewertung der Liegenschaften nicht selber vornahmen, sondern Dritte damit beauftragten. Eigentümer, welche ihre Immobilien schon bisher selber zu Marktwerten schätzten, änderten ihr Verhalten offenbar nicht.

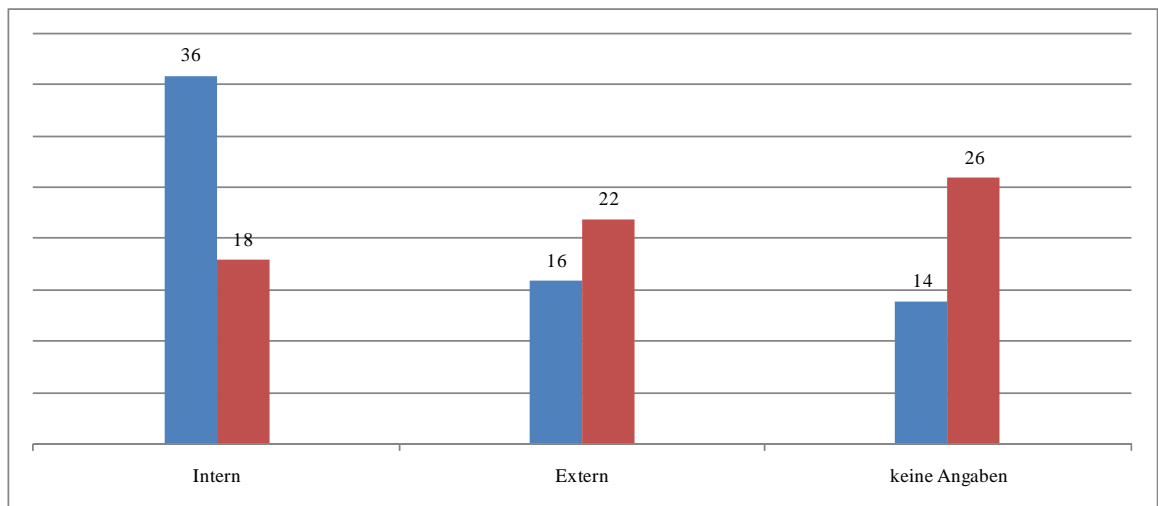


Abbildung 13: Interne oder externe Bewertung der Immobilien vor (blau) bzw. nach (rot) Einführung von Swiss GAAP FER 26

⁶² Vgl. SHB, S. 48

⁶³ Vgl. Staehlin/Sauter, S. 183.

Obige Feststellungen decken sich somit mit der Behauptung in These 2, wonach es vor allem die kleineren Kassen sind, welche ihre Immobilien nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 neu von Dritten bewerten lassen.

3.4 Auswirkung auf die Immobilienwerte

41 der 66 Pensionskassen bzw. 62% gaben auf die Frage, ob sich die Immobilienwerte als Folge der Neubewertung zu „aktuellen Werten“ nach Swiss GAAP FER 26 verändert haben eine Antwort. 17% der Kassen mussten eine negative Wertveränderung in Kauf nehmen. Dabei sanken die Immobilienwerte zwischen -0.25% bis -10.2%. Ob dabei ein um 0.25% tieferer Wert einen nachweisbaren Zusammenhang mit einer Neubewertung hat, ist fraglich, geht aber aus der betreffenden Antwort nicht hervor. Die durchschnittliche Wertveränderung liegt bei -4.30%.

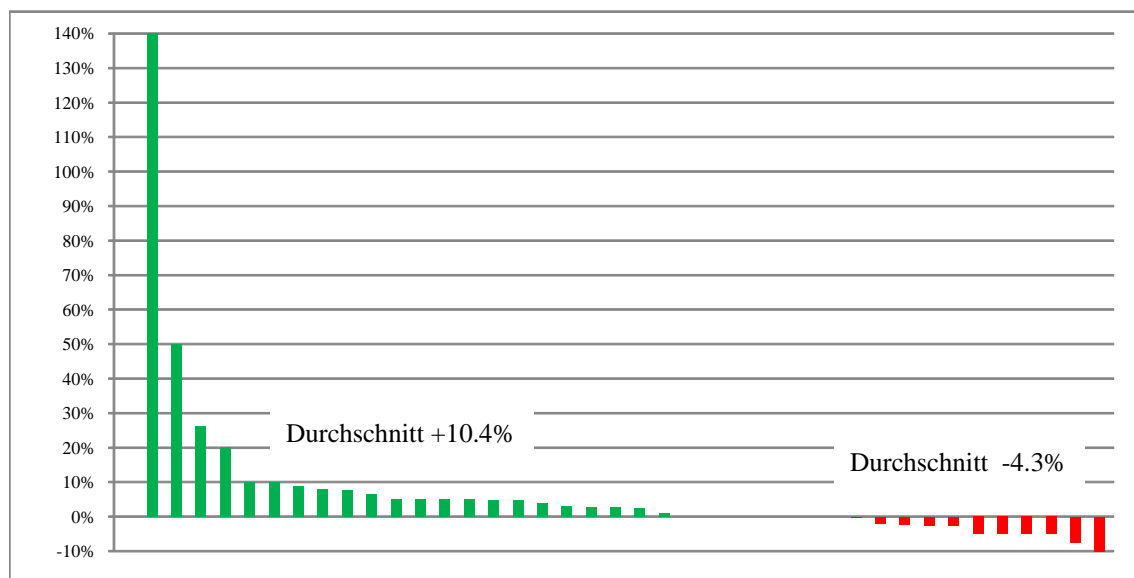


Abbildung 14: Wertveränderung der Immobilienwerte als Folge der Bilanzierung zu „aktuellen Werten“

12% der Pensionskassen gaben an, dass sich die Immobilienwerte auf Grund der Bewertung zu „aktuellen Werten“ nicht verändert hätten. Dies waren in der Regel solche Eigentümer, welche ihre Immobilien schon bisher zu Marktwerten bilanzierten und die neuen Vorschriften keinen Methodenwechsel notwendig machten.

38% der Vorsorgeeinrichtungen konnten eine positive Wertveränderung verzeichnen. Hier fällt die grosse Spannweite der Wertsteigerungen auf. Diese reicht von 0.95% bis 140%, wobei fast die Hälfte der Wertsteigerungen, nämlich 9 von 23, zwischen 5% bis 10% liegt. Dies ergibt eine durchschnittliche Wertsteigerung von 10.4%. Weitere auffal-

lende Wertsteigerungen lagen bei 20%, 26% und 50%. Wiederum stellt sich die Frage, ob Wertveränderungen von lediglich 0.95% einen nachweisbaren Zusammenhang mit einer Neubewertung haben können oder eine normale Wertschwankung darstellen?

Die hier gezeigten Wertveränderungen sind noch vertiefter zu analysieren, denn es besteht die Möglichkeit, dass die Wertsteigerung nur dank der Auflösung von bis anhin gebildeten Rückstellungen⁶⁴ möglich war und nur damit eine noch grössere negative Veränderung aufgefangen werden konnte. Die Immobilienverantwortlichen wurden daher mit der Frage konfrontiert, ob sie Dank der Auflösung der gebildeten Rückstellungen eine Abwertung der Immobilienwerte verhindern konnten. 62% antworteten mit „Ja“. Davon geben 17% der Befragten an, dass sie damit eine negative Wertveränderung von 2.5% bis 11.2% auffangen konnten. 12% der Kassen geben an, dass mit der Auflösung der Reserven keine Wertveränderung eintrat. Der Grund, wieso die Auflösung einer Rückstellung zu keiner Wertbeeinflussung führt, geht aus den Antworten nicht hervor. 33% konnten dank der Auflösung der Reserven eine Wertsteigerung erzielen. Sie geben an, damit eine Wertveränderung zwischen 2.5% bis 20% bewirkt zu haben. Überraschend ist, dass ein Viertel der angegebenen Wertsteigerungen offenbar nur dank der Auflösung von Rückstellungen möglich waren. Jener Immobilieneigentümer zum Beispiel, welcher seine Reserven von 20% auflöste, konnte damit eine Wertsteigerung von 50% erwirken. Erstaunlich ist auch, dass jene Kasse, welche eine Wertsteigerung von 140% auswies, keine Reserven auflöste. Die Studie zeigt, dass bei den antwortenden Kassen im Durchschnitt eine Wertveränderung von 5% aufgefangen werden konnte.

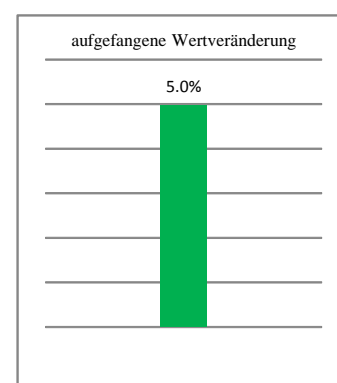
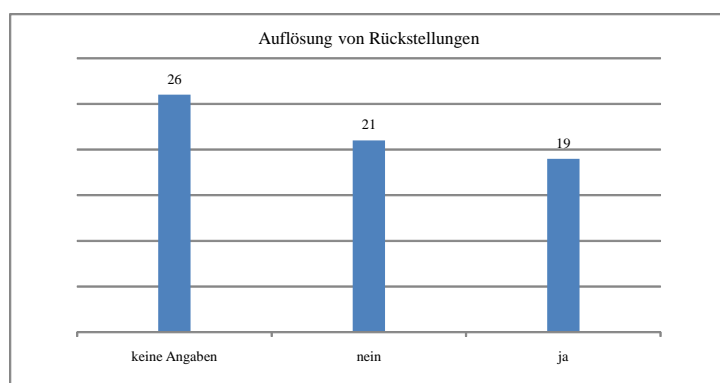


Abbildung 15: (links) Auflösung von Rückstellungen

Abbildung 16: (rechts) Dank Auslösung von Rückstellungen durchschnittlich aufgefangene Wertveränderung

⁶⁴ Vgl. Sauter, S. 354.

Es stellt sich die Frage nach den Gründen für die erzielte Wertsteigerung, besonders da sie ohne Auflösung der Rückstellungen erzielt werden konnten. Eine Möglichkeit wäre der Effekt von der Umstellung der Bilanzierung zu Buch- auf Marktwerten.

Diese Vermutung wird von der Interviewperson A bestätigt. Er sieht die Gründe für diese zum Teil massiven Wertsteigerungen in den bisherigen „alten Buch- oder Anschaffungswerten“, welche massiv unter dem „aktuellen Werten“ lagen.

Im Weiteren wurden die Angaben über die erzielten Wertsteigerungen mit den jeweiligen Immobilienvermögen verglichen. Die nachfolgende Grafik zeigt deutlich, dass es vor allem die kleineren Immobilieneigentümer sind, welche Dank der Auflösung ihrer Rückstellungen eine namhafte Wertsteigerung erzielen konnten.

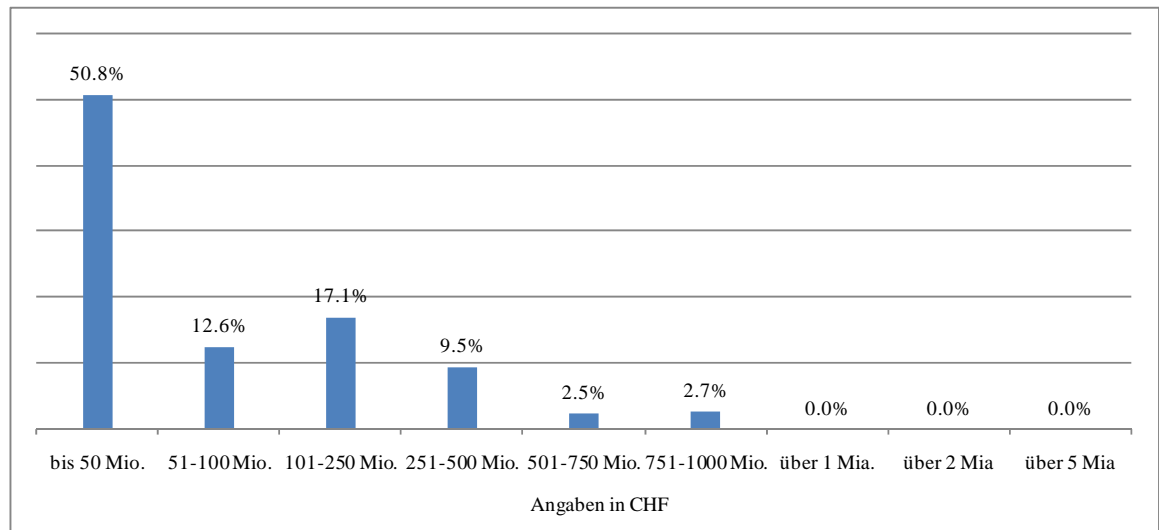


Abbildung 17: Kumulierte Wertsteigerungen als Folge der Einführung von Swiss GAAP FER 26 bzw. der Pflicht zur Bilanzierung der Immobilien zu „aktuellen Werten“

Die Behauptung in These 3, wonach die negativen Wertschwankungen dank der Auflösung der Rückstellungen aufgefangen werden konnten, wird somit bestätigt. 17% der Befragten weisen eine Wertminderung auf und 11% davon konnten die Wertverluste mit der Auflösung der Reserven ganz oder zumindest teilweise auffangen.

3.5 Auswirkung auf die Anlagestrategie von Pensionskassen

In der Umfrage wurden die Immobilienverantwortlichen einerseits mit der Frage konfrontiert, wie die zukünftige Anlagestrategie aussehen soll und ob der beabsichtigte Strategiewechsel einen direkten Zusammenhang mit den Rechnungslegungsvorschriften von Swiss GAAP FER 26 hat.

Zur Beantwortung der Frage nach der Anlagestrategie der Vorsorgeeinrichtungen, wurden die Immobilienverantwortlichen nach ihrem Anteil der Immobilienanlagen am Gesamtvermögen befragt. Der Durchschnitt bei den direkten Immobilienanlagen liegt bei 18%, wobei dieser Mittelwert aus einer Spannweite von 2% bis 47% hervorgeht. Der Durchschnitt der indirekten Immobilienanlagen liegt bei 9%. Auch hier fällt die noch grössere Bandbreite von 0% bis 51% auf.

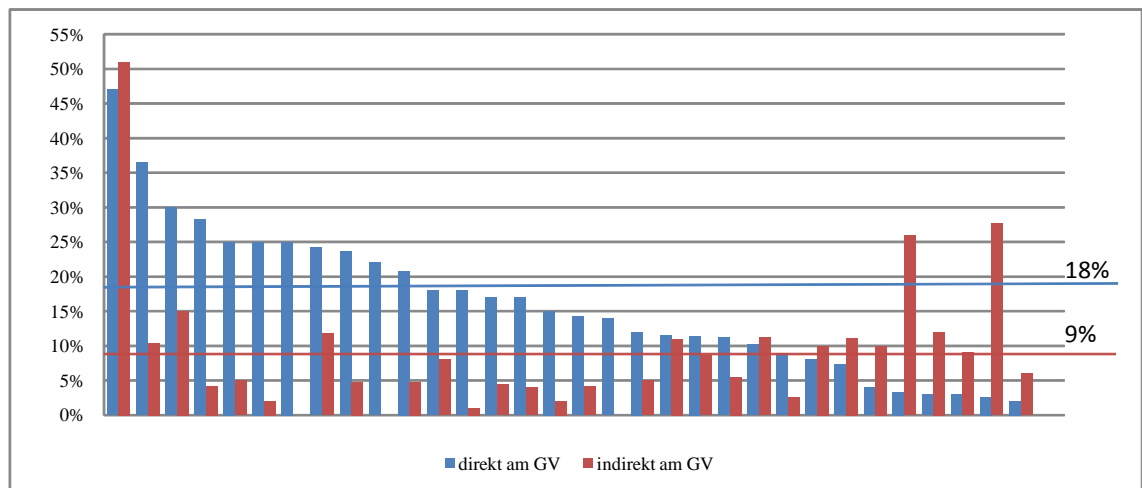


Abbildung 18: Anteile des direkten und indirekten Immobilieneigentums am Gesamtvermögen sämtlicher Umfrageteilnehmer (Umfrage Ochsner April 2008)

Die Erhebung zeigt eine deutliche Steigerung im Vergleich zu den statistischen Zahlen des BFS von 2000⁶⁵, die einen Durchschnitt von 10.2% beim direkten Immobilieneigentum und von 1.9% bei den indirekten Immobilien ausweist. Gemäss Winiger von Swisscanto wurden anlässlich der Pensionskassenstudie 2005 der Swisscanto ein direkter Immobilienanteil am Gesamtvermögen von 11.6% und ein indirekter Immobilienanteil von 2.6% erhoben.⁶⁶ Die vorliegende Erhebung weist somit einen wesentlich höheren Anteil sowohl beim direkten, als auch beim indirekten Immobilieneigentum aus. Ein möglicher Grund für den höheren Anteil an indirekten Immobilien mag in der Tatsache liegen, dass - im Vergleich zu den Erhebungen der Swisscanto - hier mehrheitliche kleinere Vorsor-

⁶⁵ Vgl. BFS, Pensionskassenstatistik 2000 aus Blöchlinger, Staehlin & Partner, Umgang der Pensionskassen mit den Immobilienanlagen, 2002, S. 10.

⁶⁶ Vgl. Winiger, Swisscanto, Interview vom 8.7.2008: Anlässlich des Interviews wurden Zahlen der Erhebungen aus der Pensionskassenstudie 2005 präsentiert, welche u.a. die Aufteilung der Immobilienanlage zeigt. Diese Erhebungen wurden in der genannten Studie aber nicht veröffentlicht.

geinstitutionen teilgenommen haben und diese möglicherweise eher eine indirekte, als eine direkte Immobilienanlage wählen.⁶⁷

Auf die Frage, wie die Aufteilung zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 aussah, haben alle Befragten beantwortet. Die nachfolgende Grafik ergibt ein klares Bild darüber, dass die direkte Immobilienanlage mit 71% vorherrscht. 14 der 66 Befragten gaben gar an, nur direktes Immobilieneigentum zu besitzen.

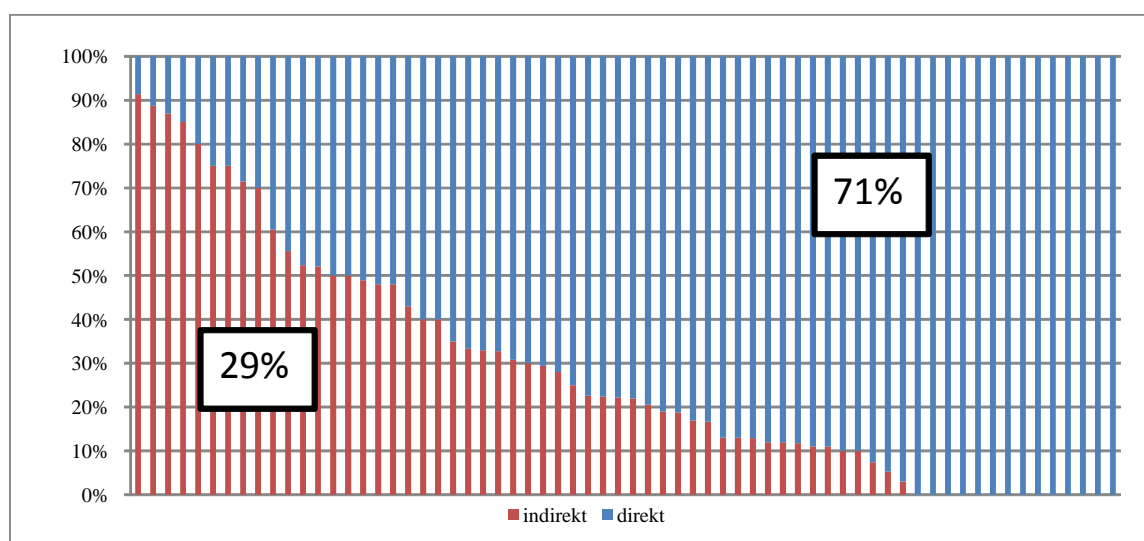


Abbildung 19: Verteilung Immobilieneigentum vor Einführung Swiss GAAP FER 26 (nur Kassen, welche auch direkte Immobilien halten)

Wie früher schon erwähnt, finden sich in den Pensionskassenstudien des BFS und der Swisscanto keine Mehrjahreszahlenreihen für die Aufteilung des direkten und indirekten Immobilienvermögens. Winiger von Swisscanto machte anlässlich des Interviews den Hinweis, dass die Aufteilung des Immobilieneigentums seit 1998 von Complementa Investment Controlling⁶⁸ regelmässig erhoben, diese aber in den bisherigen Pensionskassenstudien aber nicht regelmässig veröffentlicht wurden. Die nachfolgende Auswertung zeigt die Aufteilung des direkten und indirekten Immobilieneigentums von 1998 bis 2007. 1998 lag der direkte Immobilienbesitz bei 97%, 1995 noch bei 82% und sank bis

⁶⁷ S.a. Erläuterungen unter 3.2 und Abbildung 9.

⁶⁸ Brandenberger, Michael, CEO der Complementa Investment AG ist Mitglied des Beirates und war aktiv an den Pensionskassenstudien der Swisscanto beteiligt. Zudem verfügt Complementa Investment AG über die Zahlenreihe der direkten und indirekten Immobilienanlagen von 1998 bis 2007, welche anlässlich der Pensionskassenstudien erhoben, aber nur sporadisch in den Berichten veröffentlicht wurde. Anlässlich des Interviews vom 22.7.2008 wurden die nicht öffentlich zugänglichen Zahlen überreicht.

2007 auf 77%. Der direkte Immobilienanteil per 2005 liegt somit markant höher als das Ergebnis dieser Studie. Ein möglicher Grund für diese abweichende Aufteilung mag im unterschiedlichen Anlageverhalten der mehrheitlich kleinen Kassen liegen, die an dieser Studie teilgenommen haben, in den Erhebungen von Complenta aber weniger stark eingeflossen sind.

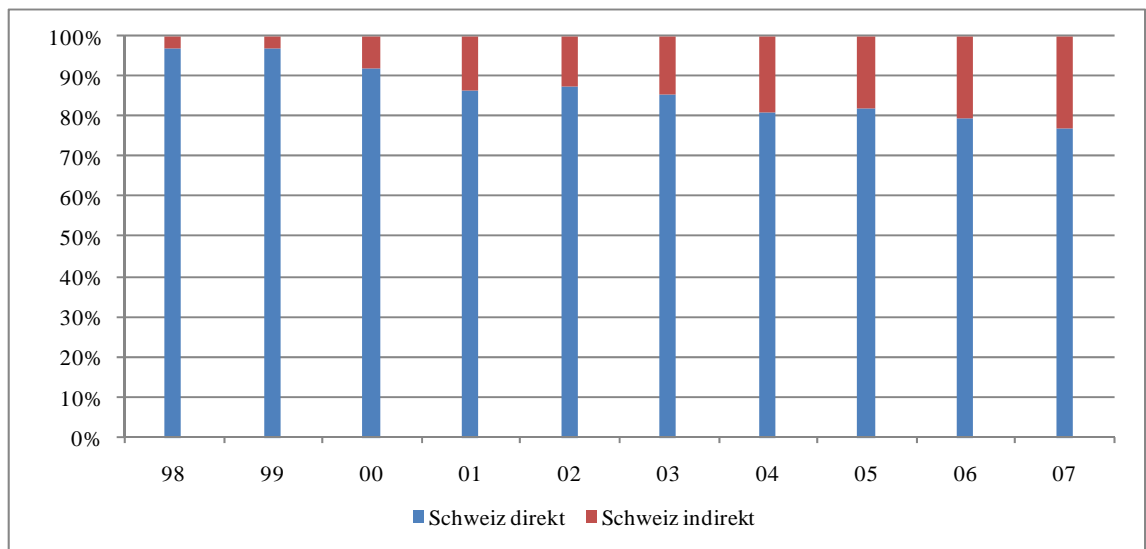


Abbildung 20: Entwicklung der direkten und indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz von 1998 bis 2007 (Erhebungen Complenta Investment AG)

Die Auswertung der 66 Antworten aus der Studie ergab einen durchschnittlichen Immobilienanteil am Gesamtvermögen von 27%. Dieser Anteil liegt markant höher als die Zahlen aus den Erhebungen der Studie Blöchli, Stählin von 2002 und Complenta Investment AG. Eine mögliche Erklärung für diese Abweichung liegt wieder im Unterschied der teilnehmenden Kassengrößen. Die Grafik zeigt deutlich einen seit 2003 stetig fallenden Immobilienanteil am Gesamtvermögen, obwohl der Anteil der indirekten Immobilienanlagen seit 2003 um 50% zugenommen hat.

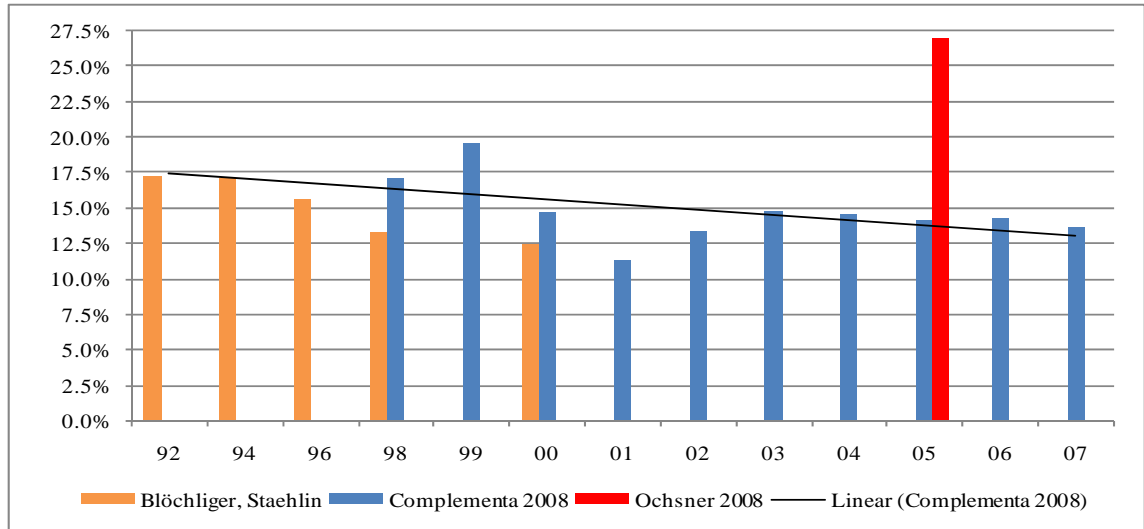


Abbildung 21: Entwicklung Immobilienvermögen im Verhältnis zum Gesamtvermögen in der Schweiz von 1998 bis 2007 (Erhebungen Complementa Investment AG, Blöchliger, Stählin und Ochsner)

Auf die Frage, ob eine Änderung in der bisherigen Immobilienanlagestrategie geplant sei, antworteten 67% mit „Nein“. Nur 33% der Befragten haben offenbar die Absicht, ihre Strategie zu ändern. Hier interessierte insbesondere, ob die Absicht zum Strategiewechsel einen direkten Zusammenhang mit Swiss GAAP FER 26 hat. Nur gerade 2 Probanden antworteten darauf mit einem Ja. 22 verneinten diese Frage und 42 machten keine Aussage. Obwohl das Verhältnis zwischen „Ja“ und „Nein“ sehr deutlich ausgefallen ist, stellt sich die Frage, wie die überwiegende Mehrheit, welche keine Angaben machte, zu interpretieren ist. Eine Vermutung wäre, dass die Unentschlossenheit in Bezug auf die zukünftige Anlagestrategie nach wie vor gross ist, und daher die Frage zur Zeit weder mit ja noch mit nein beantwortet werden konnte.

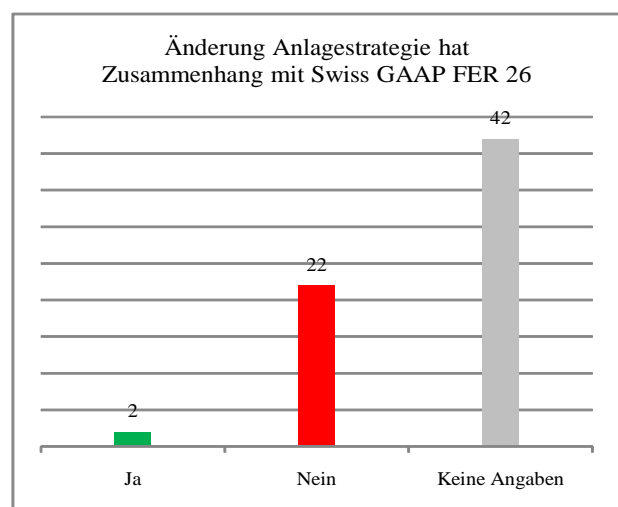
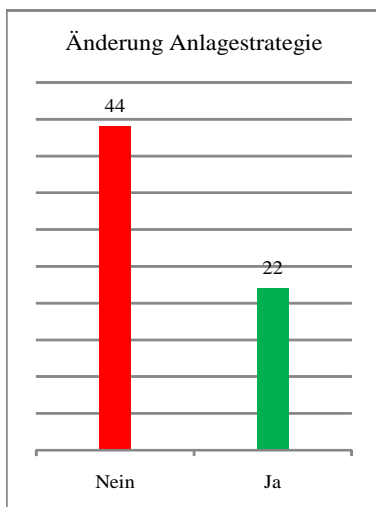


Abbildung 22: (links) Änderung der Anlagestrategie

Abbildung 23: (rechts) Zusammenhang der Anlagestrategieänderungen im Zusammenhang mit Swiss GAAP FER 26

Interessant ist nun zu erfahren, wie diejenigen Immobilieneigentümer, welche eine Änderung ihrer Anlagestrategie beabsichtigen, die zukünftige Aufteilung der indirekten und indirekten Immobilienanlagen sehen. Die nachfolgende Grafik vergleicht die bisherige Immobilienstrategie von heute mit der Zukünftigen. Weil 2 der Befragten zwar angaben, ihre Strategie wechseln zu wollen, dazu aber keine weiteren Angaben machten, konnten in der Grafik nur 20 Strategien verglichen werden. Die blauen Balken zeigen den Anteil der indirekten Immobilienanlagen von heute, die roten Balken auf welchen Prozentanteil die indirekten Immobilienanlagen erhöht werden sollen. Die Grafik macht deutlich, dass - mit 2 Ausnahmen - alle der Befragten den Anteil der indirekten Immobilieninvestitionen markant, in einem Fall gar um 100%, erhöhen wollen. Nur zwei Kassen haben die Absicht, den Anteil der direkten Immobilienanlage leicht zu erhöhen. Es sind dies Vorsorgeeinrichtungen mit einem Immobilienvermögen von CHF 251 bis CHF 500 bzw. über CHF 1 Mia. Ein Eigentümer (die Pensionskasse mit einem Immobilienvermögen von über CHF 5 Mia.) gibt zwar an, seine Strategie ändern zu wollen, seine Angaben über die zukünftige Aufteilung zwischen direkten und indirekten Anlagen ändert sich aber nicht. Obwohl diese Antwort keine Aussagekraft hat, wird sie aus Gründen der Vollständigkeit in die Auswertung mit einbezogen.

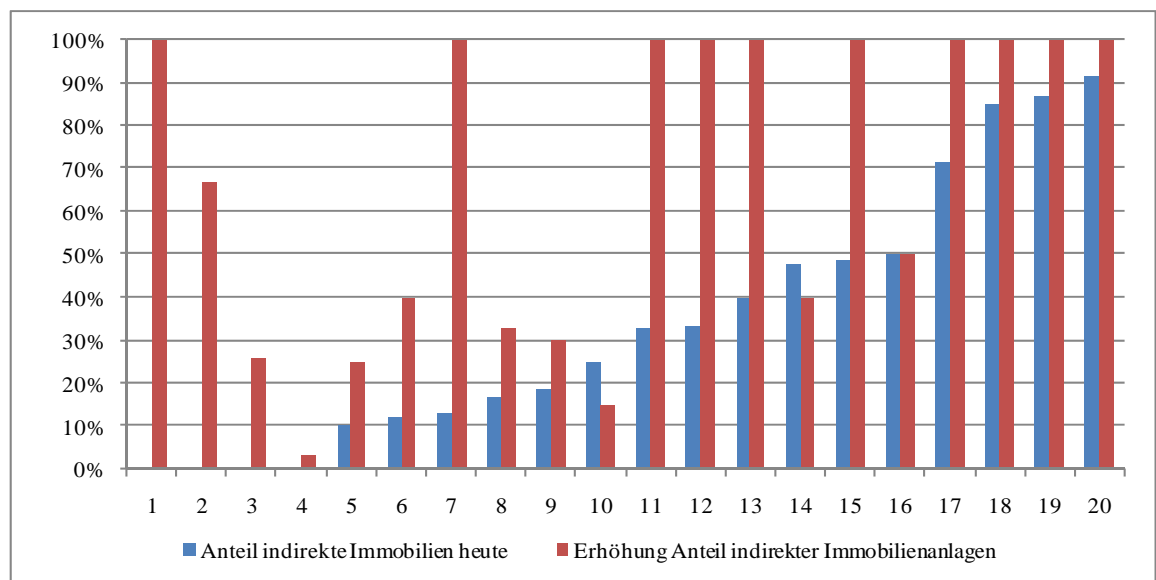


Abbildung 24: Vergleich indirekte Immobilienanlagen heute und in Zukunft

Auf die Frage, was die Gründe des geplanten Strategiewechsels sind, gaben nur wenige der Befragten eine Antwort. Bei den 15 Antwortenden handelt es sich ausschliesslich um Kassen mit einem Immobilienanlagevermögen von weniger als CHF 50 Mio.

Somit wird auch die Behauptung in These 4 bestätigt, nämlich dass es vor allem die kleineren bis mittleren Vorsorgeeinrichtungen sind, die in Zukunft vermehrt indirekt in Immobilien investieren wollen. Diese Feststellung wird auch vom Interviewpartner C einer Anlagestiftung bestätigt. Allerdings zeigen die nachfolgenden Auswertungen, dass die Gründe, welche zum Strategiewechsel führten, sehr unterschiedlich sind.

Es sollte herausgefunden werden, ob die strategische Neuausrichtung hinsichtlich vermehrter indirekter Immobilienanlage auf die neuen Rechnungslegungsvorschriften zurück zu führen ist. Nur gerade 2 von 66 Befragten bejahten diese Frage. 22 verneinten einen Zusammenhang mit den neuen Rechnungslegungsnormen und 42 gaben keine Auskunft. Somit scheint zwischen den Rechnungslegungsvorschriften nach Swiss GAAP FER 26, den damit verbundenen Veränderungen und den geänderten Anlagestrategien kein Zusammenhang zu bestehen.

Gemäss Aussage der Interviewperson E einer Anlagestiftung wurde schon weit vor 2005 eine deutliche Zunahme der indirekten Immobilienanlagen erwartet, weil davon ausgegangen wurde, dass vor allem die kleineren Immobilieneigentümer mit dem zunehmenden Anlagedruck überfordert sein würden und die Lösung in einer indirekten Immobilieninvestition finden könnten. Mit der Einführung der neuen Rechnungslegungsnormen war jedoch keine markante oder ausser ordentliche Zunahme zu verspüren, obwohl aus Sicht dieser Anlagestiftung die Gründe (fehlendes Immobilienfachwissen für professionelle Bewirtschaftung und Bewertung, nachteilige Diversifizierung auf Grund des kleinen Immobilienbestandes oder Regionalisierung etc.) dazu noch stärker vorhanden waren. Interviewperson E vermutet weiter, dass die zeitliche Verzögerung mit den internen Entscheidungswegen zusammen hängen. Eine weitere mögliche Erklärung könnte die anfänglich positive Erfahrung (sprich Wertsteigerung) mit der Neubewertung gewesen sein. Erst mit den Wiederbewertungen wurde die Erfahrung gemacht, dass Immobilienaufwertungen nicht die Regel sind. So dauerte der Entscheid der Pensionskassen, ihre Strategie ändern zu wollen, aber vor allem die Strategie tatsächlich umzusetzen offenbar länger als erwartet.

Keiner der Befragten Pensionskassen gab an, dass der erhöhte administrative Aufwand Grund für den Strategiewechsel ist. Eine Kasse will mit der Erhöhung der indirekten Immobilienanlage eine bessere Rendite erzielen. Je zwei Eigentümer sehen die Gründe in einer erhöhten Liquidität und in der Vermeidung von Wertschwankungen. Drei wollen

damit Mehrkosten für das Schätzen ihrer Immobilien vermeiden. Die Mehrheit, nämlich 7 Immobilieneigentümer, wollen mit einer indirekten Immobilienanlage ihr Immobilienvermögen besser diversifizieren und damit das Risiko senken.

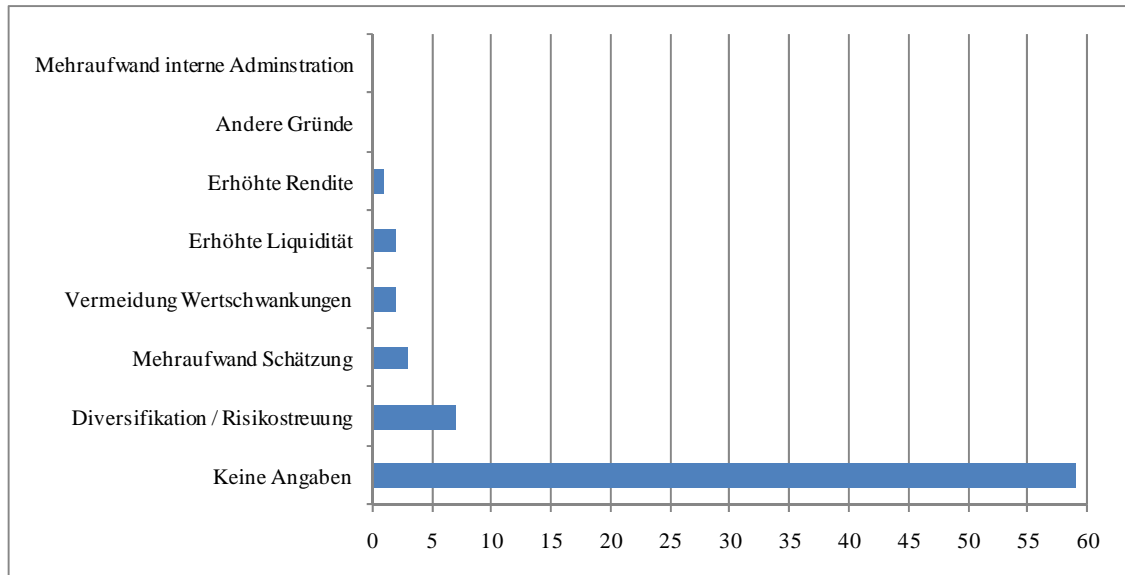


Abbildung 25: Gründe für Strategiewechsel

Crédit-Suisse stellt in ihrer Immobilienmarktstudie 2008 fest, „dass Pensionskassen mit einem Vermögen unter CHF 500 Mio. weit über 80% ihrer Liegenschaften im lokalen und regionalen Umfeld investiert haben, in der Regel also im selben Kanton oder im Nachbarkanton.“⁶⁹ Demnach unterliegen viele dieser Kassen einem erheblichen Klumpenrisiko. Diese Feststellung wäre ein möglicher Grund, dass vor allem kleinere Kassen sich für eine vermehrte indirekte Immobilienanlage interessieren. Diese wäre eine Bestätigung der früher gemachten Vermutung, nämlich dass der höhere indirekte Immobilienanteil in dieser Studie im Vergleich zu den Erhebungen von Complementa Investment AG darin liegen könnte, weil vornehmlich kleinere Kassen an der Umfrage teilgenommen haben.

Unter Punkt 1.2 wurde die These 5 aufgestellt, wonach der momentane Trend von den direkten zu den indirekten Immobilienanlagen einen Zusammenhang mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 haben könnte, um mögliche Wertschwankungen zu vermeiden und das kleine Portfolio besser diversifizieren zu können. Nur gerade 2 Kassen gaben an, dass der Strategiewechsel einen direkten Zusammenhang mit den Auswirkungen der neuen Rechnungslegungsvorschriften hat. Als Gründe für ihren Strategiewechsel nannten

⁶⁹ Vgl. Crédit-Suisse, Immobilienmarkt 2008, Fakten und Trends, S. 54.

beide den Mehraufwand für die Bewertung der Immobilien. Eine Kasse wollte damit im Weiteren eine bessere Risikostreuung erreichen, die andere Kasse zukünftige Wertschwankungen vermeiden. Somit scheint die aufgestellte Behauptung widerlegt zu sein. Und dennoch zeigen die Antworten, dass sich die Immobilienverantwortlichen mit einer indirekten Immobilienanlage vor allem eine bessere Diversifikation bzw. Risikostreuung zu erreichen hoffen, also genau jene Gründe, welche gemäss These 5 als Folge der neuen Rechnungslegungsvorschriften vermutet werden.

Hier interessieren auch die Erfahrungen der Anlagestiftungen. Alle vier interviewten Personen namhafter Anlagestiftungen fügen an, dass eine erhöhte Diversifikation bzw. Risikostreuung die Hauptgründe von erfolgten Sacheinlagen gewesen seien. Im Weiteren werden der erhöhte Mehraufwand für die interne Administration und auch das fehlende Knowhow für die Bewertung und die professionelle Bewirtschaftung der Immobilien angeführt. Von zwei Interviewpersonen wird die erhöhte Liquidität als weiterer wichtiger Grund angeführt.

Interviewperson D von einer Anlagestiftung führt an, dass sich eine eigene Bewirtschaftung erst ab einem Immobilienvermögen von CHF 300 Mio. lohnt. Somit würden grosse Kassen auch weiterhin direkt in Immobilien investieren und eher für Investitionen im Ausland eine indirekte Anlagestrategie wählen. Diese Feststellung widerspiegelt sich in den Ergebnissen dieser Studie. Jene zwei Immobilieneigentümer, welche in Zukunft vermehrt direkt in Immobilien investieren möchten, haben ein Vermögen von über CHF 250 Mio. bzw. von über CHF 1 Mia. Auch Blöchli, Staehlin & Partner kommen in ihrer Studie zum Schluss, dass eine „grosse Anzahl von Objekten“ notwendig sei um den Immobilienbestand ausreichend zu diversifizieren⁷⁰. Zudem werden die beachtlichen Kosten erwähnt, welche eine professionelle Bewirtschaftung verursachen würde. Baum/Struempell haben in ihrer Studie herausgefunden, dass es für eine risikomindernde Diversifikation ein Volumen von mindestens £500 Mio. braucht.⁷¹

⁷⁰ Vgl. Blöchli, Staehlin & Partner, Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz, 2003, S. 4.

⁷¹ Vgl. Baum / Struempell, S 21: „We have found that for smaller investors – defined as those with less than £500m to spend it is impossible to reduce the stock risk present within many segments of the market below an acceptable level.“

Wessling geht in seinen Vermutungen weiter und vertritt die Meinung, dass die ungenügende Performance häufig an der unangemessenen Bewirtschaftung läge. Nach seiner Auffassung könnten diese Mängel beispielsweise mit einer indirekten Immobilienanlage behoben werden.⁷²

Neue Argumente bzw. Gründe für den momentanen Trend zu indirekten Immobilienanlagen bringt Müller ins Spiel. Nach seiner Erfahrung haben die Immobilienverantwortlichen vermehrt Mühe, geeignete Liegenschaften zu finden. Mit der Möglichkeit, indirekt in Immobilien zu investieren, konnten sie ihre Quote in der Allokation wenigsten halten.⁷³ Diese Vermutungen werden durch die Erhebungen von Complementa Investment AG aber nur teilweise bestätigt. Zwar hat das indirekte Immobilieneigentum von 1998 bis 2007 von 0.51% auf 3.14% am Gesamtvermögen stark zugenommen. In derselben Zeitperiode ging das Gesamtimmobilieneigentum von 17.2% auf 13.6% zurück. Dies könnte darauf hinweisen, dass die Quoten doch nicht gehalten werden konnten.

3.6 Zusammenfassung

Die Ergebnisse der empirischen Umfrage ergeben, dass mindestens vier der fünf aufgestellten Thesen belegt werden. Es zeigt sich, dass vor Einführung der Rechnungslegungsvorschriften von Swiss GAAP FER 26 vor allem kleinere Vorsorgeeinrichtungen ihre Immobilien zum Buchwert bilanzierten. Ebenso sind es die kleineren Kassen, welche, als Folge der Pflicht zur Bewertung ihrer Immobilien zu „aktuellen Werten“, die Bewertungen nun nicht selber vornehmen, sondern extern vergeben. Die Untersuchung ergibt, dass die Umstellung, das heisst die Bewertung der Liegenschaften zu Marktwerten, mehrheitlich und zum Teil zu markanten Wertveränderungen von -10.2% bis zu +140% führte. Die Auswertung der Fragen ergibt weiter, dass die Mehrheit der negativen Wertveränderungen dank der Auflösung der bisher gebildeten Rückstellungen aufgefangen werden konnten. Überraschend ist, dass die positiven Wertsteigerungen mehrheitlich nur dank Einbezug dieser Reserven erzielt werden konnten.

In der Untersuchung galt es im Weiteren heraus zu finden, wie die Aufteilung der Immobilien vor und nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 aussah, ob die Immobilienver-

⁷² Vgl. Wessling, S. 919.

⁷³ Vgl. Müller, S. 23.

antwortlichen beabsichtigen ihre Anlagestrategie zu ändern und ob dieser Strategiewechsel einen direkten Zusammenhang mit den neuen Rechnungslegungsnormen hat. 22 von 22 Kassen verneinten einen Zusammenhang ihrer Absicht eines Strategiewechsels mit Swiss GAAP FER 26, obwohl einige dieser Immobilieneigentümer genau jene Gründe für eine Neuausrichtung ihrer Immobilienanlagen nannten, welche in der These 5 als mögliche Folgen aus der neuen Rechnungslegungsnorm aufgestellt werden: Erhöhte Diversifikation bzw. Risikostreuung. Trotz dieses Widerspruches scheint die Behauptung in These 5 widerlegt zu sein.

30% der Befragten gaben an, die Absicht zu haben, ihre Immobilienstrategie ändern zu wollen. Nur gerade 2 von 20 wollen den Anteil der direkt gehaltenen Immobilien steigern. Die übrigen 18 wollen den Anteil der indirekten Immobilienanlagen erhöhen, 10 davon gar auf 100%. Wiederum sind es vor allem die kleinen und mittelgrossen Kassen, welche in Zukunft vermehrt indirekt investieren wollen. Jene zwei Immobilieneigentümer, welche ihr direktes Immobilieneigentum erhöhen wollen, haben bereits ein Immobilienvermögen von CHF 251 bis CHF 500 bzw. über CHF 1 Mia.

4 Abschliessende Feststellungen

4.1 Zusammenfassung

Das Bewertungswesen hat sich in den letzten zwanzig Jahren markant verändert. Die Gründe dafür sind vielseitig. Immobilien(fonds) gewinnen als Anlage an Bedeutung und Immobilieneigentümer ziehen ihre Liegenschaften aktiv in ihre Geschäftstätigkeit ein. Die Anforderungen der Bewertungen an die Rechnungslegungsnormen steigen. Als letzte wichtige Neuerung wurde Swiss GAAP FER 26 per 2004 eingeführt, welche alle Vorsorgeeinrichtungen zwingt, ihre Immobilien zu Marktwert zu bilanzieren. Vor der Einführung der neuen Rechnungslegungsnorm wurden die Vorsorgeeinrichtungen in Anlehnung an die Bestimmungen der „kaufmännischen Buchführung“ im OR sowie unter Berücksichtigung der Bestimmungen der BVV2 bilanziert. In Bezug auf die Immobilien standen zwei Möglichkeiten offen: Bilanzierung zum Buchwert oder zum Marktwert. Swiss GAAP FER 26 zwang nun alle Vorsorgeeinrichtungen, ihre Immobilien zum „aktuellen Wert“, also zu Marktwerten zu bilanzieren. Dies bedeutete vor allem für die kleineren Immobilieneigentümer mit nur wenigen Liegenschaften einen Mehraufwand. Diese neuen Vorschriften verlangten entsprechende Massnahmen und hatten für die Pensionskassen zahlreiche und zum Teil auch einschneidende Veränderungen zur Folge.

Diese Masterthesis untersucht, wie die Kassen in Bezug auf ihre Immobilienanlagen auf diese Umstellung reagierten. Wie haben sie ihre Immobilien vor bzw. nach Einführung der neuen Rechnungsnorm bewertet? Welche Bewertungsmethode wendeten sie an? Nahmen sie die Bewertungen selber vor oder beauftragten sie damit Dritte? Wie haben sich die Immobilienwerte als Folge der neuen Bewertungsvorschriften verändert? Hier interessiert vor allem auch, ob mit der zwingenden Auflösung der Rückstellungen ein allfälliger Wertzerfall aufgefangen oder gar eine Wertsteigerung ausgewiesen werden konnte. Zudem wurde untersucht, ob die Immobilienverantwortlichen die Absicht haben, ihre Anlagestrategie zu ändern. Insbesondere ging es um die Frage, ob sie in Zukunft vermehrt direkt oder indirekt in Immobilien investieren wollen. Weiter wurde nach den möglichen Gründen für den Strategiewechsel gefragt. Vor allem sollte herausgefunden werden, ob der Strategiewechsel einen nachweisbaren Zusammenhang mit den Auflagen von Swiss GAAP FER 26 hat.

Zur Untersuchung der Problemstellung wurden 300 Vorsorgeeinrichtungen befragt. Die Fragen umfassten vier Themen:

- Allgemeine Fragen über den Immobilienbestand
- Bewertungsmethodik
- Wertveränderungen als Folge der neuen Bewertungsvorschriften und
- zukünftige Immobilienanlagestrategien.

Zusätzlich zu dieser empirischen Umfrage wurden verantwortliche Revisoren und Portfoliomanager von Anlagestiftungen nach deren Erfahrungen gefragt, um so ein möglichst abgerundetes Bild über die Thematik zu erhalten. Im Weiteren wurden die Verantwortlichen der Pensionskassenstudien des BFS und der Swisscanto zu deren näher Studien befragt.

Von den 300 verschickten Fragebögen kamen 39% zurück. Da 52 der 118 Antwortenden keinen direkten Immobilienbesitz hielten, konnten diese die Fragen nicht beantworten und vielen aus der Auswertung. Die effektiv auswertbare Rücklaufquote lag somit bei 21% bzw. 66 Antworten.

In Bezug auf die Bewertungsmethode vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 zeigt sich, dass 62% der Befragten ihre Immobilien zum Buchwert bilanzierten. Dies waren vor allem kleinere Kassen mit einem Immobilienvermögen bis CHF 50 Mio. Je grösser der Immobilienbestand, desto eher wurde zu Marktwerten bilanziert, obwohl dazu noch keine Pflicht bestand. Mit Swiss GAAP FER 26 mussten nun alle Immobilien individuelle und regelmässig bewertet werden. Die Auswertung zeigt, dass nun vermehrt externe Gutachter mit den Immobilienbewertungen beauftragt werden. Wiederum waren es vor allem die kleineren Kassen, welche diesen Schritt unternahmen. Es handelt sich dabei vorwiegend um jene Institutionen, welche bis anhin ihre Liegenschaften zu Buchwerten bilanzierten. Auch wird nun eher eine dynamische, als eine statische Bewertungsmethoden gewählt.

17% der Befragten gaben an, dass sich die Immobilienwerte als Folge der Neubewertung negativ verändert haben. Der Wertzerfall lag zwischen 0.25% bis 10.2%. Der durchschnittliche Wertverlust liegt bei -4.3%. Bei 12% der Antwortenden haben sich die Immobilienwerte nicht verändert. Es waren vor allem jene Eigentümer, welche schon bisher

zu Marktwerten bilanzierten. Dagegen konnten 38% der Befragten eine positive Wertveränderungen von 0.95% bis zu 140% vermelden. Die durchschnittliche Wertsteigerung liegt bei 10.4%. Es stellte sich heraus, dass 33% der Befragten die Wertsteigerung dank der Auflösung der Rückstellungen erhöhen und 17% gaben eine negative Wertveränderung von 2.5% bis 11.2% auffangen konnten.

Vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 investierten 29% der Befragten indirekt und 71% direkt in Immobilien. Auf die Frage, ob die Absicht für einen Strategiewechsel bestehe, antworteten 22 der 66 Kassen mit „Ja“. Allerdings verneinten, mit zwei Ausnahmen, alle einen direkten Zusammenhang mit der Rechnungslegungsnorm. Es fällt auf, dass - ebenfalls mit zwei Ausnahmen - 18 Immobilieneigentümer ihre indirekten Immobilienanlagen erhöhen wollen, 10 gar auf 100%. Es sind erneut die kleineren und mittleren Pensionskassen, welche diesen Entscheid getroffen haben.

Bei den beabsichtigten Strategiewechseln wurden die Erzielung einer höheren Risikostreuung bzw. Diversifikation, die Vermeidung von Mehraufwendungen und von Wertschwankungen als Gründe genannt.

4.2 Schlussfolgerungen

Die Studie zeigt, dass vier Thesen belegt und eine These widerlegt wird. Die Ergebnisse machen deutlich, dass es vorwiegend die kleineren Immobilieneigentümer sind, welche ihre Liegenschaften vor der Einführung von Swiss GAAP FER 26 zu Buchwerten bilanzierten. Auch wird bestätigt, dass es nach der Einführung der neuen Vorschriften vor allem diese kleineren Kassen waren, welche die Liegenschaften nun extern bewerten lassen. Ebenso wird die Vermutung, nämlich dass die negative Wertveränderung als Folge der Bewertung zu Marktwerten dank der Auflösung der Rückstellungen mehrheitlich aufgefangen werden konnte, bestätigt. Schlussendlich zeigt sich, dass es wiederum die kleineren Vorsorgeeinrichtungen sind, welche in Zukunft vermehrt indirekt in Immobilien investieren möchten. Nicht klar sind die Gründe für den Strategiewechsel, da die Mehrheit der Befragten nicht auf diese Frage antwortete. Die letzte Behauptung, nämlich dass die beabsichtigte Mehrinvestition in indirekte Immobilienanlagen einen nachweisbaren Zusammenhang mit Swiss GAAP FER 26 hat, wird widerlegt.

Schon in der Vorstudie Blöchliger, Staehlin & Partner⁷⁴ von 2002 wurde festgehalten, dass die Pensionskassen in Zukunft vermehrt indirekt anlegen wollen und dass ein klarer Nachholbedarf bei dieser Anlagekategorie besteht. Es wurde festgestellt, dass eine Umschichtung von direkten zu indirekten Anlagen stattfindet. Die Erhebungen der Complemeta Investment AG bestätigt diese Feststellung, denn das Immobilienvermögen der Pensionskassen nahm von 1998 bis 2007 um 170% zu.⁷⁵ Diese Untersuchungsergebnisse lassen den Schluss zu, dass der Nachholbedarf noch nicht gestillt ist, da das Immobilienvermögen in den letzten Jahren im Verhältnis zum Gesamtvermögen leicht abgenommen hat, wie die Erhebungen der Complemeta Investment AG zeigen.

4.3 Ausblick

Im Zusammenhang mit dem Ergebnis der Untersuchungen lassen sich weitere Fragestellungen ableiten, die auf Grund der zunehmenden Bedeutung indirekter Immobilienanlagen für weitere Forschungsarbeiten von Bedeutung sein können:

- Die Studie zeigt den klaren Trend zu indirekten Immobilienanlagen. Die Gründe für diesen Strategiewechsel konnten wissenschaftlich nicht klar herausgefunden werden. Wären diese genauer bekannt, könnten die Anlageverantwortlichen von indirekten Immobilieneinrichtungen unter Umständen besser auf die Investorenwünsche reagieren.
- Ebenso geht aus dieser Studie nicht hervor, wie gross das Anlagevolumen der Vorsorgeeinrichtungen in Zukunft sein wird. Hier interessiert vor allem, wieso das Immobilienvermögen zwar insgesamt markant zugenommen hat, im Verhältnis des Gesamtvermögens der Kassen dennoch gesunken ist.
- Auch stellt sich die Frage, wie sich das Anlageverhalten den Immobilienmarkt in Zukunft verändern wird.
- Wie gehen die Verantwortlichen der Immobilieneinrichtungen mit diesem Anlagedruck um? Wie können Sie den Bedarf an Immobilien stillen?

⁷⁴ Vgl. Blöchliger, Staehlin & Partner, Vorstudie zum Umgang der Pensionskassen mit den Immobilienanlagen, 2002, S. 19.

⁷⁵ Complemeta Investment AG weist in den nicht öffentlich zugänglichen Erhebungen für 1998 ein Immobilienvermögen von CHF 20 Mia. und per 2007 von CHF 54 Mia. aus.

Literaturverzeichnis

- Baum, A., Struempell, P.: Managing specific risk in property portfolios, University of Reading, 2006.
- Blöchlinger, Staehelin & Partner (Hrsg.): Eine Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz, Bericht zu Handen des Bundesamtes für Wohnungswesen, Basel, 28.03.2003.
- Blöchlinger, Staehelin & Partner (Hrsg.): Umgang der Pensionskassen mit den Immobilienanlagen – Vorstudie zu Handen des Bundesamtes für Wohnungswesen, Basel 2002.
- Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Anforderungen an Anlagestiftungen – Praxis der Aufsicht Berufliche Vorsorge zu den Anforderungen an Anlagestiftungen unter ihrer Aufsicht, 09.2005.
- Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.): Mitteilung über die berufliche Vorsorge Nr. 104, Bern, 5.3.2008.
- Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2004, Neuchâtel, 29.8.2006.
- Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2005, Neuchâtel 2007.
- Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2006, Neuchâtel, Juli 2008
- Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Pensionskassenstatistik 2004 – Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2000 - 2005, Neuchâtel 2007.
- Bundesamt für Wohnungswesen (Hrsg.): Merkblatt zum hypothekarischen Referenzzinssatz bei Mietverhältnissen, Bern, Mai 2008.
- CREDIT-SUISSE (Hrsg.): Immobilienmarkt 2007, Fakten und Trends, Zürich, 15.1.2008.
- Fierz, Kaspar: Der Schweizer Immobilienwert, Zürich, 5. Auflage, 2005.
- Furger, Roland: Umsetzung von Swiss GAAP FER 26, Schweizer Personalvorsorge, Ausgabe 12.2005.
- Gantenbein, Pascal: Immobilienmarkt und institutionelle Investoren, Präsentation „Group of Fifteen“, 1.2.2007.

- Gerber, Christoph: Die Vermögensumschichtung von direkten in indirekte Immobilienanlagen bei schweizerischen Pensionskassen unter ökonomischen und regulatorischen Gesichtspunkten, Masterthesis CUREM, Bern 20. Juli 2007.
- Gysin, Kurt: Anwendung von Swiss GAAP FER 26, Schweizer Personalvorsorge, Ausgabe 12.2005.
- Hauri, Urs: Immobilienbewertung für Vorsorgeeinrichtungen nach BVG-Revision und Swiss GAAP FER 26, Interne Mitteilung an die Mitglieder der Schätzungs-experten-Kammer SEK SVIT, ohne Datum.
- Lusenti Partner GmbH (Hrsg.): Swiss Institutional Survey – Umfrageergebnisse per 30.6.2005 – Fokusthema: Immobilienanlagen, Nyon 2005.
- Meyer, Conrad, Gesamtüberarbeitung Swiss GAAP FER: Weitere FER-Standards in der Vernehmlassung, Fachartikel aus Der Schweizer Treuhänder, Ausgabe 2007/1-2, Seiten 56 – 61.
- Müller, Peter: Indirekte Immobilienanlagen leisten einen wertvollen Diversifikationsbeitrag im Portfolio, Sonderbeilage der ZKB, Zürich 24.10.2007.
- o.V.: Pensionskassen setzen auf Immobilien – Indirekte und ausländische Anlagen gewinnen an Bedeutung, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 14, S. 33, 18.1.2007.
- Pensionskasse Kanton Schwyz: Geschäftsbericht 2006, Schwyz, 5.6.2007.
- RICS, SEK/SVKG, (Hrsg.): Swiss Valuation Standards, Ausgabe 2007.
- Sal. Oppenheim JR. & CIE. Corporate Finance (Schweiz) AG (Hrsg.): Immobilien Investment Survey 2007.
- Sauter, Roland: Rechnungslegung von Personalvorsorgeeinrichtungen: Swiss GAAP FER 26 sorgt für zeitgemässe Transparenz, Auszug aus „Der Schweizer Treuhänder“, Ausgabe 2008/5, Seiten 352 – 356.
- Schärer, Christian: Immobilienanlagen schweizerischer Pensionskassen – Analytische Untersuchungen zur Anlagestrategie im Immobilienbereich, Band 250: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Diss., Berlin/Stuttgart/Wien, 1997.
- SEK / SVKG (Hrsg.): Das Schweizerische Schätzerhandbuch (SHB), Ausgabe 2005
- Stahelin, Erwin, Suter, Rainer: Investitionsrechnung, 10. Auflage, St. Gallen, Januar 2007.
- Stiftung für Fachempfehlung zur Rechnungslegung (Hrsg.): Swiss GAAP FER 2007, Zürich, Stand 1.1.2007.
- Stuber, Barbara V., Wessa, Heinrich: Bewertung von Immobilien nach Swiss GAAP FER 26, in „Der Schweizer Treuhänder“, Ausgabe 5/2005.

- Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2005, Ergebnis der Umfrage, Daten, Analysen und Beiträge von Peter Bänziger, Hans Ender, Dr. Oskar Leutwyler, Alain Pahud, Swisscanto Asset Management AG, September 2005.
- Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2006, Ergebnis der Umfrage, Daten, Analysen und Beiträge von Peter Bänziger, Hans Ender, Dr. Oskar Leutwyler, Alain Pahud, Swisscanto Asset Management AG, September 2006.
- Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2007, Ergebnis der Umfrage, Daten, Analysen und Beiträge von Peter Bänziger, Hans Ender, Dr. Oskar Leutwyler, Alain Pahud, Swisscanto Asset Management AG, September 2007.
- Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2008: Präsentation der Umfrageergebnisse zum anlagentechnischen Teil, Auszug aus der Präsentation der 8. Pensionskassenumfrage der Swisscanto, 15.05.2008.
- Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2008: Hintergrundinformationen und Grafiken zu ausgewählten Resultaten, 15.05.2008.
- Swisscanto Asset Management AG (Hrsg.): Turbulenzen an den Kapitalmärkten gut gemeistert, Medieninformation der Swisscanto Holding AG zur Swisscanto Pensionskassenumfrage 2008, Zürich, 15.05.2008.
- Valda, Andreas: Schweizer Pensions- und Investmentnachrichten: Die Kosten steigen, statt zu sinken, http://www.spn-online.com/news/printpage.php/aid/64/Die_Kosten_steigen_statt_zu_..., Abrufdatum: 14.05.2008, Seiten 1 – 3.
- Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2): Bern, vom 18.4.1984 (Stand am 17.10.2006).
- Wessling, Georg: Diversifikation bei Immobilienanlagen, Schweizer Personalvorsorge, Ausgabe 12/01, Seiten 919-922.
- Wiederkehr, Jörg W.: Erforderliche Schwankungsreserven, „Schweizer Personalvorsorge“, Auszug aus Ausgabe 10/06, Seiten 1 - 3.

Interviewpartner

Bähler, Armin, 19.05.2008, KPMG AG, Basel, Wirtschaftsprüfer

Brandenberger, Michael, 22.07.2008, Complementa Investment Controlling, St. Gallen
Mitglied des Beirates in der Pensionskassenstudie der Swisscanto.

Burri, Fritz, 11.07.2008, Geschäftsführer, HIG Immobilien Anlagestiftung, Zürich

Roth, Andreas, 08.05.2008, CREDIT-SUISSE, Product Manager der Credit Suisse Anlagestiftung Real Estate Switzerland.

Schnurrenberger, Roni, 20.05.2008, KPMG AG, Zürich, Wirtschaftsprüfer Bereich berufliche Vorsorge.

Schürmann, Daniel, 04.07.2008, Pensimo Anlagestiftung, Zürich, Portfoliomanager.

Stuber, Willi, 16.07.2008, Eidgenössisches Departement des Innern EDI Bundesamt für Statistik BFS Unternehmenserhebungen Berufliche Vorsorge Espace de l'Europe 10, CH-2010 Neuchâtel.

Valcener, Stefan, 23.07.2008, Swisscanto Asset Management, Leiter Asset Swaps.

Winiger, Paul, 08.07.2008, Swisscanto Asset Management AG, Leiter Marketing institutionelle Kunden.

Anhang

Fragebogen zu Masterthesis

Thema

„Welche Auswirkungen hatte die Einführung der Rechnungslegungsvorschriften Swiss GAAP FER 26 auf die Immobilienwerte, die Bewertungspraxis und die Anlagestrategien der Schweizer Pensionskassen?“

Hat Ihre Pensionskasse keinen direkten Immobilienbesitz, dann treffen die nachfolgenden Fragen nicht auf Ihre PK zu und Sie können den Fragebogen unbeantwortet zurück senden.

unsere PK hat keinen direkten Immobilienbesitz

1. Allgemeine Fragen zum Immobilienvermögen Ihrer Pensionskasse

1.1 Wie gross war Ihr Immobilienvermögen per Abschlussdatum 2007?

- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> bis 50 Mio. CHF | <input type="checkbox"/> von 751 bis 1,0 Mia. CHF |
| <input type="checkbox"/> von 51 bis 100 Mio. CHF | <input type="checkbox"/> über 1 Mia. CHF |
| <input type="checkbox"/> von 101 bis 250 Mio. CHF | <input type="checkbox"/> über 2 Mia CHF |
| <input type="checkbox"/> von 251 bis 500 Mio. CHF | <input type="checkbox"/> über 5 Mia CHF |
| <input type="checkbox"/> von 501 bis 750 Mio. CHF | |

1.2 Wie hoch ist der Anteil direkt bzw. indirekt gehaltenen Immobilien?

_____ % direkt
_____ % indirekt

2 Fragen zur Bewertungsmethodik

2.1 Wie haben Sie Ihre direkt gehaltenen Immobilien vor Anwendung von Swiss GAAP FER 26 bewertet?

- Zum Buchwert
- Zum Marktwert und bewertet nach
 - einer klassischen Bewertungsmethode (Mischwert-, Ertrags- oder Barwertmethode)
 - der DCF-Methode und durch
 - interne oder externe Bewertungsexperten

Falls Sie schon vor Einführung von Swiss GAAP FER 26 Ihre Immobilien zu Marktwerten bilanziert haben, dann können Sie direkt zu Frage 3 übergehen.

2.2 Wie bewerten Sie nun Ihre Immobilien im direkten Eigentum nach Einführung von Swiss GAAP FER 26?

- Klassische Bewertungsmethode (Mischwert von Real- und Ertragswert)
- Dynamische Bewertungsmethode (z.B. DCF)
- Interne oder Externe Bewertungsexperten

3 Fragen zur Wertveränderung vor bzw. nach Einführung von Swiss GAAP FER 26

3.1 Per wann haben Sie Ihre Immobilien erstmals nach Swiss GAAP FER 26 bilanziert?

- per 2005
- per 2006
- per 2007
-

Sofern Sie schon vor Einführung von Swiss GAAP FER zu Marktwerten bilanziert haben, dann sind die Fragen 3.2 bis 3.4 für Sie ohne Bedeutung.

3.2 Wie haben sich die Immobilienwerte gesamthaft als Folge der Bewertung zu „aktuellen Werten“ verändert?

(Diese gesuchte Angabe kann von der effektiven Wertveränderung abweichen, da der Wert sich als Folge von Käufen, Verkäufen, wertvermehrenden Investitionen etc. verändert haben könnte. Gesucht ist aber nur die Wertveränderung als Folge der geänderten Bewertungsmethode)
_____ %

Wenn Sie aus Diskretionsgründen keine genauen Angaben machen möchten, wäre ich um die Angabe einer Richtgrösse dankbar:

Negative Veränderung:

- bis 2.5%
- 2.6% – 5.0%
- 5.1% – 7.5%
- 7.6% - 10.0%
- 10.1% - 15%
- 15.1% - 20%
- über 20%

Positive Veränderung:

- bis 2.5%
- 2.6% – 5.0%
- 5.1% – 7.5%
- 7.6% - 10.0%
- 10.1% - 15%
- 15.1% - 20%
- über 20%

3.3 Konnten Sie Dank der Auflösung bisher gebildeter „Rückstellungen/ Reserven“ eine Abwertung der Immobilienwerte verhindern?

- Nein
- Ja

3.4 Wenn ja. Welche Wertveränderung konnten Sie dadurch ausgleichen?

_____ %

Wenn Sie aus Diskretionsgründen keine genauen Angaben machen möchten, wäre ich um die Angabe einer Richtgrösse dankbar:

Negative Veränderung:

- bis 2.5%
- 2.6% – 5.0%
- 5.1% – 7.5%
- 7.6% - 10.0%
- 10.1% - 15%
- 15.1% - 20%
- über 20%

Positive Veränderung:

- bis 2.5%
- 2.6% – 5.0%
- 5.1% – 7.5%
- 7.6% - 10.0%
- 10.1% - 15%
- 15.1% - 20%
- über 20%

4 Fragen zur Anlagestrategie

4.1 Haben Sie die Absicht, ihre Immobilienanlagestrategie zu ändern, indem Sie vermehrt in indirekte Immobilien investieren?

- Nein (falls nein, brauchen Sie die Fragen 4.2 bis 4.4 nicht zu beantworten)
- Ja

4.2 Wenn ja, wie sehen Sie Ihr zukünftiges Verhältnis von direkten zu indirekten Anlagen?

- Direkt ____% vs. ____% indirekte Immobilienanlagen

4.3 Hat oder hatte Ihr Entscheid zur Erhöhung Ihrer indirekten Immobilienanlagen einen Zusammenhang mit der Einführung der Rechnungslegungsnorm Swiss GAAP FER 26?

- Nein (falls nein, brauchen Sie die Frage 4.4 nicht zu beantworten)
- Ja

4.4 Falls ja, welche Gründe waren dafür massgebend?

(Mehrfachantworten sind möglich)

- Mehraufwand für die Bewertung der Immobilien zu „aktuellen Preisen“
- Mehraufwand für interne Administration
- Vermeidung von Wertschwankungen
- Erhöhte Diversifikation
- Erhöhte Risikostreuung
- Erhöhte Liquidität
- Erhöhte Rendite
- _____
- _____
- _____

Haben Sie weitere Bemerkungen und/oder Anregungen?

Herzlichen Dank, dass Sie den Fragebogen ausgefüllt haben!

Bitte senden Sie den Fragebogen bis am 31. Mai 2008 mit dem beigelegten und Rückantwortcouvert an: Beat Ochsner, Frobergstrasse 15, 8833 Samstagern.

Interview-Protokoll für Anlagestiftungen

| | |
|---------------------|-------------|
| Interviewpartner: | |
| Firma: | |
| Position: | |
| Tätigkeitsbereich: | |
| Datum: | |
| Auskunftserteilung: | Schriftlich |

| | |
|-----------|--|
| Frage 1 | Konnten Sie nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 eine auffallende Veränderung der Immobilienanlagestrategie, insbesondere ein Wechsel von der direkten zur indirekten Immobilienanlage feststellen? |
| Antwort 2 | |
| Frage 3 | Wenn Antwort 5 ja: Was waren aus Ihrer Sicht/Erfahrung die Gründe für den erfolgten Strategiewechsel? |
| Antwort 3 | <input type="checkbox"/> Mehraufwand für die Bewertung der Immobilien <input type="checkbox"/> Mehraufwand für interne Administration <input type="checkbox"/> Vermeidung von Wertschwankungen <input type="checkbox"/> Erhöhte Diversifikation <input type="checkbox"/> Erhöhte Risikostreuung <input type="checkbox"/> Erhöhte Liquidität <input type="checkbox"/> Erhöhte Rendite <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> |
| Frage 4 | Haben Sie weitere / eigene Erfahrungen im Zusammenhang mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 gemacht? |
| Antwort 4 | |

Ort / Datum:

Unterschrift

Bitte Rücksendung an:

Beat Ochsner
 Frobergstrasse 15
 8833 Samstagern
 079 / 753 68 83

Interview-Protokoll für Revisoren

| | |
|---------------------|-------------|
| Interviewpartner: | |
| Firma: | |
| Position: | |
| Tätigkeitsbereich: | |
| Datum: | |
| Auskunftserteilung: | Schriftlich |

| | |
|-----------|--|
| Frage 1 | Welche Auswirkungen hatte die Einführung der Rechnungslegungsvorschriften Swiss GAAP FER 26 auf die Immobilienwerte von Pensionskassen aus Ihrer Sicht? |
| Antwort 1 | |
| Frage 2 | Wie haben sich die Immobilienwerte aus Ihrer Sicht als Folge der neuen Bewertungsvorschriften zu so genannten „aktuellen Preisen“ verändert? |
| Antwort 2 | |
| Frage 3 | Wenn Antwort 2 ja: In welche Höhe vielen die Wertveränderungen aus? |
| Antwort 3 | |
| Frage 4 | Wenn Antwort 2 nein: Was könnte die Ursache für die konstanten Werte trotz unterschiedlicher Bewertungsmethode gewesen sein? |
| Antwort 4 | |
| Frage 5 | Konnten Sie nach Einführung von Swiss GAAP FER 26 eine auffallende Veränderung der Immobilienanlagestrategie, insbesondere ein Wechsel von der direkten zur indirekten Immobilienanlage feststellen? |
| Antwort 5 | |
| Frage 6 | Wenn Antwort 5 ja: Was waren aus Ihrer Sicht/Erfahrung die Gründe für den erfolgten Strategiewechsel? |
| Antwort 6 | <input type="checkbox"/> Mehraufwand für die Bewertung der Immobilien <input type="checkbox"/> Mehraufwand für interne Administration <input type="checkbox"/> Vermeidung von Wertschwankungen <input type="checkbox"/> Erhöhte Diversifikation <input type="checkbox"/> Erhöhte Risikostreuung <input type="checkbox"/> Erhöhte Liquidität <input type="checkbox"/> Erhöhte Rendite <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> |

| | |
|-----------|--|
| Frage 7 | Haben Sie weitere / eigene Erfahrungen im Zusammenhang mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 gemacht? |
| Antwort 7 | |

Ort / Datum:

Unterschrift

Bitte Rücksendung an:

Beat Ochsner
Frohbergstrasse 15
8833 Samstagern
079 / 753 68 83

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis zum Thema

„Auswirkungen der Einführung der Rechnungslegungsvorschrift Swiss GAAP FER 26 auf die Immobilienwerte, die Bewertungspraxis und die Anlagestrategien der Schweizer Pensionskassen“

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.

Samstagern, 19. August 2008
