



Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

## **Masterthesis**

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

### ***Die steuerliche Attraktivität kollektiver Immobilien-Investments aus der Sicht vermögender Privatpersonen***

Name: Michaela Eberle-Wieser  
Adresse: Winkelgässli 3  
8570 Weinfelden

Eingereicht bei: Dr. iur. Alexander Wyss  
Florian Kuprecht, MRICS

Abgabedatum: 14. August 2009

## VORWORT

Diese Masterthesis wurde im Zeitraum April bis Juli 2009 verfasst und ist Teil des berufsbegleitenden Masterstudium zum Master of Science in Real Estate (CUREM).

Bei der Themenwahl hatte für mich eine Fragestellung aus der Praxis Priorität. Das erfolgreiche Ineinandergreifen der Bereiche Geschäftsmodelle, Regulatorien und steuerliche Behandlung bei kollektiven Immobilien-Investments bleibt spannend. Ich werde aus diesem Grund, die aufgearbeiteten Themen und Lösungsansätze im Anschluss an diese Masterthesis weiterverfolgen.

Herzlich bedanken möchte ich mich bei Herrn Dr. iur. Alexander Wyss für die Betreuung meiner Arbeit. Seine Erfahrung im Bereich kollektive Immobilien-Investments war wertvoll und hat zum Gelingen dieser Masterthesis beigetragen. Für die Übernahme des Koreferats gilt Herrn Florian Kuprecht ein besonderer Dank.

Ein Dankeschön möchte ich auch meinen Interviewpartnern aussprechen, mit denen im Rahmen der Gespräche, ein sinnvoller Gedankenaustausch stattfinden konnte. Das entgegengebrachte Interesse und Vertrauen sowie die Ratschläge haben weitere Impulse für diese Masterthesis ermöglicht.

Abschliessend bedanke ich mich bei allen im privaten Umfeld, die mich durch motivierende Worte, kritisches Feedback und beim Korrekturlesen unterstützten.

Weinfelden, 12. August 2009

Michaela Eberle-Wieser

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>III</b>
<b>Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>IV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>V</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Ausgangslage .....	1
1.2 Ziele und Vorgehensweise.....	2
1.3 Abgrenzung .....	3
<b>2 Einführung ins Thema .....</b>	<b>5</b>
2.1 Immobilien-Investments im Allgemeinen .....	5
2.2 Direkte, indirekte und börsenkotierte Immobilien-Investments .....	6
2.3 Übersicht kollektive Immobilien-Investments .....	8
<b>3 Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) .....</b>	<b>11</b>
3.1 Entstehung.....	11
3.2 Zweck und erweiterter Geltungsbereich .....	11
3.3 Wichtige Begriffe.....	13
3.3.1 Kollektive Kapitalanlagen.....	13
3.3.2 Qualifizierte Anleger.....	14
3.3.3 Vermögende Privatperson .....	15
3.4 Offene Kollektive Kapitalanlagen.....	16
3.4.1 Vertraglicher Anlagefonds .....	17
3.4.2 SICAV, Investmentgesellschaft mit variablem Kapital .....	18
3.4.3 Anlagevorschriften für offene kollektive Kapitalanlagen .....	21
3.5 Geschlossene kollektive Kapitalanlagen.....	24
3.5.1 KGK, Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen .....	24
3.5.2 SICAF, Investmentgesellschaft mit festem Kapital .....	26
3.5.3 Anlagevorschriften für geschlossene kollektive Kapitalanlagen .....	27
3.6 Regulatorien.....	27

<b>4</b>	<b>Steuerliche Behandlung kollektiver Immobilien-Investments .....</b>	<b>29</b>
4.1	<i>Übersicht transparente und intransparente Besteuerung .....</i>	29
4.2	<i>Transparente Besteuerung kollektiver Immobilien-Investments .....</i>	30
4.3	<i>Intransparente Besteuerung kollektiver Immobilien-Investments.....</i>	30
4.4	<i>Besteuerung kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz.....</i>	31
4.5	<i>Besteuerung kollektive Kapitalanlagen mit indirektem Grundbesitz.....</i>	33
4.6	<i>Weitere Steuern für kollektive Immobilien-Investments .....</i>	34
4.6.1	<i>Verrechnungssteuer .....</i>	35
4.6.2	<i>Stempelabgaben (Emissionsabgabe / Umsatzabgabe) .....</i>	35
4.6.3	<i>Grundstückgewinnsteuer.....</i>	35
4.6.4	<i>Objektsteuern, Transaktionssteuern, Mehrwertsteuer .....</i>	36
<b>5</b>	<b>Vergleich Steuerattraktivität .....</b>	<b>37</b>
5.1	<i>Definition Musterportfolio .....</i>	37
5.2	<i>Gefässkosten.....</i>	38
5.3	<i>Rechnerischer Vergleich Steuerattraktivität .....</i>	41
5.4	<i>Rechnungsvarianten.....</i>	44
5.5	<i>Ergebnisse Vergleich Steuerattraktivität .....</i>	45
<b>6</b>	<b>Experteninterviews .....</b>	<b>48</b>
6.1	<i>Experteninterviews – Teil 1 / vermögende Privatpersonen .....</i>	49
6.2	<i>Experteninterviews – Teil 2 / Attraktivität der KAG-Rechtsformen.....</i>	53
<b>7</b>	<b>Schlusswort.....</b>	<b>54</b>
7.1	<i>Zusammenfassung .....</i>	54
7.2	<i>Fazit .....</i>	57
7.3	<i>Ausblick.....</i>	59
<b>8</b>	<b>Anhang I – Übersicht Interviewpartner .....</b>	<b>60</b>
<b>9</b>	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>61</b>
	<b>Ehrenwörtliche Erklärung .....</b>	<b>64</b>

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1:	Vier-Quadranten-Ansatz .....	5
Abbildung 2:	Übersicht vertraglicher Anlagefonds .....	18
Abbildung 3:	Übersicht SICAV selbstverwaltet .....	20
Abbildung 4:	Übersicht SICAV fremdverwaltet.....	21
Abbildung 5:	Übersicht KGK .....	25
Abbildung 6:	Übersicht SICAF.....	26

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1:	Übersicht kollektive Immobilien-Investments.....	9
Tabelle 2:	Übersicht qualifizierte Anleger gemäss KAG .....	14
Tabelle 3:	Übersicht kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG .....	16
Tabelle 4:	Gefässkosten Teil 1.....	38
Tabelle 5:	Gefässkosten Teil 2.....	39
Tabelle 6:	Vergleich Steuerattraktivität Teil 1.....	41
Tabelle 7:	Vergleich Steuerattraktivität Teil 2.....	42
Tabelle 8:	Übersicht Rechnungsvarianten .....	44
Tabelle 9:	Bewohnte Wohnungen nach Eigentübertyp und Gebäudeart .....	49
Tabelle 10:	Übersicht Investitionskriterien.....	51
Tabelle 11:	Übersicht Interviewpartner .....	60

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
Art.	Artikel
Bst.	Buchstabe
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer
DBST	Direkte Bundessteuer
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
f.	folgende Seite
ff.	fortfolgende Seiten
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GV	Generalversammlung
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlage
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
KKV-FINMA	Verordnung der FINMA über die kollektiven Kapitalanlagen
lit.	Litera
Mio.	Million
RS	Revisionsstelle
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SIX	Schweizer Börse
SthG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden
usw.	und so weiter
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch
z.B.	zum Beispiel

# 1 Einleitung

## 1.1 Ausgangslage

Private Investoren, welche an kollektiven Immobilien-Investments<sup>1</sup> interessiert sind, investieren vorwiegend in die Immobilien-Aktiengesellschaft oder in den vertraglichen Immobilien-Anlagefonds. Nach diesen bekannten und oft auch börsenkotierten Immobilien-Anlagemöglichkeiten ist anhaltend eine grosse Nachfrage festzustellen.

Das bisherige Anlagefondsgesetz (AFG), welches die Anlagefonds gesetzlich regelte, wurde revidiert und ist durch das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) ersetzt worden. Im KAG werden neu vier Rechtsformen geregelt, welche für Immobilien-Investments geeignet sind und das Angebot an kollektiven Immobilien-Investment interessant ergänzen: der vertragliche Anlagefonds, die SICAV, die KGK und die SICAF.

Zwei Rechtsformen sind neu ins Gesetz aufgenommen worden: Zum einen die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (Société d'investissement à capital variable, SICAV) und zum anderen die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) analog der angelsächsischen Limited Partnership<sup>2</sup>.

Der vertragliche Anlagefonds, welcher bereits unter dem AFG geregelt war, ist ohne wesentliche Änderung ins KAG übernommen worden.

Als vierte Rechtsform der kollektiven Kapitalanlage gemäss KAG gilt die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (Société d'investissement à capital fixe, SICAF). Die SICAF ist keine neue Rechtsform, sondern eine Aktiengesellschaft nach

---

<sup>1</sup> Der Begriff kollektive Immobilien-Investments umfasst in dieser Masterthesis alle möglichen Formen von „gepoolten“ Immobilien-Anlagemöglichkeiten unabhängig, ob diese unter dem KAG reguliert oder an der Börse kotiert sind. Unter dem Begriff kollektive Kapitalanlagen sind nur jene vier Rechtsformen angesprochen, welche im KAG geregelt sind (vertraglicher Anlagefonds, SICAV, KGK, SICAF).

<sup>2</sup> Diese Rechtsform entspricht im schweizerischen Recht weitgehend der Gesellschaftsform einer Kommanditgesellschaft nach OR 594 ff.



Art. 620 ff. OR, mit dem ausschliesslichen Zweck der kollektiven Kapitalanlage, deren Aktien nicht an einer Börse kotiert sein dürfen.

Die eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) publiziert regelmässig eine Liste der genehmigten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen<sup>3</sup>, Veränderungen werden monatlich in den Mutationslisten nachgeführt.

Aktuell ist in diesen Listen keine Rechtsform SICAV mit Immobilienvermögen (Immobilien-SICAV) verzeichnet, obwohl insgesamt 18 Eintragungen<sup>4</sup> für die Rechtsform SICAV ersichtlich sind. Zwei von insgesamt sieben Neugründungen bei der Rechtsform KGK halten ihr Risikokapital in Immobilien (für die Zwecke der Immobilienprojektentwicklung). Die meisten Lancierungen verzeichnet der vertragliche Immobilien-Anlagefonds, die Rechtsform SICAF verzeichnet hingegen gar keine Einträge.

## 1.2 Ziele und Vorgehensweise

Die Masterthesis hat zum Hauptziel, die steuerliche Attraktivität von kollektiven Immobilien-Investments für vermögende Privatpersonen zu untersuchen.

Das zweite Kapitel der Masterthesis führt ins Thema ein und erklärt die wichtigen Begriffe zum Thema Immobilien-Investments. Im Kapitel Drei wird das KAG aus der Sichtweise eines Immobilien-Investors aufgearbeitet. Die im Fokus stehenden immobilienrelevanten Bereiche werden beschrieben und interpretiert. Das Hauptaugenmerk wird auf die neu eingeführten Rechtsformen SICAV und KGK gerichtet.

---

<sup>3</sup> Internetverweis: <http://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/kapitalanlagen/seiten/mutationslisten.aspx>, letztmals besucht Ende Juli 2009

Die drei Behörden Bundesamt für Privatversicherungen (BPV), Eidgenössische Bankenkommission (EBK) und Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei (Kst GwG) sind seit dem 01.01.2009 in der FINMA zusammengeführt und publizieren regelmässig die dem KAG-unterstellten kollektiven Kapitalanlagen auf ihrer Homepage. Als unabhängige Aufsichtsbehörde schützt die FINMA die Finanzmarktkunden, namentlich die Gläubiger, die Anleger sowie die Versicherten. Sie stärkt damit das Vertrauen in einen funktionierenden, integren und wettbewerbsfähigen Finanzplatz Schweiz.

<sup>4</sup> 7 von diesen 18 bewilligten SICAV sind vom gleichen Anbieter

In den Kapiteln Vier und Fünf wird die steuerliche Behandlung aller kollektiven Immobilien-Investments, kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG sowie *andere kollektive Kapitalanlagen*, analysiert, erklärt und interpretiert. Ein rechnerischer Vergleich ausgehend von einem Immobilien-Musterportfolio soll aufzeigen, welches kollektive Immobilien-Investment für die vermögende Privatperson aus steuerlicher Sicht ökonomisch am sinnvollsten ist. Die entscheidenden Kosten- und Ertragsannahmen pro Anlagegefäss werden realitätsnah aufgearbeitet, zusammengefasst und vereinfacht dargestellt. Weil der Investorentyp vermögende Privatperson nach wie vor Immobilien als Direktanlage hält, werden die kollektiven Immobilien-Investments nicht nur untereinander, sondern abschliessend auch mit der Direktanlage verglichen.

Im Kapitel sechs wird in Ergänzung zur Literaturlaufarbeitung und zum rechnerischen Vergleich der Steuerattraktivität die Absicht verfolgt, den Investor vermögende Privatperson sichtbar zu machen. Zu diesem Zweck werden Gespräche in Form von Experteninterviews<sup>5</sup> durchgeführt. Als Interviewpartner wurden die Investoren selbst, Vertreter von Branchenorganisationen sowie Dienstleistungsunternehmen aus den Bereichen Vermögensverwaltung, Rechts-, Immobilien- und Steuerberatung ausgewählt. Der zweite Teil der Experteninterviews, konzentriert sich auf die aktuelle Nachfragesituation nach den kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG.

Das Schlusswort beginnt mit einer Zusammenfassung der wichtigen Erkenntnisse aus allen Kapiteln und schliesst die Masterthesis mit dem Fazit und dem Ausblick ab.

### **1.3 Abgrenzung**

Die Masterthesis konzentriert sich ausschliesslich auf die Sichtweise von vermögenden Privatpersonen, den so genannten High Net Worth Individuals, welche Schweizer Immobilienanlagen im Privatvermögen halten<sup>6</sup>. Ausländische Immobilien-Investments werden in dieser Masterthesis nicht behandelt und nicht berücksichtigt. Aus Gründen

---

<sup>5</sup> Diese Interviews werden im Sinne einer explorativen Untersuchung durchgeführt.

<sup>6</sup> Die Zuordnung zum Privat- oder Geschäftsvermögen ist steuerlich von Bedeutung. Kapitalgewinne im Privatvermögen sind steuerfrei, während Kapitalgewinne im Geschäftsvermögen der Einkommenssteuer unterliegen. Zudem haben die Selbständigerwerbenden mit Liegenschaftsbesitz im Geschäftsvermögen noch AHV-Beiträge von den Erträgen aus dem Liegenschaftsbesitz zu entrichten.

der Komplexitätsreduktion im Bereich Steuern wird von einem Schweizer Investor mit Wohnsitz in der Schweiz ausgegangen.

Im rechnerischen Vergleich der Steuerattraktivität wird berücksichtigt, dass die erwähnten Liegenschaften gemäss Musterportfolio vorhanden sind (keine Such- und Transaktionskosten) und fünf private Investoren bereit sind, ein kollektives Immobilien-Investment miteinander einzugehen.

Alle kollektiven Immobilien-Investments verfolgen die identischen Renditeziele und Qualitätsansprüche und der Fremdkapitalanteil beträgt 50%.

Beim Musterportfolio handelt es sich um Wohnliegenschaften, welche ihren Standort in einem attraktiven Wohnquartier der Stadt Zürich (Kanton Zürich) haben. Die Liegenschaften werden im Direktbesitz und nicht über eine Beteiligungsgesellschaft gehalten.

## 2 Einführung ins Thema

### 2.1 Immobilien-Investments im Allgemeinen

Die Zielsetzungen und Motive von Investitionen in Immobilien<sup>7</sup> sind sehr unterschiedlich. Selbstgenutzte Immobilien dienen privaten Haushalten, Unternehmen und Staat zur eigenen Bedarfsdeckung. Bei Immobilienunternehmen steht die Immobilie als Geschäftszweck im Mittelpunkt. Als eigenständige Anlagekategorie (Asset-Klasse) werden Immobilien hingegen auf dem Kapitalmarkt neben Aktien und Bonds betrachtet<sup>8</sup>.

Das 4-Quadranten-Modell teilt Immobilien-Investments in die vier Asset-Arten Private, Public, Equity und Debt auf und strukturiert so das Immobilien-Anlageuniversum:

	PRIVATE	PUBLIC
EQUITY	<b>Real Estate Private Equity</b> • Immobiliendirektanlagen • Nicht-kotierte Beteiligungen	<b>Public Real Estate Equity</b> • Kotierte Immobilien AGs • Kotierte REITs • Kotierte Publikumsfonds
DEBT	<b>Private Real Estate Debt</b> Immobilienbesicherte Forderungen	<b>Public Real Estate Debt</b> Verbriefte immobilienbesicherte Forderungen

Quelle: Vorlesungsunterlagen CUREM, Der Vier-Quadranten Ansatz von Ulrich Kaluscha 15.09.2008

#### Abbildung 1: Vier-Quadranten-Ansatz

Die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Immobilienanlage hängen von der jeweiligen Nutzungsart ab. Zu den generellen Erfolgsfaktoren einer Immobilieninvestition zählen:

<sup>7</sup> Unter Immobilien (Anlageobjekte) sind gemäss Art. 655 ZGB die Grundstücke zu verstehen:

- die Liegenschaften
- die in das Grundbuch aufgenommenen selbständigen und dauernden Rechte
- die Bergwerke
- die Miteigentumsanteile an Grundstücken

Immobilien werden nach ihrer Nutzung unterschieden: unbebaute Grundstücke, Wohn-, Geschäftsliegenschaften, gemischtgenutzte Liegenschaften sowie Industrie-/Gewerbeliegenschaften.

<sup>8</sup> Schäfer / Conzen (2005), S. 1

Standort (Mikro-, Makrostandort), Mieter (Qualität, Bonität, Struktur), Marktentwicklung (Mieten, Verkaufspreis), Nutzungsflexibilität, Timing und Einkaufspreis. Die Immobilien-Investments erzielen laufende, stabile Erträge aus den Mieteinnahmen und der immer vorhandene Bodenwert bei Immobilien begrenzt das Verlustrisiko<sup>9</sup>.

Investitionsentscheidungen werden nach Rendite- und Risikoüberlegungen gefällt. Die erwartete Rendite und das Risiko einer Immobilien-Investition sind die entscheidenden Faktoren für eine Portfoliostrukturierung. Durch Diversifikation (Risikostreuung) kann das unsystematische Risiko verringert werden. Die Risikostreuung erfolgt nach Standorten und Nutzungsarten, weiter kann auch nach Mieterbranche, Vertragslaufzeiten, Investitionsvolumen, Objektgrösse und -alter diversifiziert werden. Das systematische Risiko (makroökonomische Faktoren wie Zinsen, Inflation und Länderrisiken) ist nicht diversifizierbar und bleibt dem Immobilien-Investor erhalten<sup>10</sup>.

## 2.2 Direkte, indirekte und börsenkotierte Immobilien-Investments

Der Immobilien-Investor hat die Wahl zwischen der Direktanlage in Immobilien und indirekten Anlagemöglichkeiten. Darunter versteht man die Investition in Immobilienanlageprodukte, bei denen ein spezifisches Regelwerk Informations-, Mitbestimmungs- und Zahlungsrechte definiert und Dienstleistungen erbracht werden<sup>11</sup>.

Bei der **Direktanlage** definiert der Investor persönlich seine Anlagestrategie, wählt die Anlageobjekte aus, kauft, betreut und kontrolliert diese. Der Investor hat so die Möglichkeit, ein Portfolio nach seinen Bedürfnissen und Zielen zusammenzustellen. Direkt gehaltene Liegenschaften stellen aber oftmals Klumpenrisiken dar, weil diese der gleichen Region und Nutzung angehören<sup>12</sup>. Die Direktanlage erfordert angesichts der Charakteristika dieser Anlageobjekte einen relativ hohen Kapitaleinsatz, Kenntnisse der aktuellen Marktpreissituation und Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklung, fachmännische Beurteilung des baulichen Zustandes der zu erwerbenden Immobilien

---

<sup>9</sup> Schäfer / Conzen (2005), S. 2

<sup>10</sup> Schäfer / Conzen (2005), S. 3-5

<sup>11</sup> Schulte (2008), S. 687

<sup>12</sup> Blum (1997), S. 94-96

sowie Sicherstellung von Unterhalt und Verwaltung der Objekte, um die Rendite optimal auszugestalten. Ein Grossteil dieser Fachkompetenzen kann extern eingekauft werden, der Entscheid und die Verantwortung bleiben aber beim Eigentümer. Im Hinblick auf die Veräusserung sieht sich der Investor in der Regel einem illiquiden Markt gegenüber, was einen raschen Wechsel zu einem anderen Anlageinstrument grundsätzlich verunmöglicht<sup>13</sup>.

Generell wird bei **indirekten Immobilienanlagen** das Kapital der Investoren gepoolt und dann dem Zweck entsprechend angelegt. Die Verwaltung der Kollektivanlage erfolgt durch einen Intermediär<sup>14</sup>, welcher mit den Eigenarten und Problemen des Marktes vertraut ist. Durch die Zwischenschaltung eines Intermediärs entstehen allerdings Kosten (jährliche Managementgebühr), die der Investor zu tragen hat. Bei der indirekten Anlage delegiert der Investor die arbeitsintensiven Verantwortlichkeiten (Anlageobjekte auszusuchen, zu strukturieren, zu managen und zu liquidieren) an einen Dritten. Entsprechend verlagert sich das Selektionsproblem des Investors auf die Auswahl des richtigen Intermediärs, was ebenfalls mit Kosten verbunden ist<sup>15</sup>.

Zu den indirekten Immobilienanlagen zählen auch die Fund-of-Funds Lösungen. Der Fund-of-Funds investiert anstelle in Immobilien in andere Immobilienfonds und dementsprechend auch in verschiedene Anlagestrategien. Bei dieser Struktur erreicht man eine hohe Diversifikation und einen Zugang zu besonderen Märkten und Fonds-Manager-Qualitäten, muss aber auch zusätzliche Gebühren bezahlen und die Überwachung der Beteiligungen übernehmen. Die erfolgreiche Auswahl der Fonds ist entscheidend für den Erfolg eines Fund-of-Funds<sup>16</sup>.

Die an der **Börse kotierten Immobilien-Anlagemöglichkeiten**, z.B. die Immobilien-AG oder der vertragliche Anlagefonds, sind sehr beliebt. Es muss aber erwähnt werden, dass die Voraussetzungen für eine Börsenkotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung hoch sind und nicht zu unterschätzende Zusatzkosten im Bereich Reporting

---

<sup>13</sup> BSK KAG (2009), S. 748, N1 vor Art. 58ff.

<sup>14</sup> Ein Intermediär ist ein Vermittler zwischen zwei Partnern, hier gemeint ist die Vermittlung zwischen Investoren, die Geld investieren möchten und Anlagevehikeln, die gepooltes Geld anlegen.

<sup>15</sup> Blum (1997), S. 96-99

<sup>16</sup> Blum (1997), S. 102-103

verursachen. Eine kostengünstige Variante der Kotierungslösung ist die Kotierung an einer Nebenbörse (z.B. Berner Börse).

Mit börsenkotierten Immobilien-Anlagemöglichkeiten besteht für den Investor die Möglichkeit, taktische Über- und Untergewichtungen in seinem Portfolio vorzunehmen und so rasch auf Markttrends zu reagieren. Immobilienaktien von börsenkotierten Unternehmen weisen daher die Stabilität von Immobilien auf, wobei der Kursphantasie und Fungibilität<sup>17</sup> der Aktien aber keine Grenzen gesetzt sind<sup>18</sup>. Börsenkotierte Immobilien-Anlagemöglichkeiten erreichen ein breiteres Publikum, weil eine Investition schon mit sehr geringen Beiträgen möglich ist.

Die häufige Diskussion, ob man direkt, indirekt oder in börsenkotierte Immobilienanlagevehikel investieren soll, ist von vielen Motiven und (Rendite-)Zielen abhängig. Eine generelle Lösung gibt es nicht, vielmehr sind die finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen miteinander zu vergleichen. Abhängig von der Grösse des Gesamtvermögens und dem Immobilienwissen des Anlegers können direkte oder eher indirekte Immobilien-Investments ideal sein. Als Entscheidungshilfe kann in diesem Bereich das von CUREM entwickelte Best-Owner-Prinzip angewendet werden. Es definiert, dass eine optimale Performance erreicht wird, wenn die Strategie, Struktur und Kultur eines Immobilieneigentümers mit seinem Immobilienportfolio und dem regulatorischen Umfeld miteinander in Einklang stehen<sup>19</sup>.

### **2.3 Übersicht kollektive Immobilien-Investments**

Bei der Gründung einer Gesellschaft muss man sich für eine im Gesetz vorgeschriebene Gesellschaftsform entscheiden, eine Mischung einzelner Elemente verschiedener Gesellschaftstypen ist nicht zulässig. Anleger sollen darauf vertrauen können, dass die Gesellschaft kraft ihrer Rechtsform bestimmte Merkmale aufweist, die durch interne

---

<sup>17</sup> Gemeint ist die beliebige Austauschbarkeit oder Veräusserbarkeit eines Gutes auf Märkten

<sup>18</sup> Schäfer / Conzen (2005), S. 141

<sup>19</sup> [www.curem.ch](http://www.curem.ch), Best-Owner-Prinzip, Zürich, 2004

Absprachen nicht abgeändert werden können<sup>20</sup>. Kollektive Immobilien-Investments können grundsätzlich folgendermassen unterteilt werden:

Kollektive Immobilien-Investments				
Kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG <sup>21</sup>			<i>Andere kollektive Kapitalanlagen</i>	
offen (open-end)		geschlossen (closed-end)		
Vertraglicher Anlagefonds	SICAV	KGK	SICAF	AG, GmbH, Stiftung, Verein, Miteigentum, Investmentclub, Family Office usw.

Quelle: eigene Darstellung

**Tabelle 1: Übersicht kollektive Immobilien-Investments**

Bei den offenen kollektiven Immobilien-Investments (open-end) sind die Anzahl der Anleger und das Anlagevolumen nicht im Voraus bestimmt. Die Anteile können grundsätzlich jederzeit zum Nettoinventarwert an das Anlagegefäss zurückgegeben werden (zu beachten sind vereinbarte oder gesetzliche Kündigungsfristen und –termine). Diese jederzeitige Rückgabemöglichkeit ist ein wichtiges Kriterium für die Wahl einer offenen kollektiven Kapitalanlage.

Bei den geschlossenen kollektiven Immobilien-Investments (closed-end) wird das Anlagevolumen im Voraus bestimmt. In der Regel wird eine Laufzeit von mindestens 8 bis 10 Jahren festgelegt. Der Initiator hat für die fixierte Laufzeit einen Business Plan ermittelt, in welchem auch der Exit bestimmt ist, deshalb können keine Anteile an das Anlagegefäss zurückgegeben werden. Die Aktien können am freien Markt oder im ausserbörslichen Handel via die Banken, verkauft werden<sup>22</sup>.

In der Kategorie *andere kollektive Kapitalanlagen* ist die AG die bekannteste Rechtsform in der Schweiz. Grundsätzlich konzentrieren sich die Schweizer Immobilien-Aktiengesellschaften auf den Erwerb, die Bewirtschaftung und die Entwicklung von

<sup>20</sup> Brack (2009), S. 96

<sup>21</sup> Auf die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG wird im Kapitel 3 näher eingegangen.

<sup>22</sup> Landert (2006), S. 59



Geschäftsliegenschaften. Im Gegensatz zu den vertraglichen Immobilien-Anlagefonds, welche eine Buy-and-Hold-Strategie mit meist Wohnliegenschaften verfolgen, setzen die Immobilien-Aktiengesellschaften eine aktivere Buy-and-Sell-Strategie im Bereich Geschäftsliegenschaften um.

Auch bei der AG handelt es sich um eine geschlossene kollektive Kapitalanlage, weil Kapitalveränderungen grundsätzlich nicht vorgesehen sind. Mit der anstehenden grossen Aktienrechtsreform soll ein Kapitalband eingeführt werden. Innerhalb dieses Bandes sollen Kapitalveränderungen unter vereinfachten Voraussetzungen möglich sein<sup>23</sup>. Aktuell können Kapitalerhöhungen nur über gesetzlich definierte Verfahren (Art. 650 ff. OR) durchgeführt werden.

Die GmbH ist grundsätzlich die kleinere Form der AG und eine echte Alternative. Das Stammkapital ist nach oben frei, die Haftung beschränkt sich nur noch auf das einbezahlte Kapital. Die bisherige subsidiäre Haftung der Gesellschafter gilt nicht mehr, dafür muss im Gegenzug das Kapital vollständig einbezahlt sein.

In der Kategorie *andere kollektive Kapitalanlagen* gibt es neben der AG und der GmbH auch noch weitere Immobilien-Anlagemöglichkeiten: die Stiftung<sup>24</sup>, der Verein<sup>25</sup>, die Genossenschaft<sup>26</sup>, das Miteigentum<sup>27</sup>, der Investmentclubs<sup>28</sup> und das Family Office<sup>29</sup>.

---

<sup>23</sup> Brack (2009), S. 318

<sup>24</sup> Gemeint ist die Stiftung gemäss Art. 80 ff. ZGB.

Die Stiftung benötigt einen Stiftungszweck (Widmung eines Vermögens für einen besonderen Zweck), ist einer Aufsicht des Gemeinwesens unterstellt, welche auch dafür sorgt, dass das Stiftungsvermögen gemäss dem Zweck verwendet wird.

<sup>25</sup> Gemeint ist der Verein gemäss Art. 60 ff. ZGB

<sup>26</sup> Gemeint ist die Genossenschaft gemäss Art. 828 ff. OR

<sup>27</sup> Gemeint ist das Miteigentum gemäss Art. 646 ff. ZGB

<sup>28</sup> Bei einem Investment Club schliessen sich mehrere Personen zusammen, bestimmen die Anlagepolitik gemeinschaftlich. Ebenso treffen sie auch die Anlageentscheide gemeinsam,

<sup>29</sup> Bei einem Family Office wird das Vermögen einer Familie gepoolt investiert und in der Regel durch einen unabhängigen Vermögensverwalter betreut. Juristisch betrachtet handelt es sich um eine einfache Gesellschaft.

### **3 Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG)**

Auf den 1. Januar 2007 trat das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vom 23. Juni 2006 in Kraft und veränderte die gesetzlichen Rahmenbedingungen für kollektive Kapitalanlagen erheblich. Im Gesetz werden vier Rechtsformen der kollektiven Kapitalanlage definiert, welche das Angebot an kollektiven Immobilien-Investments interessant ergänzen.

#### **3.1 Entstehung**

Das erste Anlagefondsgesetz stammt aus dem Jahr 1966. Das Gesetz bezweckte, die (Klein-)Anleger vor allen möglichen Gefahren bei der Anlage von Kollektivvermögen zu schützen, was sich in einer strengen Beschränkung der Anlagemöglichkeiten auswirkte. Das Fondsgeschäft wanderte in der Folge von der Schweiz nach Luxemburg ab. Zur Wiederherstellung der Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz sowie zur Verbesserung des Anlegerschutzes erfuhr das Gesetz eine Totalrevision. Das Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) ist am 1. Januar 1995 in Kraft getreten, alleiniger Gesetzeszweck blieb der Anlegerschutz. Im Gegensatz zur Revision des AFG von 1995, anlässlich der das Gesetz „sanft“ renoviert wurde, bringt das KAG massive Änderungen mit sich<sup>30</sup>. Unter dem AFG galt für Anlagefonds das Merkmal der öffentlichen Werbung, dieses ist mit der Legaldefinition in Art. 7 KAG nicht nur für Anlagefonds sondern für alle kollektiven Kapitalanlagen weggefallen<sup>31</sup>.

#### **3.2 Zweck und erweiterter Geltungsbereich**

Gemäss Art. 1 KAG bezweckt das Kollektivanlagengesetz den Schutz der Anlegerinnen und Anleger sowie die Transparenz und die Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen.

---

<sup>30</sup> Dietrich Taufer (2007), S.1

<sup>31</sup> Brack (2009), S. 91

Waren unter dem AFG lediglich vertragliche Anlagefonds erfasst, werden neu im Sinne des Grundsatzes „same business, same risks, same rules“ grundsätzlich unabhängig von ihrer Rechtsform kollektive Kapitalanlagen im Sinne des KAG sowie alle Personen, die diese verwalten oder aufbewahren erfasst<sup>32</sup>. Wer kollektive Kapitalanlagen verwaltet oder aufbewahrt, braucht eine Bewilligung der FINMA (Art. 13 KAG).

Um im Rahmen der umfassenden Regelung für alle Anlagebedürfnisse geeignete Gefässe zur Verfügung zu stellen, sieht das KAG neue Formen der kollektiven Kapitalanlage vor, wie die der luxemburgischen SICAV nachgebildete AG mit variablem Kapital (SICAV) und die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK), die insbesondere den Private Equity Investitionen dienen soll. Das neue KAG ist nicht allein vom eher defensiven Gedanken des Anlegerschutzes geprägt, sondern auch vom Wunsch, die schweizerischen Formen der kollektiven Kapitalanlage im internationalen Umfeld attraktiver zu machen. Der schweizerische Fondsstandort ist bedeutend, als Fondsvertriebsstandort nimmt die Schweiz im europäischen Vergleich den fünften Rang ein. Als Produktionsstandort positioniert sich unser Land jedoch nur auf Nischenmärkten<sup>33</sup>. Mit dem Ausbau des AFG zu einer umfassenden Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen sollen die Attraktivität und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Fondsplatzes weiter gesteigert werden<sup>34</sup>.

Doch nicht nur der Finanzplatz Schweiz soll an Attraktivität gewinnen, sondern es soll auch die Europakomptabilität<sup>35</sup> der Schweizerischen Regelung im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen hergestellt und ein differenzierter sowie massvoll ausgebauter Anlegerschutz gewährleistet werden<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> Gandchi Schmid (2007), S. 4

<sup>33</sup> Baker&McKenzie (2007), S. 5

<sup>34</sup> Baker & McKenzie (2007), S. 7

<sup>35</sup> Gleiche Meinung Dietrich Taufer (2007) S. 34:

Die OGAW-Richtlinie hatte Änderungen erfahren, die aus Wettbewerbsgründen auch in der Schweiz umgesetzt werden sollten (Erweiterung Tätigkeit Fondsleitung, Beaufsichtigung Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen)

Wikipedia: OGAW ist die Abkürzung für „Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“. Die OGAW-Richtlinie definiert die speziellen Anforderungen an Fonds und ihre Verwaltungsgesellschaften. Einen Schwerpunkt bildet die Regelung der zulässigen Vermögensgegenstände.

<sup>36</sup> Brack (2009), S. 3

Nach diesem Gleichbehandlungsgrundsatz werden neu auch die Investmentgesellschaften dem KAG unterstellt. Diese hatten in der Vergangenheit einen Wettbewerbsvorteil, weil sie ihre Vermögenswerte analog dem AFG-unterstellten Fonds anlegten, aber durch die Nichtunterstellung weniger Compliance-Kosten tragen mussten und auch über mehr Bewegungsfreiheit in ihren Anlagen verfügten<sup>37</sup>.

### **3.3 Wichtige Begriffe**

#### **3.3.1 Kollektive Kapitalanlagen**

Gemäss Abs. 1 Art. 7 KAG sind kollektive Kapitalanlagen Vermögen, die von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Unter kollektiv versteht man, die Anlage des gemeinsam aufbrachten Kapitals nach einheitlichen und für alle Anleger geltenden Verwaltungsrichtlinien. Die Ansprüche der Anleger sind bei kollektiven Kapitalanlagen nicht individualisierbar<sup>38</sup>.

Das Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage gemäss KAG erfordert zunächst eine Mindestanzahl von Anlegern. Damit wird verhindert, dass das Institut der kollektiven Kapitalanlage für Strukturen verwendet wird, die eigentlich als Individualanlage zu gestalten wären, um z.B. steuerliche Vorteile zu erlangen. Die Mindestanzahl von fünf Anlegern gilt grundsätzlich für alle Formen der kollektiven Kapitalanlage<sup>39</sup>.

Das KAG verlangt bei den kollektiven Kapitalanlagen die zwingende Verwaltung des Vermögens durch einen Dritten, diese beauftragten Dritten müssen unabhängig von den Investoren sein. Mit dem Erwerb der Anteile entscheidet sich der Anleger für die Verwaltung der kollektiven Kapitalanlage im Rahmen der gesetzlichen Anlagevorschriften<sup>40</sup>. Das klassische Miteigentum gemäss ZGB 646 ff. und der Investment Club zählen aus diesen Gründen nicht zu den kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG.

---

<sup>37</sup> Baker&Mc Kenzie (2007), S. 5

<sup>38</sup> Landert (2006), S. 20

<sup>39</sup> BSK KAG (2009), S. 414, N10 Art. 7 KAG

<sup>40</sup> BSK KAG (2009), S. 416-417, N16-17 Art. 7 KAG

### 3.3.2 Qualifizierte Anleger

Gemäss Abs. 1 Art. 10 KAG können Anlegerinnen und Anleger, welche durch das KAG geschützt werden, natürliche oder juristische Personen sowie Kollektiv- und Kommanditgesellschaften sein. Grundsätzlich stehen alle kollektiven Kapitalanlagen sämtlichen Anlegern offen. Das Gesetz, das Fondsreglement oder die Statuten können aber den Anlegerkreis auf qualifizierte Anleger einschränken<sup>41</sup>.

Der Begriff des qualifizierten Anlegers (Art. 10 KAG und Art. 6 KKV) hat im KAG eine Schlüsselfunktion, er unterscheidet zwischen den professionellen qualifizierten Anlegern und den nicht-professionellen Anlegern. Die professionellen Marktteilnehmer bringen Erfahrung aus berufsmässiger Tätigkeit im Anlagebereich mit und unterstehen meist bereits einer anderen Aufsicht. Alle anderen, nicht-professionellen Anleger gelten als gewöhnliche Anleger. Bei den nicht-professionellen Anlegern unterscheidet das KAG zwei Anlegerkategorien, welche den Status als qualifizierte Anleger erhalten: die vermögende Privatperson und die Vermögensverwaltungskunden<sup>42</sup>.

Qualifizierte Anleger			
Juristische Personen		Natürliche Personen	
Beaufsichtigte Finanzintermediäre	Andere institutionelle Anleger	Vermögende Privatpersonen (mind. 2 Mio. CHF in Finanzanlagen)	Privatpersonen mit einem schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Banken</li> <li>• Effekthändler</li> <li>• Fondsleitungen</li> <li>• Versicherungen</li> <li>• Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Öffentliche-rechtliche Körperschaften</li> <li>• Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorie</li> <li>• Unternehmen mit professioneller Tresorie</li> </ul>		

Quelle: Swiss Funds Association SFA, KAG-Atlas, eigene Darstellung

**Tabelle 2: Übersicht qualifizierte Anleger gemäss KAG**

<sup>41</sup> Abs. 2 Art. 10 KAG

<sup>42</sup> BSK KAG (2009), S. 430, N 15-17 Art. 10 KAG

### 3.3.3 Vermögende Privatperson

Gemäss Art. 6 KKV gilt als vermögende Privatperson, wer gegenüber einem Vermögensverwalter schriftlich bestätigt, dass er im Zeitpunkt des Erwerbs direkt oder indirekt über Finanzanlagen von mindestens 2 Mio. CHF verfügt oder mit einem unabhängigen Vermögensverwalter einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen hat. Als Finanzanlagen gelten alle Gelder und Werte, welche der Erzielung von Kapitalerträgen oder Gewinnen dienen. Diese können direkt oder indirekt gehalten werden. Die Ansprüche aus Sozialversicherungen dürfen nicht zu den Finanzanlagen mitgezählt werden, diese Beträge sind für die Altersvorsorge gebunden<sup>43</sup>.

Die qualifizierten Anleger, zu welchen die vermögenden Privatpersonen unter dem KAG gehören, haben andere Schutzbedürfnisse als die Publikumsanleger. Der differenzierte Anlegerschutz ermöglicht, dass qualifizierte Anleger im Gegensatz zu Publikumsanlegern in riskantere Formen der kollektiven Kapitalanlage investieren können.

Wahrscheinlich ist die Bedeutung des Schwellenwertes von 2 Mio. CHF in der Praxis unbedeutend, weil die vermögenden Privatpersonen ihr Vermögen gestützt auf einen Vermögensverwaltungsvertrag verwalten lassen und sie daher unabhängig von der Grösse des verwalteten Vermögens zum qualifizierten Anleger gemäss Abs. 3 Art. 10 KAG zählen<sup>44</sup>. Leider ist im Gesetz nicht geregelt, was passieren soll, wenn die Grenze von 2 Mio. CHF wieder unterschritten wird. Dass ein Finanzvermögen wieder unter den erreichten Wert fallen kann, liegt in der Natur des Anlagegeschäfts. Die besten Diversifikations- und Absicherungsstrategien können nicht verhindern, dass bei ungünstigen Märkten nicht nur kollektive Kapitalanlagen, in einem Mass an Wert verlieren, dass der Anleger zumindest vorübergehend, nicht mehr über Finanzanlagen von mindestens 2 Mio. CHF verfügt. Der Gesetzgeber geht davon aus, dass der Anleger auch unter Berücksichtigung üblicher Wertschwankungen immer über Finanzanlagen in einem Umfang verfügt, welche die Einstufung als vermögende Privatperson rechtfertigt. Die Schwelle ist damit ein Auffangbecken ohne absolute Garantiefunktion<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> BSK KAG (2009), S. 444-445, N 63-66 Art. 10 KAG

<sup>44</sup> BSK KAG (2009), S. 443, N 60 Art. 10 KAG

<sup>45</sup> BSK KAG (2009), S. 456, N 107 Art. 10 KAG

### 3.4 Offene Kollektive Kapitalanlagen

Das KAG unterscheidet zwischen offenen und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen. Der vertragliche Anlagefonds und die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) gehören zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen. In die Kategorie der geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen gehören die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF).

<b>Kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG</b>			
Offene kollektive Kapitalanlagen		Geschlossene kollektive Kapitalanlagen	
Vertraglicher Anlagefonds	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
<i>Ohne Abkürzung</i>	<i>SICAV</i>	<i>KGK</i>	<i>SICAF</i>

Quelle: eigene Darstellung

#### **Tabelle 3: Übersicht kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG**

Die Anleger von offenen kollektiven Kapitalanlagen haben zulasten des Kollektivvermögens unmittelbar oder mittelbar einen Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum Nettoinventarwert. Gemäss Abs. 2 Art. 66 KAG können die Anleger nicht jederzeit, sondern unter Einhaltung einer zwölfmonatigen Frist auf das Ende eines Rechnungsjahres die Rücknahme ihrer Anteile verlangen. Diese Rückgabe- und einfache Ausstiegsmöglichkeit überzeugt die Anleger, auch wenn sie dafür weniger Mitspracherechte in Kauf nehmen müssen<sup>46</sup>.

Die offenen kollektiven Kapitalanlagen benötigen zwingend ein Fondsreglement. Beim vertraglichen Anlagefonds ist dies der Kollektivanlagevertrag (Fondsvertrag) und bei der SICAV besteht das Fondsreglement aus Statuten und dem Anlagereglement (Abs. 3 Art. 8 KAG).

<sup>46</sup> Landert (2006), S. 23

### 3.4.1 Vertraglicher Anlagefonds<sup>47</sup>

Gemäss Art. 25 KAG basiert der vertragliche Anlagefonds auf einem Kollektivanlagevertrag, durch den sich die Fondsleitung verpflichtet: a) die Anleger nach Massgabe der von ihnen erworbenen Fondsanteile am Anlagefonds zu beteiligen und b) das Fondsvermögen gemäss den Bestimmungen des Fondsvertrages selbständig und im eigenen Namen zu verwalten. Die Depotbank nimmt nach Massgabe der ihr durch Gesetz und Fondsvertrag übertragenen Aufgaben am Fondsvertrag teil. Der vertragliche Anlagefonds hat ein Mindestvermögen aufzuweisen.

Gemäss Art. 35 KKV muss der vertragliche Anlagefonds spätestens ein Jahr nach Lancierung über ein Nettovermögen von mindestens 5 Mio. CHF verfügen. Der Grund für die Aufnahme eines Mindestvermögens ist im Schutz der Anleger zu sehen. Aus der Sicht des kleinen Anlegers machen kleine (oft unrentable) Fonds, wirtschaftlich betrachtet kaum Sinn. Es ist zudem anzunehmen, dass der Verwaltungskostenanteil mit zunehmendem Vermögen prozentual kleiner wird, was durchaus Auswirkungen auf den Erfolg der Anlage haben kann. Der Effekt der Risikoverteilung durch Quantität kann bei kleinem Gesamtanlagevolumen kaum erreicht werden, das Risiko des Kapitalverlustes sinkt mit steigendem Anlagevermögen. Für eine rentable Bewirtschaftung und zur Erreichung der Anlageziele ist eine kritische Vermögensgrösse eines Fonds unabdingbar<sup>48</sup>.

Der vertragliche Anlagefonds ist keine eigene Rechtspersönlichkeit. Das Fondsvermögen befindet sich im Eigentum der Fondsleitung und die Anleger schliessen mit der Fondleitung einen Kollektivanlagevertrag (Fondsvertrag), in welchem das Recht auf Beteiligung am Vermögen und Ertrag des Fonds geregelt wird. Im Kollektivanlagevertrag werden auch die Rechte und Pflichten der Fondsleitung und der Depotbank festgehalten und alle wichtigen Merkmale wie die Anlagepolitik, die Berechnung des Nettoinventarwertes und der Ausgabe- und Rücknahmepreise, die Verwendung des Nettoertrages, die Publikationsorgane, das Kündigungsrecht des Anlegers usw. Der vertragliche Anlagefonds ist die einzige Rechtsform nach KAG, welche aufgrund eines Vertrages

---

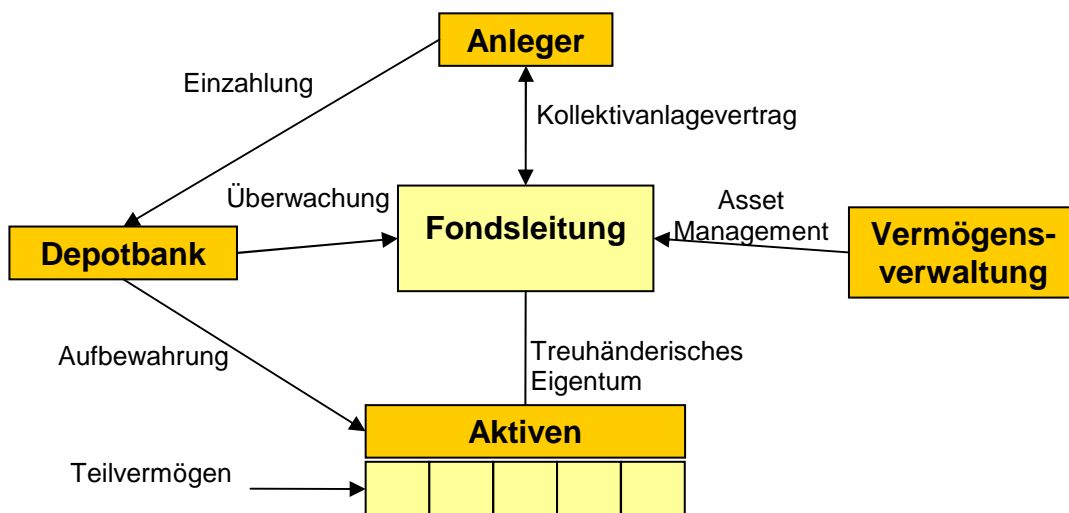
<sup>47</sup> Das KAG regelt den vertraglichen Anlagefonds in Art. 25 ff.

<sup>48</sup> Brack (2009), S. 107



organisiert ist. Die Auflösung des vertraglichen Anlagefonds erfolgt durch die Fondsleitung und die Depotbank gemeinsam.

Artikel 30 KAG schreibt vor, dass der vertragliche Anlagefonds von einer Fondsleitung verwaltet werden muss. Die Fondsleitung kann aber neben der kollektiven Kapitalanlage auch noch weitere Tätigkeiten wie zum Beispiel die Vermögensverwaltung, die Anlageberatung und die Aufbewahrung und technische Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen ausüben.



Quelle: Baker & Mc Kenzie (2007), S. 50

**Abbildung 2: Übersicht vertraglicher Anlagefonds**

### 3.4.2 SICAV, Investmentgesellschaft mit variablem Kapital<sup>49</sup>

Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) ist eine Gesellschaft:

- deren Kapital und Anzahl Aktien nicht im voraus bestimmt sind,
- deren Kapital in Unternehmer- und Anlegeraktien aufgeteilt ist,
- für deren Verbindlichkeiten nur das Gesellschaftsvermögen haftet,
- deren ausschliesslicher Zweck die Kapitalanlage ist.

<sup>49</sup> Das KAG regelt die SICAV in Art. 36 ff.

Die SICAV hat analog dem vertraglichen Anlagefonds ebenfalls ein Mindestvermögen von netto 5 Mio. CHF ein Jahr nach Lancierung aufzuweisen. Die Einführung eines Mindestvermögens dient auch hier hauptsächlich dem Interesse der Anlegeraktionäre, da die Gründung einer SICAV mit Fixkosten verbunden ist, die in einem angemessenen Verhältnis zum Fondsvermögen stehen müssen. Das Erfordernis, ein Mindestvermögen sicherzustellen, soll daher kleine, unrentable SICAVs verhindern<sup>50</sup>. Der Begriff des Mindestvermögens ist von der Mindesteinlage, welche die Unternehmeraktionäre einbringen haben, zu unterscheiden.

Die SICAV ist eine neue Rechtsform und wurde ins KAG eingeführt, um die Attraktivität des Fondsplatzes Schweiz zu steigern<sup>51</sup>. Die SICAV ist speziell für die Bedürfnisse der offenen kollektiven Kapitalanlage geschaffen worden und verfügt über eine eigene Rechtspersönlichkeit. Der Begriff variabel bezieht sich auf die Tatsache, dass das Kapital und die Anzahl Aktien nicht im voraus bestimmt sind. Es können also laufend neue Aktien ausgegeben und zurückgenommen werden<sup>52</sup>. Diese Rückgabe- und einfache Ausstiegsmöglichkeit überzeugt die Anleger.

Die SICAV hat dieselben Organe wie die AG, nämlich die Generalversammlung, einen Verwaltungsrat sowie eine Revisionsstelle. Der Verwaltungsrat muss aus mindestens 3 und maximal 7 Mitgliedern bestehen. Das KAG definiert in welchen Fällen die Bestimmungen über die AG gemäss Art. 620 ff. OR zur Anwendung kommen.

Bei der SICAV unterscheidet man zwischen Unternehmer- und Anlegeraktionären. Lanciert wird die SICAV von den Unternehmeraktionären, welche verantwortlich sind für die Einhaltung der gesetzlichen Eigenmittelanforderungen gemäss Art. 41 KAG. Die Unternehmeraktionäre, die eigentlichen Gründer der SICAV, können ohne Mitwirkung der Anlegeraktionäre über die Auflösung der SICAV entscheiden. Die klassischen Kapitalanleger sind die Anlegeraktionäre, jede Aktie entspricht einer Stimme (Art. 47 KAG).

---

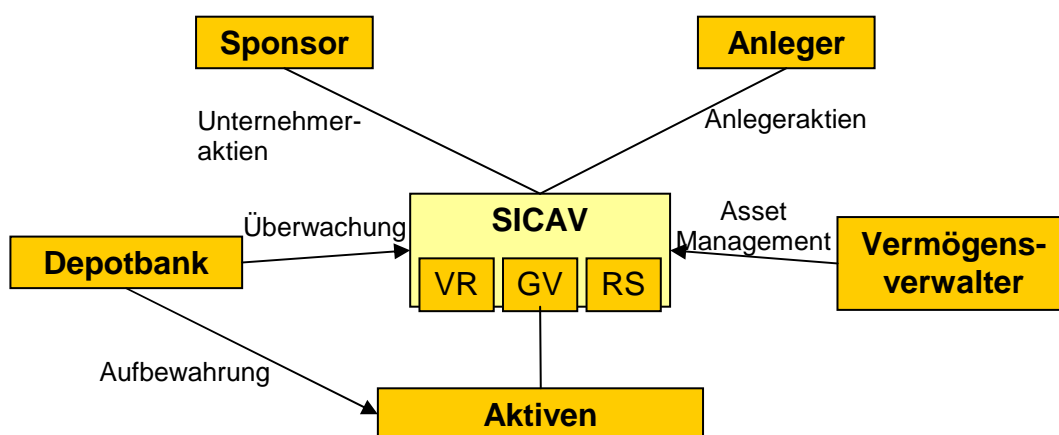
<sup>50</sup> BSK KAG (2009), S. 632, N 22 Art. 36 KAG

<sup>51</sup> Im Ausland, besonders in Luxemburg, ist die SICAV sehr bekannt und weit verbreitet.

<sup>52</sup> Landert (2006), S. 58

Die selbstverwaltete SICAV führt die Administration selbst aus, die fremdverwaltete SICAV delegiert diese Aufgaben an die Fondsleitung. Zur Administration einer SICAV zählen das Risk Management, die Compliance, die Berechnung des Nettoinventarwertes, die Festlegung der Ausgabe- und Rücknahmepreise, die Führung der Buchhaltung, der Betrieb der IT-Systeme sowie weitere administrative und logistische Aufgaben der SICAV<sup>53</sup>. Bei Lancierung haben die Unternehmeraktionäre für die selbstverwaltete SICAV eine Mindesteinlage von CHF 500'000 zu leisten, für die fremdverwaltete SICAV reduziert sich die Mindesteinlage auf CHF 250'000. Die Halbierung der Mindesteinlage bei fremdverwalteten SICAV lässt sich damit rechtfertigen, dass nebst der SICAV auch die beauftragte Fondsleitung haftbar gemacht werden kann und damit das Haftungssubstrat der SICAV entsprechend kleiner ausfallen kann<sup>54</sup>.

Die Immobilien-SICAV eignet sich hervorragend für vermögende Familien, die frühzeitig an die erbrechtliche Auseinandersetzung herangehen möchten. Immobilien aus Familienbesitz können so vor einem Verkauf an Dritte bewahrt werden. Im Gegensatz zum vertraglichen Anlagefonds, bei welchem reiche Familien ihr Immobilienportfolio bisher aus den Händen geben mussten, wenn sie einen eigenen Fonds schaffen wollten, bleibt bei der SICAV das Portfolio im „Eigenbesitz“ und die Familienmitglieder können sich etwa im Verwaltungsrat vertreten lassen<sup>55</sup>.



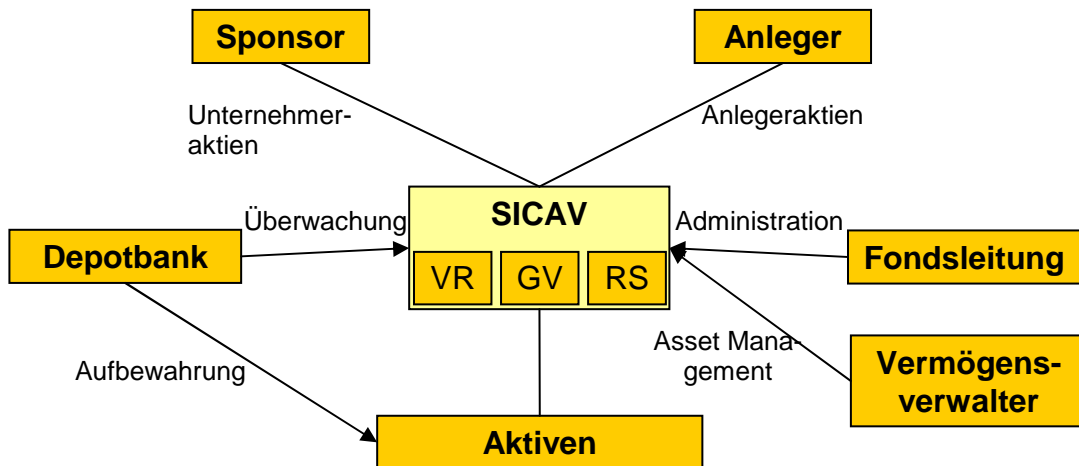
Quelle: Baker & Mc Kenzie (2007), S. 61

### Abbildung 3: Übersicht SICAV selbstverwaltet

<sup>53</sup> BSK KAG (2009), S. 629, N 9 Art. 36 KAG

<sup>54</sup> Brack (2009), S. 153

<sup>55</sup> Kuprecht 2008, S. 32



Quelle: Baker & Mc Kenzie (2007), S. 61

**Abbildung 4: Übersicht SICAV fremdverwaltet**

### 3.4.3 Anlagevorschriften für offene kollektive Kapitalanlagen

Offene kollektive Kapitalanlagen können als Effektenfonds, Immobilienfonds oder übrige Fonds für traditionelle und alternative Anlagen ausgestaltet werden. Diese Dreiteilung wurde aus dem bisherigen AFG übernommen<sup>56</sup>. Als Immobilienfonds<sup>57</sup> gilt, wer Mittel in Immobilienwerten anlegt und gleichzeitig zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen zählt. Zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen gehören abschliessend der vertragliche Anlagefonds und die SICAV, weshalb die folgenden Anlagevorschriften ausschliesslich für diese beiden Rechtsformen gelten.

Gemäss Abs. 3 und 4 von Art. 67 KKV müssen die Anlagevorschriften bei Immobilienfonds spätestens zwei Jahre nach der Lancierung der Anlagegefässe erfüllt sein. Die Aufsichtsbehörde FINMA kann diese Frist auf Gesuch hin erstrecken.

Nachfolgend werden nicht alle sondern nur die für Immobilien-Investments wichtigen Anlagevorschriften aufgezählt:

<sup>56</sup> Baker & McKenzie (2007), S. 78

<sup>57</sup> Gemäss Art. 58 ff. KAG

***Zulässige Anlagen Art. 86 KKV:***

- a) Wohnbauten
- b) kommerzielle Liegenschaften (kommerzieller Ertrag mindestens 60%)
- c) Bauten mit gemischter Nutzung
- d) Stockwerkeigentum
- e) Bauland (inkl. Abbruchobjekte) und angefangene Bauten
- f) Baurechtsgrundstücke

Ebenfalls als weitere Anlagen zulässig sind: Schuldbriefe und andere vertragliche Grundpfandrechte, Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, Anteile an anderen Immobilienfonds und ausländische Immobilienwerte.

***Risikoverteilung Art. 62 KAG:***

Immobilienfonds müssen ihre Anlagen auf mindestens 10 Grundstücke verteilen und der Verkehrswert eines Grundstückes darf nicht mehr als 25% des Fondsvermögens betragen.

Es gelten weitere Anlagebeschränkungen bezogen auf das Fondsvermögen:

- a) Bauland, einschliesslich Abbruchobjekte und angefangene Bauten bis höchstens 30%
- b) Baurechtsgrundstücke bis höchstens 20%
- c) Schuldbriefe und andere vertragliche Grundpfandrechte bis höchstens 10%
- d) Anteile an anderen Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften bis höchstens 25%

Bauland und Baurechtsgrundstücke zusammen dürfen höchstens 30% des Fondsvermögens ausmachen.

***Sacheinlagen:***

Abs. 3 Art. 63 KAG regelt, dass die SICAV von den Unternehmeraktionären, von ihren Beauftragten sowie von den ihr nahe stehenden natürlichen und juristischen Personen keine Immobilienwerte übernehmen oder ihnen abtreten kann.

Abs. 4 Art. 78 KAG regelt aber für die offenen kollektiven Kapitalanlagen gemeinsam, dass die Aufsichtsbehörde Abweichungen von der Pflicht zur Ein- und Auszahlung in bar gestatten darf. Aus diesen Gründen kann davon ausgegangen werden, dass mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde (FINMA) Sacheinlagen grundsätzlich möglich sind.

***Schätzungsexperten Art. 64 KAG:***

Die Fondsleitung und die SICAV beauftragen mindestens 2 natürliche Personen oder eine juristische Person als Schätzungsexperten. Der Auftrag bedarf der Genehmigung der FINMA.

***Bewertung von Grundstücken bei Erwerb oder Veräußerung Art. 92 KKV:***

Grundstücke, welche die Fondsleitung oder die SICAV erwerben oder veräußern wollen, sind von mindestens einem Schätzungsexperten schätzen zu lassen.

***Bewertung der zur KKA gehörenden Grundstücke Art. 93 KKV:***

Der Verkehrswert der Grundstücke, die zum Immobilienfonds gehören, ist auf den Abschluss jedes Rechnungsjahres durch die Schätzungsexperten überprüfen zu lassen. Die Besichtigung der Grundstücke durch die Schätzungsexperten ist mindestens alle 3 Jahre zu wiederholen.

***Prüfung und Bewertung bei Bauvorhaben Art. 94 KKV:***

Die Fondsleitung und die SICAV lassen bei Bauvorhaben durch mindestens einen Schätzungsexperten prüfen, ob die voraussichtlichen Kosten marktkonform und angemessen sind.

***Verpfändung der Grundstücke / Sonderbefugnisse Art. 96 KKV:***

Bei der Verpfändung der Grundstücke darf die Belastung aller Grundstücke im Durchschnitt nicht mehr als die Hälfte des Verkehrswertes betragen.

***Ausgabe und Rücknahme von Anteilen Art. 66 KAG***

Die Fondsleitung und die SICAV müssen neue Anteile zuerst den bisherigen Anlegern anbieten. Die Anleger können jeweils auf das Ende eines Rechnungsjahres unter Einhaltung einer Frist von 12 Monaten die Rücknahme ihrer Anteile verlangen.

### 3.5 Geschlossene kollektive Kapitalanlagen

Die KGK und die SICAF zählen zu den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen. Geschlossene kollektive Kapitalanlagen konnten bis zur Einführung des KAG nur in der Form der Kapitalgesellschaft (z.B. Immobilien-AG) aufgesetzt werden. Im Vergleich zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen haben die Anleger bei den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen keinen Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum Nettoinventarwert.

#### 3.5.1 KGK, Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen<sup>58</sup>

Mit der Einführung dieser neuen Rechtsform wollte der Gesetzgeber ein der anglo-amerikanischen limited partnership ähnliches Vehikel einführen, das zur Anlage in Risikokapital dienen soll<sup>59</sup>. Die KGK entspricht grundsätzlich der Kommanditgesellschaft gemäss Art. 594 ff. OR, wurde jedoch mit wesentlichen spezialgesetzlichen Abweichungen gemäss KAG ausgestaltet.

Die KGK ist eine Gesellschaft, deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist. Wenigstens ein Mitglied haftet unbeschränkt (Komplementär), die anderen Mitglieder (Kommanditäre) haften bis zu einer bestimmten Vermögenseinlage (der Kommanditsumme). Komplementäre müssen Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz sein und dürfen nur in einer einzigen KGK als Komplementär tätig sein<sup>60</sup>. Kommanditäre müssen qualifizierte Anleger sein.

Gemäss Art. 5 KKV müssen spätestens ein Jahr nach Lancierung mindestens 5 Kommanditäre beteiligt sein. Die KGK basiert auf einem Gesellschaftsvertrag und einem Anlagereglement.

---

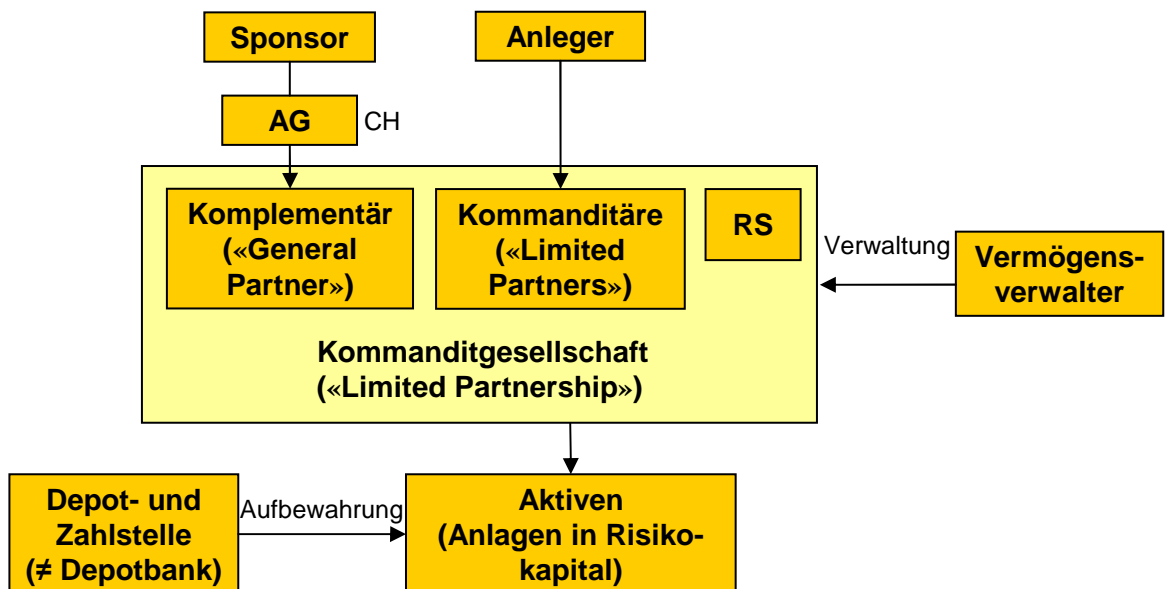
<sup>58</sup> Das KAG regelt die KGK in Art. 98ff.

<sup>59</sup> Gandchi Schmid (2007), S. 12 ff

<sup>60</sup> Abweichung von der gesetzlichen Regelung in Art. 594 Abs. 2 OR: Es ist anzunehmen, dass eine natürliche Person nicht bereit wäre, eine unbeschränkte persönliche Haftung zu übernehmen.

Nach Art. 120 KKV wird mit der Anlage in Risikokapital grundsätzlich ein überdurchschnittlicher Mehrwert, verbunden mit einer überdurchschnittlichen Verlustwahrscheinlichkeit erwartet. Über Risikokapital können ganz unterschiedliche Unternehmen bzw. Projekte mitfinanziert werden. Möglich ist die Finanzierung von Marketingmassnahmen, von Forschung und Entwicklung, von Sanierungsmassnahmen oder die finanzielle Unterstützung vor einem Börsengang. Weil Risikokapital vielfältig und auch für die Unterstützung technologischer und wissenschaftlicher Fortschritte eingesetzt werden kann, hat auch der Staat ein grosses Interesse an dessen Bereitstellung<sup>61</sup>.

Für Immobilien-Investoren, welche ausschliesslich in Risikokapital (Immobilien-Projektentwicklungen) investieren möchten, ist die KGK interessant. Sie bietet dem qualifizierten und hinsichtlich seines Investmentstils ambitionierten Investor eine Anlagemöglichkeit im value-added- bzw. opportunistic-Bereich mit den entsprechenden Rendite-Risikoprofilen und einer vorgegebenen, strukturierten Exitmöglichkeit<sup>62</sup>.



Quelle: Baker & Mc Kenzie (2007), S. 109

**Abbildung 5: Übersicht KGK**

<sup>61</sup> Brack (2009), S. 271

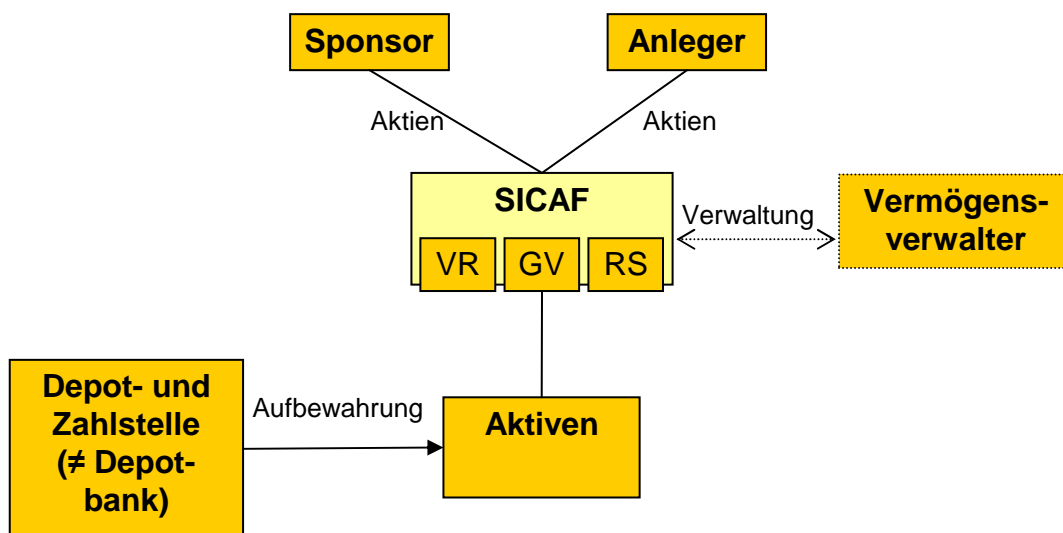
<sup>62</sup> Mayer (2008), S. 55



### 3.5.2 SICAF, Investmentgesellschaft mit festem Kapital<sup>63</sup>

Die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) ist eine AG gemäss Art. 620 ff. OR, deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und deren Aktien nicht an der Börse kotiert sind. Die Aktionäre müssen nicht zwingend qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 KAG sein. Als Besonderheit der SICAF ist zu erwähnen, dass Stimmrechts- und Vorzugsaktien sowie Partizipations- und Genussscheine untersagt sind (Art. 113 Abs. 2 KAG).

Die Anleger einer SICAF sind gegenüber den Aktionären einer gewöhnlichen AG aufgrund der strengeren Bestimmungen besser geschützt und profitieren von der Aufsicht durch die FINMA<sup>64</sup>. Die SICAF, die entweder an einer Börse in der Schweiz kotiert ist oder an der ausschliesslich qualifizierte Anleger nach KAG beteiligt sein dürfen, erfüllt den Begriff der SICAF nicht<sup>65</sup>. Dies lässt sich unter dem Aspekt des Anlegerschutzes damit begründen, dass die Transparenzvorschriften der Schweizer Börse mit den Transparenzvorschriften des KAG vergleichbar sind<sup>66</sup>.



Quelle: Baker & Mc Kenzie (2007), S. 121

**Abbildung 6: Übersicht SICAF**

<sup>63</sup> Das KAG regelt die SICAF in Art. 110 ff.

<sup>64</sup> BSK KAG (2009), S. 1000, N 2 Art. 110

<sup>65</sup> BSK KAG (2009), S. 1000, N 3 Art. 110

<sup>66</sup> BSK KAG (2009), S. 332, N 25 Art. 2 KAG

### 3.5.3 Anlagevorschriften für geschlossene kollektive Kapitalanlagen

Aus dem einfachen Grund, weil die KGK und die SICAF zu den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG gehören, kommen die Anlagevorschriften über den Immobilienfonds gemäss Art. 58 KAG nicht zur Anwendung.

Nach Art. 121 KKV darf die KGK in Bau- und Immobilienprojekte (Risikokapital) investieren. Weitere Anlagevorschriften zur Risikoverteilung (Anzahl Anlageobjekte, Grösse usw.) sind im KAG nicht erwähnt. Ebenfalls existieren auch keine Vorschriften über die Höhe des Fremdkapitals. Nach der freien Interpretation des Gesetzes darf die KGK in ein einziges Bauprojekt investieren und dieses zu 100% mit Fremdkapital finanzieren.

Für die SICAF verweist das KAG in Art. 115 Abs. 2 für die zulässigen Anlagen auf die für übrige Fonds geltende Regelung von Art. 69 KAG sowie sinngemäss auf Art. 64, 70 und 71 KAG. Hieraus ergibt sich, dass der SICAF Investitionen in Immobilienwerte offen steht, ohne zur Einhaltung der Risikoverteilungsvorschriften, welche auf Immobilienfonds anwendbar sind, verpflichtet zu sein<sup>67</sup>. Für die SICAF bestehen kaum Anlagebeschränkungen, es können Anlagen getätigt werden, die nur beschränkt markt-gängig sind. Die SICAF darf in Anlagen investieren, die eine begrenzte Risikoverteilung aufweisen und deren Bewertung erschwert ist. In diesen Fällen wird das Bedürfnis nach Anlegerschutz berücksichtigt, weil solche Anlagen im Anlagereglement ausdrücklich genannt sein müssen<sup>68</sup>. Die SICAF ist in der Festlegung der Anlagepolitik grundsätzlich frei.

## 3.6 Regulatorien

Das KAG bildet zusammen mit dem Börsengesetz und dem Bankengesetz einen zentralen Teil der schweizerischen Finanzmarktarchitektur, welche nunmehr seit dem

---

<sup>67</sup> BSK KAG (2009), S. 755, N11 Art. 58 KAG

<sup>68</sup> BSK KAG (2009), S. 1036, N 18 Art. 115 KAG

1. Januar 2009 durch das Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (FINMAG) abgerundet wurde<sup>69</sup>.

#### *Gesetzestexte*

Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen KAG vom 23. Juni 2006

Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen KKV vom 22. November 2006

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die kollektiven Kapitalanlagen KKV-FINMA vom 21. Dezember 2006

#### *Kreisschreiben Eidgenössische Steuerverwaltung*

Direkte Bundessteuer / Kreisschreiben Nr. 25, 5. März 2009: Besteuerung kollektiver Kapitalanlagen und ihrer Anleger

#### *Aufsichtsbehörde*

Über das Fondsgeschäft in der Schweiz wacht die FINMA. Die ihr zugedachten Aufgaben im Zusammenhang mit der Fondsaufsicht (Bewilligung, Überwachung, Sanktionen) erfüllt sie kraft der gesetzlichen Vorschriften<sup>70</sup>.

#### *Branchenverbände*

Die Swiss Funds Association (SFA) vertritt die Interessen der Fondswirtschaft und greift regulatorisch ins Marktgeschehen ein, indem im Interesse aller Selbstregulierungsvorschriften erlassen werden. Dabei handelt es sich um Standesregeln der Fondswirtschaft, diese ersetzen und ergänzen die gesetzlichen Bestimmungen und die Praxis der Aufsichtsbehörde. Standesregeln haben zum Zweck, das Ansehen der Branche zu wahren sowie eine ausreichende Qualität von Produkten und Dienstleistungen sicherzustellen<sup>71</sup>. Die SFA verpflichtet die Immobilienfonds gemäss Art. 58 ff. KAG, einheitliche Kennzahlen zu verwenden. Für diese Zwecke wurden die folgenden Dokumente publiziert:

- Richtlinien für den Immobilienfonds vom 2. April 2008
- Fachinformation / Kennzahlen von Immobilienfonds vom 2. April 2008

---

<sup>69</sup> BSK KAG (2009), Vorwort

<sup>70</sup> Landert (2006), S. 52

<sup>71</sup> Landert (2006), S. 52-53

## **4 Steuerliche Behandlung kollektiver Immobilien-Investments**

Für den Immobilien-Investor ist die steuerliche Behandlung der kollektiven Immobilien-Investments von Bedeutung, weil die steuerlichen Vorteile zusammen mit den laufenden Erträgen und der Wertsteigerung in die Rendite einfließen.

Es gilt zwei Stufen der Besteuerung zu unterscheiden: Zum einen die steuerliche Behandlung auf Stufe des Portfolios (Ebene Gefäss) und zum anderen die Besteuerung auf der Stufe des Anlegers (Ebene Investor).

### **4.1 Übersicht transparente und intransparente Besteuerung**

Seit der Publikation des Basler Kommentars zum KAG werden die Begriffe transparente und intransparente Besteuerung verwendet, obwohl diese nicht gesetzlich definiert sind und auch sonst in den Steuergesetzen nicht erwähnt werden. Vielmehr stammen sie aus dem neueren Sprachgebrauch der Fachleute und umschreiben die jeweilige gesetzliche Konzeption der Besteuerung von kollektiven Immobilien-Investments. Die steuerliche Behandlung ist grundsätzlich abhängig von der Rechtspersönlichkeit des kollektiven Immobilien-Investments.

Kollektive Immobilien-Investments ohne Rechtspersönlichkeit, gelten nicht als Steuer-subjekte und werden direkt beim Anleger besteuert, sogenannte transparente Besteuerung. Unter Transparenz versteht man, dass die steuerlich relevanten Faktoren den Anteilsinhabern zugerechnet und dort besteuert werden. Für Steuerzwecke wird also durch den rechtlichen Träger des kollektiven Immobilien-Investments hindurchgesehen (der Träger ist also steuerlich transparent), sodass dieser unbeachtet bleibt<sup>72</sup>. Begründet wird diese transparente Besteuerung damit, dass die steuerliche Belastung der kollektiven Kapitalanleger mit derjenigen der individuellen Kapitalanlage verglichen werden muss, da es wirtschaftlich betrachtet einerlei ist, ob jemand Sparkapital für sich allein anlegt oder ob er dasselbe gemeinsam mit anderen tut<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> BSK KAG (2009), S. 125 N 398 vor Art. 1 KAG

<sup>73</sup> BSK KAG (2009), S. 8, N 3 vor Art. 1 KAG

Hingegen gelten kollektive Immobilien-Investments mit Rechtspersönlichkeit als Steuersubjekte und werden auf der Stufe des Gefässes besteuert (sogenannte intransparente Besteuerung). Zusätzlich unterliegen die Erträge auf der Stufe des Investors der Einkommenssteuer, unabhängig davon, ob sie ihm ausgezahlt wurden (ausgeschüttet) oder nicht (thesauriert)<sup>74</sup>.

#### **4.2 Transparente Besteuerung kollektiver Immobilien-Investments**

Die transparent besteuerten kollektiven Kapitalanlagen sind also keine Steuersubjekte und werden somit von der Einkommens- und Kapitalsteuer auf Ebene des Gefässes nicht erfasst. Sämtliche Erträge und Vermögen (aufgeteilt nach Anteilen) werden direkt beim Anleger besteuert.

In die Kategorie der transparent besteuerten Immobilien-Investments gehören die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG, der vertragliche Anlagefonds, die SICAV und die KGK.

Die SICAF zählt als einzige der vier kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG zu den intransparent besteuerten kollektiven Immobilien-Investments. Die Unterstellung der SICAF unter die intransparent besteuerten Immobilien-Investments erfolgte letztlich aus fiskalischen Gründen, da der Bundesrat einen grossen Steuerausfall befürchtete. Die Ungleichbehandlung in steuerlicher Hinsicht macht die SICAF äusserst unattraktiv, da sie nach der Konzeption des Gesetzes einerseits den Vorschriften über kollektive Kapitalanlagen untersteht, andererseits aber in steuerlicher Hinsicht gegenüber den übrigen Formen der kollektiven Kapitalanlage wesentlich nachteiliger behandelt wird<sup>75</sup>.

#### **4.3 Intransparente Besteuerung kollektiver Immobilien-Investments**

Die AG gemäss OR 620 ff., die GmbH gemäss Art. 772 OR sowie die SICAF zählen zur Kategorie der intransparent besteuerten kollektiven Immobilien-Investments.

---

<sup>74</sup> ESTV, KS Nr. 25 (2009)

<sup>75</sup> Baker&McKenzie (2007), S. 198

Bei der intransparenten Besteuerung von kollektiven Immobilien-Investments werden diese als Steuersubjekte behandelt und somit auf Ebene des Anlagegefässes besteuert. Unabhängig davon werden die Einkünfte aus intransparenten kollektiven Kapitalanlagen beim Anleger ganz normal als Einkommen versteuert. Dividendenausschüttungen sind damit unattraktiv, weil auf dem Gewinn und Kapital der Gesellschaft Steuern erhoben werden und anschliessend für die bereits versteuerten, an die Investoren ausgeschütteten Dividenden, ein zweites Mal Steuern durch den Anleger abgeliefert werden muss.

Die unangenehme Doppelbesteuerung kann neu durch die Regelungen der Dividendenteilbesteuerung gemildert werden. Die Unternehmenssteuerreform II (Art. 28 Abs. 1 StHG per 01.01.2009, Art. 69 Abs. 1 DBG per 01.01.2011) hat die Teilbesteuerung von Beteiligungserträgen eingeführt. Gemäss dem neu eingefügten Art. 7 Abs. 1 Satz 2 StHG können die Kantone die wirtschaftliche Doppelbelastung von Körperschaften und Anteilsinhabern bei Beteiligungen von mindestens 10% mildern, sind aber nicht dazu verpflichtet. Die Teilbesteuerung ist von fast allen Kantonen bereits eingeführt worden und variiert in der Bandbreite der Teilbesteuerungssätze von 30-75%<sup>76</sup>. Für die direkte Bundessteuer ist vorgesehen, dass Erträge aus Beteiligungen von mind. 10% im Umfang von 60% steuerbar sind (neuer Art. 20 Abs. 1 bis DBG)<sup>77</sup>.

Als weitere Optimierungsvariante bei der intransparenten Besteuerung gelten alle Massnahmen im Zusammenhang mit Holdingstrukturen.

#### **4.4 Besteuerung kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz**

Eine kollektive Kapitalanlage gemäss KAG kann direkt oder indirekt über Immobilien-gesellschaften in Grundstücke investieren.

Bei den kollektiven Kapitalanlagen nach KAG, vertraglicher Anlagefonds, SICAV und KGK, welche die Liegenschaften als Direktanlage halten, erfolgt in Abweichung zum Grundsatz, keine transparente Besteuerung.

---

<sup>76</sup> Furrer / Kumschick / Wyss (2009), S. 239

<sup>77</sup> BSK KAG (2009), S. 181, N 562 vor Art 1. KAG

Diese kollektiven Kapitalanlagen werden wie eine juristische Person behandelt und selbständig besteuert, unterliegen jedoch der Gewinnsteuer nur für den Ertrag aus direktem Grundbesitz. Darüber hinausgehende Erträge werden nicht beim Immobilienfonds besteuert, sondern beim Anteilsinhaber. Beim Anteilsinhaber ist das Einkommen aus den Anteilen von kollektiven Kapitalanlagen von der Einkommenssteuer befreit, soweit es sich um Erträge aus dem direkten Grundbesitz handelt<sup>78</sup>.

Bei diesen Anlagegefässen erfolgt keine Doppelbesteuerung wie sie bei den intransparent besteuerten kollektiven Immobilien-Investments anfällt. Die Anleger haben nur noch das Einkommen bzw. Vermögen zu versteuern, das auf Stufe der kollektiven Kapitalanlage noch nicht der Gewinn- und Kapitalsteuer unterlag.

In der Regel ist die Gesamtsteuerbelastung bei einer kollektiven Kapitalanlage mit direktem Grundbesitz tiefer als bei jenen mit indirektem Grundbesitz, da die Erträge auf Stufe Investor keiner Besteuerung unterliegen und die Gewinnsteuer auf Stufe der kollektiven Kapitalanlage im Bund sowie in vielen Kantonen zu einem tieferen Steuersatz als bei einer Kapitalgesellschaft erfolgt. Der steuerliche Vorteil der kollektiven Kapitalanlage mit direktem Grundbesitz ist insbesondere dann gegeben, wenn die Investoren ein hohes Einkommen haben und daher einem vergleichsweise hohen Grenzsteuersatz bei der Einkommenssteuer unterliegen und die Liegenschaften, in Kantonen liegen, welche kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz steuerlich privilegieren (z.B. BL, BS, GL, NE, NW, SH, SO, VD und ZH)<sup>79</sup>.

Die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG mit direktem Grundbesitz sind auf Bundesebene dem Tarif für übrige juristische Personen von 4.25% (Art. 49 Abs. 2 DBG) unterstellt, dies entspricht einer Reduktion von 50% gegenüber den Kapitalgesellschaften. Auf kantonaler Ebene sind sie aufgrund des Steuerharmonisierungsgesetzes StHG ebenfalls den übrigen Personen gleichgestellt, wobei die Kantone in der Anwendung der Tarife frei sind<sup>80</sup>. Der Kanton Zürich als Beispiel berechnet auf kantonaler Ebene für die

---

<sup>78</sup> BSK KAG (2009), S. 109, N 356 vor Art. 1

<sup>79</sup> BSK KAG (2009), S. 40, N 145a vor Art. 1

<sup>80</sup> BSK KAG (2009), S. 110, N 359 vor Art. 1

Kapitalgesellschaften einen Steuersatz von 8% und für die übrigen juristische Personen (Vereine, Stiftungen, Immobilienfonds<sup>81</sup>) einen reduzierten Steuersatz von 4%.

Die einzelnen Kantone lassen sich betreffend Besteuerung von kollektiven Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz in zwei Gruppen einteilen: Kantone, welche eine höhere Besteuerung vorsehen und Kantone, welche eine tiefere Besteuerung vorsehen. Bei jenen mit einer tieferen Besteuerung ist ein besonderes Augenmerk auf die Differenz zwischen den Besteuerungssätzen zu legen. Steuerlich attraktiv sind vor allem diejenigen Kantone mit einer grossen Differenz zwischen den beiden Besteuerungssätzen<sup>82</sup>.

Wenn die kollektive Kapitalanlage mit direktem Grundbesitz Liegenschaften in mehreren Kantonen hält, ist eine interkantonale Steuerauscheidung vorzunehmen. Die Besteuerung richtet sich nach dem Steuergesetz am Ort der gelegenen Sache und nicht nach dem Steuergesetz am Sitz der Gesellschaft. Gemäss der detaillierten Auflistung im Kreisschreiben Nr. 25 der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 05.03.2009 sind Erträge und Aufwendungen objektmässig zuzurechnen, wobei aber insbesondere die Passivzinsen entsprechend der Praxis im interkantonalen Steuerrecht proportional nach Lage der Aktiven verlegt werden<sup>83</sup>. Im Anhang 1 des Kreisschreiben Nr. 25 der ESTV findet sich ein Praxisbeispiel der Ermittlung der steuerbaren Werte einer kollektiven Kapitalanlage mit direktem Grundbesitz.

Aufgrund der Besteuerung auf Ebene der kollektiven Kapitalanlage wird die Progressionsstufe des Einkommens des Investors (natürliche Person) nicht betroffen.

#### **4.5 Besteuerung kollektive Kapitalanlagen mit indirektem Grundbesitz**

Eine kollektive Kapitalanlage gemäss KAG kann anstelle der Liegenschaften im Direktbesitz auch Anteile an Beteiligungsgesellschaften (Aktiengesellschaften, Anlagefonds usw.) halten. Auf Stufe der Beteiligungsgesellschaft werden die Erträge und das Vermögen gemäss einer Kapitalgesellschaft besteuert. Schüttet diese Gesellschaft Erträge

---

<sup>81</sup> Der Begriff Immobilienfonds hat hier eine andere Bedeutung als in Art. 58 KAG.

<sup>82</sup> Furrer / Kumsch / Wyss (2009), S. 229

<sup>83</sup> BSK KAG (2009), S. 112, N 365 vor Art. 1



an die Aktionäre (= kollektive Kapitalanlage) aus, so greift der Grundsatz der Steuertransparenz und die kollektive Kapitalanlage ist nicht Steuersubjekt und daher nicht steuerpflichtig. Die Einkommen werden direkt beim Anleger besteuert. Dies bedeutet, dass es wiederum eine Doppelbesteuerung gibt. Die Erträge und Vermögen werden auf Stufe der Beteiligungsgesellschaft besteuert und die bereits versteuerten Ausschüttungen werden ein zweites Mal direkt beim Anleger besteuert. Obwohl diese Besteuerung über mehrere Stufen aufgebaut werden kann, gilt sie als intransparente Besteuerung.

Der Grund, dass nach wie vor die meisten Immobilienfonds indirekten und nicht direkten Grundbesitz haben liegt darin, dass die Steuerbehörden die steuerneutrale Umwandlung von kollektiven Kapitalanlagen mit indirektem Grundbesitz in jene kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz verwehren<sup>84</sup>.

Selbstverständlich gibt es auch bei dieser Struktur noch Optimierungsmöglichkeiten wie z.B. die Darlehensvergabe vom Anlagegefäss an die Beteiligungsgesellschaften wobei dann der Darlehenszins steuerlich abzugsfähig ist und zu einer Reduktion der Gewinnsteuer auf Stufe der Beteiligungsgesellschaft führt. Diese Möglichkeiten werden in dieser Masterthesis nicht weiter untersucht, da vom Grundsatz ausgegangen wird, dass für kollektive Immobilien-Investments das direkte Halten von Immobilien insgesamt attraktiver ist.

#### **4.6 Weitere Steuern für kollektive Immobilien-Investments**

Neben den Ertrags- und Kapitalsteuern auf der Bundes-, Kantons- und Gemeindeebene fallen für alle kollektiven Immobilien-Investments während der Eigentumsphase noch weitere Steuern an.

---

<sup>84</sup> BSK KAG (2009), N 145a vor Art. 1 KAG

#### **4.6.1 Verrechnungssteuer**

Für die kollektiven Kapitalanlagen nach KAG sind Kapitalgewinne und Erträge aus direktem Grundbesitz für Verrechnungssteuerzwecke nicht steuerbar, sofern diese über einen gesonderten Coupon ausgerichtet werden.

Diese Regelung ist liquiditätsfreundlicher als bei der SICAF und der AG, welche auf den Ausschüttungen an die Aktionäre 35% Verrechnungssteuer an die ESTV abzurechnen haben. Die Rückforderung erfolgt durch die Aktionäre über den Wertschriftenantrag in der Steuererklärung.

#### **4.6.2 Stempelabgaben (Emissionsabgabe / Umsatzabgabe)**

Der vertragliche Anlagefonds, die SICAV und die KGK sind von der Emissionsabgabe und der Umsatzabgabe ausgenommen.

Die SICAF ist ebenfalls von der Umsatzabgabe ausgenommen, hingegen unterliegt sie wie die Kapitalgesellschaften der Emissionsabgabe bei Ausgaben von Aktien und SICAF-Anteilen in der Höhe von 1 Promille, wobei eine Freigrenze bei 1 Mio. CHF besteht.

#### **4.6.3 Grundstückgewinnsteuer**

Für die Berechnung der Grundstückgewinnsteuer gilt die Differenz (Kapitalgewinn) zwischen Erlös (Verkaufspreis) und Anlagewert (Kaufpreis). Die wertvermehrenden Aufwendungen und objektbezogenen Kosten (z.B. Maklergebühren) können angerechnet werden. Der Steuersatz ist abhängig von der Besitzesdauer und ist kantonal unterschiedlich.

Die Schweiz kennt zwei Systeme der Besteuerung von Grundstückgewinnen, entscheidend ist dabei der Standort der Liegenschaft. Im monistischen System unterliegen die Grundstückgewinne der Grundstückgewinnsteuer. Die Gewinne werden von der Einkommens- und Gewinnsteuer ausgenommen und separat in Rechnung gestellt. Anders

werden die Grundstücksgewinne in Kantonen erhoben, welche das dualistische System anwenden. Dabei wird unterschieden, ob sich die Liegenschaften im Privat- oder Geschäftsvermögen befindet. Für das Privatvermögen gelangt wiederum die Grundstücksgewinnsteuer zur Anwendung, befinden sich die Liegenschaften im Geschäftsvermögen dann werden die Kapitalgewinne mit der Gewinnsteuer erhoben<sup>85</sup>.

Für kurze Haltedauern wird in vielen Kantonen ein Spekulationszuschlag auf den Grundstücksgewinn berechnet, was die Steuerbelastung zusätzlich erhöht. Bei juristischen Personen gilt zu beachten, dass ein Wechsel der Mehrheitsbeteiligung (wirtschaftliche Handänderung) ebenfalls Grundstücksgewinnsteuern auslösen kann.

#### **4.6.4 Objektsteuern, Transaktionssteuern, Mehrwertsteuer**

Diese liegenschaftsbezogenen Steuern werden in dieser Masterthesis nicht weiter thematisiert, da bei allen Immobilien-Investments dieselben Erhebungsgrundlagen angewendet werden.

---

<sup>85</sup> BSK KAG (2009), S. 175, N 537 zu vor Art. 1

## **5 Vergleich Steuerattraktivität**

Die grosse Anzahl möglicher kollektiver Immobilien-Investments macht es für einen privaten Investor schwierig, eine für seine persönliche Situation richtige Anlagemöglichkeit ausfindig zu machen. Als bestimmende Faktoren gelten die Anlageziele sowie regulatorische, steuerliche und emotionale (kulturelle) Vorgaben. In Ergänzung zum Geschäftsmodell (Businessplan) und den rechtlichen Grundlagen ist es darum entscheidend, wie die kollektiven Immobilien-Investments steuerlich behandelt werden.

Mit einem rechnerischen Kosten- und Steuerbelastungs-Vergleich aller kollektiven Immobilien-Anlagemöglichkeiten soll aufgezeigt werden, welches Anlagegefäss für den Investorentyp vermögende Privatperson aus steuerlicher Sicht ökonomisch am sinnvollsten ist. Aufgrund der Steuervielfalt in der Schweiz kann dieser Vergleich nur mit einem klar begrenzten Musterportfolio und vereinfachten Annahmen bei den Erträgen und den Kosten hergeleitet werden.

### **5.1 Definition Musterportfolio**

Es handelt sich um ein Musterportfolio mit 10 Liegenschaften und einem Gesamtwert von 50 Mio. CHF. Die berücksichtigten Liegenschaften befinden sich im Kanton Zürich, in einem attraktiven Wohnquartier der Stadt Zürich. Die Berechnungen basieren alle auf einem Nettoertrag aus dem Immobilienportfolio von 5% Rendite (Nettorendite). Die Liegenschaften sind verfügbar (keine Such- und Transaktionskosten).

Alle kollektiven Immobilien-Investments und auch die Direktanlage verfolgen die identischen Renditeziele und Qualitätsansprüche.

Die Berechnungen gehen von der Annahme aus, dass eine Fremdkapitalfinanzierung in der Höhe von 50% besteht und der Zinssatz 3.5% pro Jahr beträgt.

## 5.2 Gefässkosten

Im ersten Schritt werden für alle kollektiven Immobilien-Investments sowie die Direktanlage die individuellen Kosten (Strategie-, Gründungs- und jährlich wiederkehrende Kosten) realitätsnah aufgearbeitet und vereinfacht dargestellt. Es wird untersucht, welche unterschiedlichen Kosten, die KAG-Unterstellung und die Börsenkotierung aufgrund der einzuhaltenden Vorschriften und Reportings auslösen.

Entscheidend ist, welche Kosten diese Anlagegefässe in der Praxis für sich beanspruchen. Der folgende Vergleich hat versucht, dieser Fragestellung gerecht zu werden und hat die Kosten nicht als Pauschale erfasst, sondern stufengerecht erhoben.

Die Darstellung der Gefässkosten und auch der anschliessende rechnerische Vergleich erfolgen in tabellarischer Form und werden in zwei Teile gegliedert. Teil 1 umfasst die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG und im Teil 2 sind die *anderen kollektiven Kapitalanlagen* sowie die Direktanlage dargestellt.

<b>Gefässkosten</b>	<b>Kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG</b>											
	vertraglicher Anlagefonds	in %	vertraglicher Anlagefonds kотиert	in %	SICAV	in %	SICAV kотиert	in %	KGK	in %	SICAF	in %
<b>1) Strategieabklärungen</b>	50 Mio.		50 Mio.		50 Mio.		50 Mio.		50 Mio.		50 Mio.	
Abklärungen bis zur Entscheidungsfindung	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06
<b>Zwischentotal</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>
<b>2) Gründungskosten (initial costs)</b>												
Gründung	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06
Mehrkosten FINMA-Genehmigung	60'000	0.12	60'000	0.12	60'000	0.12	60'000	0.12	60'000	0.12	60'000	0.12
Mehrkosten Kotierung Berner Börse			100'000	0.20			100'000	0.20				
<b>Zwischentotal</b>	<b>90'000</b>	<b>0.18</b>	<b>190'000</b>	<b>0.38</b>	<b>90'000</b>	<b>0.18</b>	<b>190'000</b>	<b>0.38</b>	<b>90'000</b>	<b>0.18</b>	<b>90'000</b>	<b>0.18</b>
<b>Total Strategie- und Gründungskosten</b>	<b>120'000</b>	<b>0.24</b>	<b>220'000</b>	<b>0.44</b>	<b>120'000</b>	<b>0.24</b>	<b>220'000</b>	<b>0.44</b>	<b>120'000</b>	<b>0.24</b>	<b>120'000</b>	<b>0.24</b>
<b>3) jährliche Kosten (running costs)</b>												
Gefaessmanagement	50'000	0.10	50'000	0.10	50'000	0.10	50'000	0.10	50'000	0.10	50'000	0.10
Asset Manager	200'000	0.40	200'000	0.40	200'000	0.40	200'000	0.40	200'000	0.40	200'000	0.40
Schätzungsexperten (10x8'000)	80'000	0.16	80'000	0.16	80'000	0.16	80'000	0.16	80'000	0.16	80'000	0.16
Rechnungswesen, Reporting, Revisionsstelle	70'000	0.14	120'000	0.24	70'000	0.14	120'000	0.24	70'000	0.14	70'000	0.14
Depotbank / Zahlstelle	20'000	0.04	20'000	0.04	20'000	0.04	20'000	0.04	20'000	0.04	20'000	0.04
FINMA jährliche Gebühren	8'000	0.02	8'000	0.02	8'000	0.02	8'000	0.02	8'000	0.02	8'000	0.02
Kotierung jährliche Gebühren			20'000	0.04			20'000	0.04				
<b>Zwischentotal</b>	<b>428'000</b>	<b>0.86</b>	<b>498'000</b>	<b>1.00</b>	<b>428'000</b>	<b>0.86</b>	<b>498'000</b>	<b>1.00</b>	<b>428'000</b>	<b>0.86</b>	<b>428'000</b>	<b>0.86</b>
<b>TOTAL</b>	<b>548'000</b>	<b>1.10</b>	<b>718'000</b>	<b>1.44</b>	<b>548'000</b>	<b>1.10</b>	<b>718'000</b>	<b>1.44</b>	<b>548'000</b>	<b>1.10</b>	<b>548'000</b>	<b>1.10</b>

Quelle: eigene Darstellung

### Tabelle 4: Gefässkosten Teil 1

Die verwendeten Begriffe Strategieabklärungen, Gründungskosten und jährliche Kosten werden im Anschluss an die Tabelle Gefässkosten Teil 2 erläutert.

<b>Gefässkosten</b>	andere kollektive Kapitalanlagen						Direktanlage			
	AG kотиert	in %	AG	in %	GmbH	in %	Direkt- anlage Portfolio	in %	Direkt- anlage Anleger	in %
<b>1) Strategieabklärungen</b>	50 Mio.		50 Mio.		50 Mio.		50 Mio.		5 Mio.	
Abklärungen bis zur Entscheidungsfindung	30'000	0.06	30'000	0.06	30'000	0.06	-	-	-	-
<b>Zwischentotal (in % vom Fondsvermögen)</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	-	-	-	-
<b>2) Gründungskosten (initial costs)</b>										
Gründung	30'000	0.06	30'000	0.06	20'000	0.04				
Mehrkosten FINMA-Genehmigung										
Mehrkosten Kotierung Berner Börse	100'000	0.20								
<b>Zwischentotal (in % vom Fondsvermögen)</b>	<b>130'000</b>	<b>0.26</b>	<b>30'000</b>	<b>0.06</b>	<b>20'000</b>	<b>0.04</b>	-	-	-	-
<b>Total Strategie- und Gründungskosten</b>	<b>160'000</b>	<b>0.32</b>	<b>60'000</b>	<b>0.12</b>	<b>50'000</b>	<b>0.10</b>	-	-	-	-
<b>3) jährliche Kosten (running costs)</b>										
Gefaessmanagement										
Asset Manager	200'000	0.40	200'000	0.40	200'000	0.40	200'000	0.40	20'000	0.40
Schätzungsexperten (10x8'000)	80'000	0.16	40'000	0.08	40'000	0.08	40'000	0.08	5'000	0.10
Rechnungswesen, Reporting, Revisionsstelle	120'000	0.24	30'000	0.06	20'000	0.04	20'000	0.04	5'000	0.10
Depotbank / Zahlstelle										
FINMA jährliche Gebühren										
Kotierung jährliche Gebühren	20'000	0.04								
<b>Zwischentotal (in % vom Fondsvermögen)</b>	<b>420'000</b>	<b>0.84</b>	<b>270'000</b>	<b>0.54</b>	<b>260'000</b>	<b>0.52</b>	<b>260'000</b>	<b>0.52</b>	<b>30'000</b>	<b>0.60</b>
<b>TOTAL</b>	<b>580'000</b>	<b>1.16</b>	<b>330'000</b>	<b>0.66</b>	<b>310'000</b>	<b>0.62</b>	<b>260'000</b>	<b>0.52</b>	<b>30'000</b>	<b>0.60</b>

Quelle: eigene Darstellung

**Tabelle 5: Gefässkosten Teil 2**

**Begriffserklärungen zu den Darstellungen Gefässkosten Teil 1 und 2**

*1) Strategieabklärungen*

Bevor überhaupt ein Immobilien-Investment eingegangen wird, ist es sinnvoll, erste Abklärungen bei Steuer-, Immobilien- und Unternehmensberatern betreffend der Strategiefindung und -ziele vorzunehmen. Bei der Direktanlage fallen diese Kosten nicht an, weil davon ausgegangen wird, dass die Direktanlage nicht als Strategie bestimmt wird.

*2) Gründungskosten (initial costs)*

Hier werden die Kosten aufgeteilt in Stufen, wobei die Gründungskosten (Statuten-erstellung, Beglaubigungen, Handelsregistereintragungen usw.) ausser bei der Direktanlage bei allen Gefässen anfallen. Damit die Genehmigung durch die FINMA erteilt wird, ist ein Marathon an Bewilligungs- und Genehmigungsverfahren zu durchlaufen. Diese Mehrkosten FINMA-Genehmigung fallen nur bei den kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG an. Die Mehrkosten Kotierung Berner Börse fallen nur bei den Anlagemöglichkeiten an, die an einer Börse kotiert werden können. In den Kostenannahmen wurde die Kotierung an der Berner Börse (nicht Schweizer Börse SIX) berücksichtigt.

Bei allen KAG-regulierten und börsenkotierten kollektiven Kapitalanlagen ist zu berücksichtigen, dass die Strategieabklärungs- und Gründungskosten aktiviert und abgeschrieben werden. Dies erfolgt meistens im ersten Jahr oder mit linearen Abschreibungen innerhalb von 5 Jahren. Die Gründungskosten können auch auf die Anleger – mit einer Eintrittsgebühr ins Gefäss - überwältigt und somit schlussendlich finanziert werden.

### *3) jährliche Kosten (running costs)*

Bei diesen Aufwendungen handelt es sich im Grundsatz um Kosten für die Administration, das Rechnungswesen, das Reporting sowie den Vertrieb. In der Praxis werden verschiedene Begriffe verwendet, z.B. Management Fee oder Verwaltungskommission. Diese jährlichen Kosten von Anlagegefässen können auch in Kennzahlen ausgedrückt werden. Die SFA, als Branchenorganisation, schreibt den Immobilienfonds gemäss Art. 58 KAG vor, die Total Expense Ratio TER<sup>86</sup> zu publizieren. Sämtliche Kosten müssen unabhängig davon im (Fonds-)Prospekt detailliert und verständlich umschrieben sein, damit der Investor die Folgen auf seine Rendite abschätzen kann.

Die entscheidenden Kosten fallen für das Gefässmanagement (Strategiefestlegung und -überwachung, Ausgabe und Rücknahme von Anteilen usw.) und das Asset Management (strategische Betreuung und Führung des Portfolios) an. Die Fremdverwaltung ist bei allen kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG vorgeschrieben.

Die Kosten für die Bereiche Schätzungen, Rechnungswesen, Reporting und Revision sind nicht für alle Anlagegefässe gesetzlich vorgeschrieben. Ausgehend von der Annahme, dass dieselben Renditeziele erreicht werden möchten, sind diese Kosten (Strukturen) trotzdem notwendig. Es ist davon auszugehen, dass diese optimiert werden und daher etwas tiefer als bei den KAG-regulierten oder börsenkotierten Anlagegefässen ausfallen. Diese Positionen sind in den Tabellen farblich markiert. Für die Verwaltung der Anteile fallen bei der Depotbank oder Zahlstelle ebenfalls Aufwendungen an. Weiter erheben die FINMA und die Berner Börse jährliche Gebühren.

---

<sup>86</sup> Die TER oder Gesamtkostenquote ist eine Kennzahl, die angibt, welche Betriebskosten bei im Verhältnis zum Anlagevermögen jährlich anfallen.

### 5.3 Rechnerischer Vergleich Steuerattraktivität

Die Ertragsannahmen (siehe Kapitel 5.1 Definition Musterportfolio) und die im Kapitel 5.2 ermittelten jährlichen Kosten bilden die Bemessungsgrundlage für den Vergleich der Steuerattraktivität.

Steuerattraktivität	Kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG					
	vertraglicher Anlagefonds	vertraglicher Anlagefonds kotiert	SICAV	SICAV kotiert	KGK	SICAF
	50 Mio.	50 Mio.	50 Mio.	50 Mio.	50 Mio.	50 Mio.
<b>1) Nettoerfolg Portfolio</b>	2'500'000	2'500'000	2'500'000	2'500'000	2'500'000	2'500'000
<b>2) Kosten Gefäss</b>	428'000	498'000	428'000	498'000	428'000	428'000
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	17.12	19.92	17.12	19.92	17.12	17.12
<b>3) Finanzierung Portfolio</b>	875'000	875'000	875'000	875'000	875'000	875'000
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
<b>4) Erfolg vor Steuern</b>	1'197'000	1'127'000	1'197'000	1'127'000	1'197'000	1'197'000
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	47.88	45.08	47.88	45.08	47.88	47.88
<b>5) Steuern Ebene GEFAESS</b>						
<b>Direkte Bundessteuern</b>	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	8.5
Einkommen	50'873	47'898	50'873	47'898	50'873	101'745
<b>Kanton</b>	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	8.00
Einkommen	47'880	45'080	47'880	45'080	47'880	95'760
in Promillen	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Vermögen	18'750	18'750	18'750	18'750	18'750	18'750
Zwischentotal einfache Steuer	66'630	63'830	66'630	63'830	66'630	114'510
multipliziert mit Steuerfuss Kt. ZH 100%	66'630	63'830	66'630	63'830	66'630	114'510
<b>Gemeinde</b>	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	8.00
Einkommen	47'880	45'080	47'880	45'080	47'880	95'760
in Promillen	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Vermögen	18'750	18'750	18'750	18'750	18'750	18'750
Zwischentotal einfache Steuer	66'630	63'830	66'630	63'830	66'630	114'510
in Prozenten	129.53	129.53	129.53	129.53	129.53	129.53
multipliziert mit Steuerfuss	86'306	82'679	86'306	82'679	86'306	148'325
<b>Total Kantons- und Gemeindesteuern</b>	152'936	146'509	152'936	146'509	152'936	262'835
<b>Total Steuern Ebene Gefäss</b>	203'808	194'406	203'808	194'406	203'808	364'580
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	8.15	7.78	8.15	7.78	8.15	14.58
<i>im Verhältnis zu 4) Erfolg vor Steuern</i>	17.03	17.25	17.03	17.25	17.03	30.46
<b>6) Erfolg nach Steuern I</b>	993'192	932'594	993'192	932'594	993'192	832'420
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	39.73	37.30	39.73	37.30	39.73	33.30
Ausschüttung an Anleger 90%	893'872	839'334	893'872	839'334	893'872	749'178
davon Ausschüttung pro Anleger 1/5	178'774	167'867	178'774	167'867	178'774	149'836
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	35.75	33.57	35.75	33.57	35.75	29.97
Eigenkapitalrendite pro Anleger	3.58	3.36	3.58	3.36	3.58	3.00
<b>7) Steuern Ebene INVESTOR</b>						
<b>Direkte Bundessteuern</b>						5.33
Einkommen						7'986
<b>Kanton</b>						7.84
Einkommen						11'747
in Promillen						2.282
Vermögen						11'410
Zwischentotal einfache Steuer						23'157
multipliziert mit Steuerfuss 100%						23'157
<b>Gemeinde</b>						7.84
Einkommen						11'747
in Promillen						2.282
Vermögen						11'410
Zwischentotal einfache Steuer						23'157
in Prozenten						119.00
multipliziert mit Steuerfuss						27'557
<b>Total Kantons- und Gemeindesteuern</b>						50'714
<b>8) Total Steuern Ebene Investor</b>	-	-	-	-	-	58'700
Steuerbelastung in % der Ausschüttung	-	-	-	-	-	39.18
<b>9) Erfolg nach Steuern II</b>	178'774	167'867	178'774	167'867	178'774	91'135
<b>10) Rendite auf investiertes Eigenkapital</b>	3.58	3.36	3.58	3.36	3.58	1.82
<b>11) Variante Dividentesteuerung</b>						120'485
Rendite auf investiertes Eigenkapital						2.41

Quelle: eigene Darstellung

**Tabelle 6: Vergleich Steuerattraktivität Teil 1**



<b>Steuerattraktivität</b>	andere kollektive Kapitalanlagen			Direktanlage	
	AG kотиert	AG	GmbH	Direkt- anlage Portfolio	Direkt- anlage Anleger
	50 Mio.	50 Mio.	50 Mio.	50 Mio.	5 Mio.
<b>1) Nettoerfolg Portfolio</b>	2'500'000	2'500'000	2'500'000	2'500'000	250'000
<b>2) Kosten Gefäss</b>	420'000	270'000	260'000	260'000	30'000
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	16.80	10.80	10.40	10.40	12.00
<b>3) Finanzierung Portfolio</b>	875'000	875'000	875'000	875'000	
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	35.00	35.00	35.00	35.00	
<b>4) Erfolg vor Steuern</b>	1'205'000	1'355'000	1'365'000	1'365'000	220'000
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	48.20	54.20	54.60	54.60	88.00
<b>5) Steuern Ebene GEFAESS</b>					
<b>Direkte Bundessteuern</b>	8.5	8.5	8.5		
Einkommen	102'425	115'175	116'025		
<b>Kanton</b>	8.00	8.00	8.00		
Einkommen	96'400	108'400	109'200		
in Promillen	0.75	0.75	0.75		
Vermögen	18'750	18'750	18'750		
Zwischentotal einfache Steuer	115'150	127'150	127'950		
multipliziert mit Steuerfuss Kt. ZH 100%	115'150	127'150	127'950		
<b>Gemeinde</b>	8.00	8.00	8.00		
Einkommen	96'400	108'400	109'200		
in Promillen	0.75	0.75	0.75		
Vermögen	18'750	18'750	18'750		
Zwischentotal einfache Steuer	115'150	127'150	127'950		
in Prozenten	129.53	129.53	129.53		
multipliziert mit Steuerfuss	149'154	164'697	165'734		
Total Kantons- und Gemeindesteuern	264'304	291'847	293'684		
<b>Total Steuern Ebene Gefäss</b>	366'729	407'022	409'709		
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	14.67	16.28	16.39		
<i>im Verhältnis zu 4) Erfolg vor Steuern</i>	30.43	30.04	30.02		
<b>6) Erfolg nach Steuern I</b>	838'271	947'978	955'291		
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	33.53	37.92	38.21		
Ausschüttung an Anleger 90%	754'444	853'180	859'762		
davon Ausschüttung pro Anleger 1/5	150'889	170'636	171'952		
<i>im Verhältnis zum Nettoerfolg Portfolio</i>	30.18	34.13	34.39		
Eigenkapitalrendite pro Anleger	3.02	3.41	3.44		
<b>7) Steuern Ebene INVESTOR</b>					
<b>Direkte Bundessteuern</b>	5.37	6.1	6.15	11.5	7.69
Einkommen	8'103	10'409	10'575	156'975	16'918
<b>Kanton</b>	7.86	8.23	8.25	12.35	9.06
Einkommen	11'861	14'035	14'179	168'618	19'928
in Promillen	2.282	2.282	2.282	2.856	2.282
Vermögen	11'410	11'410	11'410	71'400	11'410
Zwischentotal einfache Steuer	23'271	25'445	25'589	240'018	31'338
multipliziert mit Steuerfuss 100%	23'271	25'445	25'589	240'018	31'338
<b>Gemeinde</b>	7.86	8.23	8.25	12.35	9.06
Einkommen	11'861	14'035	14'179	168'618	19'928
in Promillen	2.282	2.282	2.282	2.856	2.282
Vermögen	11'410	11'410	11'410	71'400	11'410
Zwischentotal einfache Steuer	23'271	25'445	25'589	240'018	31'338
in Prozenten	119.00	119.00	119.00	119.00	119.00
multipliziert mit Steuerfuss	27'693	30'279	30'451	285'622	37'292
Total Kantons- und Gemeindesteuern	50'964	55'724	56'040	525'640	68'629
<b>8) Total Steuern Ebene Investor</b>	59'067	66'133	66'615	682'615	85'547
Steuerbelastung in % der Ausschüttung	39.15	38.76	38.74	50.01	38.89
<b>9) Erfolg nach Steuern II</b>	91'822	104'503	105'337	682'385	134'453
<b>10) Rendite auf investiertes Eigenkapital</b>	1.84	2.09	2.11	2.73	2.69
<b>11) Variante Dividendebesteuerung</b>	121'355	137'570	138'645		
Rendite auf investiertes Eigenkapital	2.43	2.75	2.77		

Quelle: eigene Darstellung

**Tabelle 7: Vergleich Steuerattraktivität Teil 2**

**Begriffserklärungen zum Vergleich Steuerattraktivität:**

- 1) 5% Nettoendite auf Anlagevolumen von 50 Mio. CHF
- 2) Gefässkosten siehe unter Kapitel 5.2 erläutert. Es werden nur die jährlichen Kosten (running costs) berücksichtigt, weil davon ausgegangen wird, dass die Strategieabklärungs- und Gründungskosten an die Anleger überwältzt werden.
- 3) 50% Fremdkapital von 50 Mio. CHF = 25 Mio. zu 3.5% verzinst
- 4) Der Erfolg vor Steuern, ist die Basis für die Steuerberechnung. Grundsätzlich können bei juristischen Personen die Steuern vom Erfolg vor Steuern in Abzug gebracht werden. Aus Vereinfachungsgründen wurden die Steuern in dieser Masterthesis auf der Basis ohne Berücksichtigung der bezahlten Steuerrechnung berechnet.
- 5) Ausgehend von 4) erfolgt die Steuerberechnung für das Portfolio. Die verwendeten Steuersätze für die direkte Bundessteuer und die Staats- und Gemeindesteuern sind in der Darstellung ersichtlich. Die gesamte Steuerbelastung wird ins Verhältnis zum Erfolg vor Steuern 4) gesetzt, damit die Steuerbelastung in Prozent ersichtlich wird.
- 6) Vom Erfolg vor Steuern 4) wird noch die in 5) berechnete Steuer abgezogen und ergibt den Erfolg nach Steuern I. Dieser Erfolg wird zu 90% an die Anleger ausgeschüttet. Weil es für kollektive Immobilien-Investments grundsätzlich mindestens 5 Anleger benötigt, wird die Ausschüttung auf den einzelnen Anleger berechnet (1 Fünftel der 90% Ausschüttung).
- 7) Nun erfolgt sinngemäss zu 5) auch noch die Steuerberechnung auf Stufe des Investors für die ausgeschütteten Erträge.
- 8) Ebenfalls sinngemäss zu 6) wird die Steuerbelastung ins Verhältnis der Ausschüttung gesetzt und in Prozent dargestellt.
- 9) Von der Position Ausschüttung an Anleger siehe 6) wird die Steuerbelastung beim Investor 8) in Abzug gebracht und ergibt den Erfolg nach Steuern II.
- 10) Der Erfolg nach Steuern II gemäss 9) wird ins Verhältnis zum eingesetzten Kapital gesetzt und als Eigenkapitalrendite formuliert.
- 11) Für Anlagegefässe, welche einer Doppelbesteuerung unterliegen, wird noch der Effekt der Dividendenteilbesteuerung von 50% berücksichtigt und als Variante zu Position 9) und 10) berechnet.

Die entscheidenden Kennzahlen sind die Positionen 9) und 10), welche den Erfolg nach aller Steuern beim Investor darstellen und diesen ins Verhältnis des investierten Kapitals setzen. Der Erfolg nach Steuern II ist der entscheidende Nettoertrag, über den der Investor verfügen kann. Position 9) und 10) sind in der Tabelle farblich markiert.

Die Erkenntnisse aus diesen Berechnungen sind, dass die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG aufgrund der Steuerprivilegierung die besten Resultate erzielen und all jene Gefässe, bei denen beim Investor eine Doppelbesteuerung anfällt im Vergleich dazu weniger attraktiv erscheinen. Die Variante der Dividendenteilbesteuerung mildert zwar die Steuerbelastung, liegt aber unter den besten Resultaten.

Auch die Direktanlage kann nicht mit den kollektiven Kapitalanlagen nach KAG mithalten, obwohl die jährlich wiederkehrenden Kosten um einiges tiefer ausfallen. Die bei der Steuerberechnung von natürlichen Personen anfallende Progression, reduziert den Erfolg vor Steuern beträchtlich.

#### 5.4 Rechnungsvarianten

	Anlagevolumen	Fremdkapital (Leverage)	Kapitaleinsatz pro Anleger
<b>Basis- variante (Variante 1)</b>	50 Mio. 10 Liegenschaften mit einer Objektgrösse von 5 Mio.	50% (25 Mio.)	5 Mio. Annahme 5 Anleger
<b>Variante 2</b>	50 Mio. 10 Liegenschaften mit einer Objektgrösse von 5 Mio.	0%	5 Mio. Annahme 10 Anleger
<b>Variante 3</b>	250 Mio. 10 Liegenschaften mit einer Objektgrösse von 25 Mio.	50% (125 Mio.)	25 Mio. Annahme 5 Anleger
<b>Variante 4</b>	250 Mio. 10 Liegenschaften mit einer Objektgrösse von 25 Mio.	0%	25 Mio. Annahme 10 Anleger

Quelle: eigene Darstellung

**Tabelle 8: Übersicht Rechnungsvarianten**

Um die Vorteile von Leverage und Anlagevolumen zu untersuchen, wurden zur Basisvariante noch drei weitere Varianten gerechnet, welche sich einzig bezüglich Fremdkapitalfinanzierung und Anlagevolumen unterscheiden.

Die Berechnungen zeigen auf, dass bei der Wahl der Immobilien-Anlagemöglichkeit auch der Leverage-Effekt eine entscheidende Rolle spielt. Unter der Voraussetzung, dass die Gesamtkapitalrendite grösser als der Fremdkapitalzinssatz ist und letzterer als konstant unterstellt werden kann, steigt die Eigenkapitalrendite mit zunehmender Verschuldung<sup>87</sup>. Die offenen kollektiven Kapitalanlagen, der vertragliche Anlagefonds und die SICAV, dürfen gemäss den Anlagevorschriften über die Immobilienfonds nur einen Fremdkapitalanteil von 50% aufnehmen. In diesem Bereich ist die KGK, SICAF, AG, GmbH und Direktanlage flexibler, was dazu führt, dass die höhere Steuerbelastung eventuell durch einen sinnvollen Fremdkapitaleinsatz gemildert werden kann.

Mit steigendem Anlagevolumen verteilen sich die Kosten sinnvoller und die Belastung auf den einzelnen Anleger fällt geringer aus. Die börsenkotierten Anlagemöglichkeiten unter KAG (vertraglicher Anlagefonds, SICAV) eignen sich für grössere Anlagevolumen und Investoren, welche an Transparenz und Publizität interessiert sind und auch die damit verbundenen hohen Kosten in ihrem Businessplan berechnet haben. Diese Gefässe richten sich immer an ein breites Publikum.

## **5.5 Ergebnisse Vergleich Steuerattraktivität**

Ein Immobilien-Investments soll nie ausschliesslich von der Steueroptik geleitet sein. Trotzdem lassen sich mit der Wahl einer steuerprivilegierten Anlagemöglichkeit weitere unnötige Steuerbelastungen vermeiden.

Der Vergleich der Steuerattraktivität zeigt auf, dass mit der Wahl der steuerlich attraktiveren Anlageform, bei identischen Voraussetzungen und Anlagezielen, eine Wertschöpfung erzielt werden kann. Es ist heute unter konsequenter Ausnutzung der steuer-

---

<sup>87</sup> V. Kalckstein (1997), S. 46

rechtlichen Rahmenbedingungen attraktiv, Liegenschaften indirekt zu halten und nicht im Privatvermögen.

Die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG, mit Ausnahme der SICAF, welche Immobilien mit direktem Grundbesitz halten, sind für vermögende Privatpersonen aus steuerlicher Sicht äusserst interessant. Erstens erfolgt auf Bundesebene die Besteuerung auf Ebene des Gefässes zu einem tieferen privilegierten Steuersatz (Kategorie übrige juristische Personen wie Vereine, Stiftungen) und zweitens entfällt die Besteuerung des Einkommens auf Ebene des Investors. Die Kantone sind in der Steuerprivilegierung für kollektive Kapitalanlagen nach KAG grundsätzlich frei. Einige Kantone haben aus Wettbewerbsgründen aber bereits auf Kantons- und Gemeindesteuern attraktive Steuersätze analog der direkten Bundessteuern eingeführt, zum Beispiel der Kanton Zürich, welcher für kollektive Kapitalanlagen einen Steuersatz von 4% anstelle 8% anwendet. Einige kantonale Steuergesetze, welche Änderungen vorsehen, sind noch in Vernehmlassung.

SICAF, AG und GmbH werden auf Portfolioebene für die Gewinne und das Kapital besteuert. Erfolgen Ausschüttungen an den Anleger, werden diese bereits versteuerten Einkünfte, auf Ebene des Investors noch einmal besteuert. Trotz der aktuellen Optimierungsvariante der Dividendenteilbesteuerung (Milderung der Doppelbesteuerung) sind diese Gefässe aus steuerlicher Sicht nicht attraktiv, da durch die Doppelbesteuerung ein markanter Teil der Rendite an das Steueramt abgeliefert werden muss.

Bei der AG, darf nicht vergessen werden, dass mit Holdingstrukturen ebenfalls interessante Steuervorteile genutzt werden können. Die Masterthesis geht auf diese Themen aber nicht weiter ein und berücksichtigt für den Vergleich der Steuerattraktivität eine AG ohne Holdingstruktur. Die Steuerrechnungen können vom steuerbaren Einkommen in Abzug gebracht werden und reduzieren so die Steuerbelastung. Auch Verlustverrechnungen zwischen Geschäftsjahren sind möglich.

Weiterer Optimierungsbedarf besteht beim Entscheid, welche Beträge an die Anleger ausgeschüttet werden. Dieser Entscheid fällt die Generalversammlung. Mit Teilausschüttungen kann die Steuerbelastung beim Investor minimiert und herausgezögert aber

nicht vermieden werden. Im rechnerischen Vergleich wird davon ausgegangen, dass dem Investor das Maximum an Erträgen (90%) ausgeschüttet wird, um diese wiederum gewinnbringend anzulegen.

Im Vergleich zu den kollektiven Immobilien-Investments erfährt die Direktanlage die schlechteste steuerliche Behandlung. Die Steuerprogression im Bereich natürlicher Personen lässt eine Gesamtsteuerbelastung zwischen 35 und 50% entstehen. Entscheidet sich ein Investor aus Strategiegründen für eine buy-and-sell-Strategie, besteht das Risiko als gewerbsmässiger Liegenschaftenhändler eingestuft zu werden. Dasselbe könnte auch bei einem regen Handel mit Anteilen, respektive Anteilen von kollektiven Immobilien-Investments passieren. Das Risiko, als gewerbsmässiger Wertschriftenhändler eingestuft zu werden, ist aber sehr klein.

Werden Liegenschaften im Direktbesitz von natürlichen Personen gehalten, ist es möglich, bei Null-Investitionen auch Pauschalabzüge bei der Berechnung der Steuerbelastung vorzunehmen, da ein definierter Prozentsatz zum Abzug zugelassen wird. Es macht daher Sinn, Unterhaltsarbeiten in einem Jahr zusammenzufassen und in den folgenden Jahren die Pauschale geltend zu machen.

## 6 Experteninterviews

Vermögende Privatpersonen werden im angelsächsischen Raum und vermehrt auch in der Schweiz *High Net Worth Individuals (HNWI)* genannt. Die privaten Investoren verwalten ihre Vermögen mit Hilfe von Anlageberatern selbst oder entscheiden sich bei grösseren Anlagevolumen für einen Vermögensverwaltungsvertrag.

Bisher hat einzig das KAG eine quantitative Schwelle für den Begriff vermögende Privatpersonen (mindestens 2 Mio. CHF) definiert (Art. 10 KAG und Art. 6 KKV). In der Praxis wird der Begriff vermögende Privatperson bei Banken und Vermögensverwaltern sehr unterschiedlich behandelt und abgegrenzt.

In Ergänzung zur Literaturlaufarbeitung und zum rechnerischen Vergleich wird in diesem Kapitel die Absicht verfolgt, den Investor vermögende Privatperson sichtbar zu machen und die aktuelle Nachfragesituation nach den kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG zu untersuchen.

Im Sinne einer explorativen Untersuchung<sup>88</sup> wurden 20 Gespräche in Form von Experteninterviews durchgeführt. Im Vergleich zu einem Fragebogen können Interviews schlechter standardisiert werden. Dies war jedoch beim Thema dieser Masterthesis gewünscht, um an die individuellen Hintergrundinformationen zu gelangen.

Es werden Experteninterviews mit Personen aus den folgenden Bereichen geführt:

- Investoren
- Vermögensberater
- juristische Berater
- Immobilienberater
- Steuerberater
- Makler
- Projektentwickler
- Branchenorganisationen

---

<sup>88</sup> Die Befragung erfolgte nach dem Prinzip der explorativen Stichprobe nach Typen

## 6.1 Experteninterviews – Teil 1 / vermögende Privatpersonen

Im Rahmen des Anlagevermögens halten die vermögenden Privatpersonen auch einen Anteil an Immobilien. Leider existieren keine Auswertungen darüber, in welcher Art und Weise die vermögenden Privatpersonen in Immobilien investiert sind. Einzig über die Besitzesverhältnisse lässt sich ein Rückschluss ableiten.

Die im Rahmen der Volkszählung 2000 vom Bundesamt für Statistik durchgeführte Statistik unterscheidet die Besitzesverhältnisse von Gebäude und Wohnungen nach Eigentübertypen. Die Statistik zeigt auf, dass über 88% der Gebäude von Privatpersonen direkt gehalten werden<sup>89</sup>.

Interessant ist aber die Auswertung der Anzahl Wohnungen nach Eigentübertyp und Gebäudeart, weil vermutet werden kann, dass die hohe Zahl von 88% einzig auf die Einfamilienhäuser zurückzuführen ist. Doch die Auswertung zeigt auf, dass sich 23.5% der Wohnungen in Einfamilienhäusern befinden. Nur gerade 7% entfallen auf Zweifamilienhäuser und knapp 50% befinden sich in Mehrfamilienhäusern. Die restlichen Wohnungen wurden in sonstigen Gebäuden oder gemischten Gebäuden gezählt<sup>90</sup>.

Gebäude und Wohnungen nach Eigentübertyp und Gebäudeart	In 1FH	In 2FH	In MFH	In gemischten Gebäuden	In sonstigen Gebäuden	TOTAL
<i>Privatpersonen</i>	22.8	6.7	28.5	12.1	2.3	72.3
Bau- oder Immobiliengesellschaft	0.1	-	2.5	0.9	0.2	3.7
Wohnbaugenossenschaft (Mitglieder)	0.2	-	3.1	0.3	0.1	3.8
Andere Wohnbaugenossenschaft	-	-	1.1	0.1	0.0	1.3
Versicherung	-	-	2.3	1.2	0.1	3.5
Immobilienfonds	-	-	1.0	0.7	0.0	1.7
Personalvorsorgeeinrichtung	-	-	4.0	1.2	0.1	5.4
Andere Stiftung	-	-	0.9	0.3	0.1	1.3
Verein	-	-	0.2	0.1	0.1	0.4
Gemeinde, Kanton, Bund	0.2	0.1	1.0	0.6	0.5	2.4
Andere	0.2	0.1	2.4	1.1	0.6	4.3
<b>Total</b>	<b>23.5</b>	<b>7.0</b>	<b>46.9</b>	<b>18.6</b>	<b>3.9</b>	<b>100.0</b>

Quelle: Eidgenössische Volkszählung, BFS, 2000, eigene Darstellung

**Tabelle 9: Bewohnte Wohnungen nach Eigentübertyp und Gebäudeart**

<sup>89</sup> BWO Band 75 (2005), S. 9

<sup>90</sup> BWO Band 76 (2005), S. 17



Laut dieser Statistik werden also knapp 30% aller Wohnungen in Mehrfamilienhäusern von Privaten im Direktbesitz gehalten. Zählt man auch noch die Kategorie „in gemischten Gebäuden“ und „in sonstigen Gebäuden“ dazu, erhöht sich der Anteil auf mehr als 40%. Als Fazit aus dieser Statistik kann festgehalten werden, dass die Privatpersonen einen nicht zu unterschätzender Anteil am Gebäudebestand der Schweiz besitzen, insbesondere im Bereich der Mehrfamilienhäuser.

Die Interviews, in unterschiedlicher Länge und Tiefe, haben aufgezeigt, dass die vermögende Privatperson in jeder Branche und aus jeder Sichtweise der Branche anders interpretiert wird. Die Ergebnisse aus den Interviews lassen keine einheitliche Beschreibung der vermögenden Privatperson oder das Ableiten eines typischen Anlageverhaltens zu. Bei einzelnen sind Immobilien Teil der Vermögensanlage und die Immobilienquote beträgt zwischen 15 und 25%, ähnlich wie bei einem institutionellen Investor. Bei anderen beträgt die Immobilienquote mehr als 80%, falls die selbstgenutzten, luxuriösen Gebäude (Einfamilienhaus, Ferienwohnung) berücksichtigt werden.

Die Herkunft, Zielvorstellungen und Verhaltensweisen der einzelnen vermögenden Privatpersonen sind sehr unterschiedlich. Die wichtigsten Investitionskriterien können aufgezählt und unterschieden werden:

<b>Anlageziele</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Vermögensaufbau (Rendite)</li> <li>▶ Vermögenserhalt (Sicherheit)</li> <li>▶ Vermögensverzehr (Liquidität)</li> <li>▶ Altersvorsorge</li> <li>▶ Engagements in soziale, nachhaltige Projekte</li> </ul>
<b>Anlagehorizont</b>	▶ Kurz- bis langfristig
<b>Gebäudetypen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Wohnliegenschaften</li> <li>▶ Geschäftliegenschaften</li> <li>▶ Hotels, Restaurant</li> <li>▶ Ferienresidenzen</li> <li>▶ Liebhaberobjekte</li> </ul>
<b>Gebäudealter</b>	▶ Neubauten

	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Bestandesliegenschaften (gut erhalten)</li> <li>▶ Bestandesliegenschaften (sanierungsbedürftig)</li> <li>▶ Bauland, Abbruchliegenschaften</li> </ul>
<b>Fremdfinanzierung</b>	▶ 0 bis 80%
<b>Renditeziele</b>	▶ von Kostendeckung bis maximale Rendite

Quelle: aus Interviews, eigene Darstellung

**Tabelle 10: Übersicht Investitionskriterien**

Einige Investitionskriterien aus Tabelle 10 wurden in den Interviews immer kombiniert genannt, weshalb ein Versuch unternommen wird, Investorentypen im Bereich vermögende Privatpersonen abzuleiten.

***Substanzerhaltender Immobilien-Investor***

- ❖ ist an Vermögenserhaltung interessiert, investiert in Wohnliegenschaften
- ❖ keine Fremdfinanzierung
- ❖ regelmässiger Unterhalt / Erneuerung wird höher gewichtet als Ertragserhöhungen

***Renditeorientierter Immobilien-Investor***

- ❖ ist an Vermögensaufbau interessiert, investiert in Wohn- / Geschäftliegenschaften
- ❖ tiefe bis mittlere Fremdfinanzierung
- ❖ lässt sich von Profis im Bereich Sanierungen beraten und unterstützen

***Vermögensverwalter im Kleinformat***

- ❖ kennt sich in allen Bereichen des Finanz- und Immobilienmanagements aus
- ❖ beauftragt gezielt Profis um seine Zielrendite zu erreichen
- ❖ investiert diversifiziert, auch in kalkulierbare Risikoobjekte
- ❖ ist gut vernetzt zu anderen vermögenden Privatpersonen

***Ertrags-Geniesser***

- ❖ Immobilien mussten nicht käuflich erworben werden, sind aus Erbmasse
- ❖ ist ausschliesslich am Kapitalverzehr und an temporärer Eigennutzung interessiert
- ❖ Immobilien werden zu Prestige-Zwecken gehalten, Rendite ist zweitrangig

### ***Wohltäter-Investor***

- ❖ investiert in Anlageobjekte, die für ihn ein sinnvolles Engagement darstellen (Liebhaberobjekte, soziale und ökologische Themen)
- ❖ akzeptiert Minimalrendite, Zweck steht über Rendite
- ❖ optimiert seine Rendite gezielt durch Beiträge von Organisationen (Denkmalpflege, erneuerbare Energien, Fremdfinanzierung)

Es kann in diesem Teilbereich kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben werden, weil das Thema in der zur Verfügung stehenden Zeit nur stichprobenartig und nicht umfassend untersucht werden konnte. Die aus den Interviews gewonnenen Erkenntnisse wurden versucht logisch abzuleiten und zu gliedern.

Auffallend ist, dass kein Investorentyp „Projektentwickler“ abgeleitet werden kann. Es scheint, dass die vermögenden Privatpersonen nur für die Selbstzwecke (Eigentumswohnung, Einfamilienhaus) an Bauland und Projektentwicklungen interessiert sind aber grundsätzlich in keine riskanten Immobilien-Investments investieren möchten. Auch Gebäudetypen in den Sektoren Industrie, Büro und Retail werden von den vermögenden Privatinvestoren beschränkt nachgefragt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die vermögenden Privatpersonen einen nicht zu unterschätzenden Anteil am Immobilienbestand im Direktbesitz halten. Sie tätigen mit unterschiedlichen Motiven und Anlagezielen ihre Immobilien-Investments. Ein einheitliches Bild oder Teilstrategien können nicht abgeleitet werden, aber es lassen sich verschiedene Investorentypen ableiten. Schlussendlich ist es immer eine Kombination aus persönlicher Erfahrung, Empfehlungen und Trends, welche das Anlageverhalten der vermögenden Privatpersonen im Bereich Immobilien-Investments bestimmen.

Das Anlageverhalten der vermögenden Privatpersonen im Bereich kollektive Immobilien-Investments ist in der Schweiz noch nicht umfassend erforscht. Es war schwierig, über die gewählte Methode der Experteninterviews die Verhaltensweisen von vermögenden Privatpersonen zu untersuchen, es besteht noch Forschungsbedarf.

## 6.2 Experteninterviews – Teil 2 / Attraktivität der KAG-Rechtsformen

Im zweiten Teil der Experteninterviews wurde untersucht, ob die neuen KAG-Rechtsformen (im Besonderen die SICAV mit direktem Immobilienbesitz) zweieinhalb Jahre nach Inkrafttreten des KAG aktiv von den privaten Investoren wahrgenommen und nachgefragt werden. In diesem Teil wird nicht nur die steuerliche Attraktivität berücksichtigt, sondern ganz grundsätzlich die Attraktivität der kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG untersucht.

Es besteht eine anhaltende, generelle Nachfrage nach kollektiven Immobilien-Investments. Aus den Interviews kann abgeleitet werden, dass die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG (vor allem die zwei neuen Rechtsformen SICAV und KGK) ein Thema sind und alle mit diesem Thema konfrontierten Bereiche rund um die Immobilienwirtschaft allfällige Neugründungen oder Bestrebungen in diese Richtung genau beobachten.

Für viele der Investoren sind aber die finanziellen Aufwendungen bis zu einer Genehmigung durch die FINMA und das dabei geforderte persönliche Engagement ein Grund, mit der Lancierung dieser Anlageformen heute noch zuzuwarten.

Branchenverbände und Anbieter von Immobilien-, Steuer- und Rechtsberatungsdienstleistungen nehmen sich vermehrt diesem Thema an, bereiten es intern auf und versuchen durch klientenbezogene Anfragen bei der FINMA Rechtsunsicherheiten bestmöglich zu klären. Gelingt dies erfolgreich, werden diese Rechtsformen zielstrebig weiterverfolgt.

Eine andere Gruppe ist sich der Möglichkeiten wohl bewusst, orientiert sich aber aus Kosten-, Zeit- und Mitbestimmungsgründen nach wie vor auf die bekannten kollektiven Immobilien-Investments wie die AG. Soll diese börsenkotiert sein, wird aus Kostengründen anstelle der Schweizer Börse auf die Nebenbörse, Berner Börse, ausgewichen.

## **7 Schlusswort**

### **7.1 Zusammenfassung**

Beim Halten von Liegenschaften als Direktanlage können Klumpen- und Standortrisiken entstehen, die über ein gepooltes, sogenanntes kollektives Immobilien-Investment optimiert werden. Für die Attraktivität dieser kollektiven Immobilien-Investments ist entscheidend, dass es dem professionellen Management gelingt, höhere nachhaltige Erträge und Wertsteigerungen als bei der Direktanlage zu erzielen.

Im Vergleich zur Direktanlage haben alle kollektiven Immobilien-Investments einen wesentlichen Vorteil. Anstelle der Liegenschaften werden die betroffenen Anteile gehandelt und übertragen. Bei einer Erbteilung oder Nachfolgeregelung besteht daher kein Risiko, dass Liegenschaften aus Teilungsgründen verkauft werden müssen und damit erhebliche Steuerfolgen in den Bereichen Einkommens- und Grundstückgewinnsteuer auslösen.

Die kollektiven Immobilien-Investments können grundsätzlich in zwei Kategorien eingeteilt werden: a) die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG und b) andere kollektive Immobilien-Investments. Das KAG wurde am 01.01.2007 in Kraft gesetzt und bezweckt den Schutz der Anleger sowie die Transparenz und Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen. Das Gesetz unterscheidet neu zwischen qualifizierten Anlegern und Publikumsanlegern, um einen differenzierten Anlegerschutz zu gewähren. Zu den qualifizierten Anlegern gehören die institutionellen Anleger sowie neu auch die vermögenden Privatpersonen, welche ein Finanzvermögen von über 2 Mio. CHF halten oder einen Vermögensverwaltungsvertrag mit einem unabhängigen Vermögensverwalter abgeschlossen haben. Die dem KAG unterstellten kollektiven Kapitalanlagen werden von der eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA überwacht und unterliegen Bewilligungs- und Genehmigungspflichten.

Im KAG werden neu vier Rechtsformen geregelt, welche für Immobilien-Investments geeignet sind und das Angebot an kollektiven Immobilien-Investment interessant ergänzen: der vertragliche Anlagefonds, die SICAV, die KGK und die SICAF.

Der vertragliche Anlagefonds besitzt keine eigene Rechtspersönlichkeit, weil das Anlagevermögen sich im Eigentum der Fondsleitung befindet und die Anleger ein obligatorisches Recht, auf Beteiligung am Vermögen und Ertrag haben. Es besteht ein Anspruch auf Rückgabe der Anteile zum Nettoinventarwert. Die Fondsleitung kann auch noch weitere Tätigkeiten (z.B. Anlageberatung) ausführen. Seit Einführung des KAG verzeichnete der vertragliche Anlagefonds, welcher bereits unter dem AFG geregelt war, die höchste Anzahl an Lancierungen. Die Ausstiegs- und Rückgabemöglichkeit wird von den Investoren sehr geschätzt.

Die SICAV, als eine der Innovationen des KAG, hat den ausschliesslichen Zweck der kollektiven Kapitalanlage und darf daher keine Fremdaktivitäten (z.B. Führen einer Generalunternehmung) übernehmen. Dies verhindert eine Quersubventionierung und garantiert einen klaren Fokus auf den Zweck der kollektiven Kapitalanlage. Die SICAV besitzt eine eigene Rechtspersönlichkeit, und zeichnet sich dadurch aus, dass ihr Kapital variabel ist. Darunter versteht man, dass das Kapital nicht zum voraus bestimmt ist und Ausgaben und Rücknahmen jederzeit möglich sind. Die SICAV unterscheidet zwischen Unternehmer- und Anlegeraktien. Die Unternehmeraktien werden von den Initiatoren gehalten und haben das Recht, die SICAV aufzulösen. Die Anlegeraktionäre sind klassische Finanzanleger, haben aber im Vergleich zum Anlagefonds mehr Mitspracherechte, da an der jährlich abzuhaltenden Generalversammlung jede Aktie eine Stimme besitzt.

Der vertragliche Anlagefonds und die SICAV gehören zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen und werden, wenn sie ihre Mittel in Liegenschaften investieren, zur Fondsart Immobilienfonds gezählt. Für Immobilienfonds gelten unter dem KAG Anlagevorschriften: Immobilienfonds müssen ein Jahr nach Lancierung ein Mindestvermögen von 5 Mio. CHF aufweisen, die Immobilien-Investments sind auf 10 Liegenschaften zu verteilen, wovon eines nicht mehr als 25% ausmachen darf und die Immobilien dürfen mit maximal 50% belehnt sein. Die unabhängigen Schätzer begleiten den

Immobilienanlageprozess während der Haltedauer mit regelmässigen Vor-Ort-Schätzungen und jährlichen Aktualisierungen.

Die KGK ist eine geschlossene kollektive Kapitalgesellschaft und tätigt Anlagen in Risikokapital, sie lehnt sich stark an die angelsächsische Limited Partnership an. Die Gesellschaft besteht aus einem Komplementär und mindestens 5 Kommanditären. Der Komplementär haftet unbeschränkt, deshalb wird für Komplementäre die Rechtsform einer AG verlangt. Die Kommanditäre haften für die einbezahlte Kommanditsumme, ihre Mitwirkungsrechte und Vermögensrechte werden im Gesellschaftsvertrag bestimmt. Für die KGK gelten keine Anlagevorschriften im Bereich Risikoverteilung und Fremdkapital, sie eignet sich daher für Investitionen in Risikokapital (Projektentwicklungen).

Die vierte im KAG geregelte Rechtsform ist die SICAF. Sie ist keine neue Rechtsform, sondern eine AG nach Art. 620 ff. OR, mit dem ausschliesslichen Zweck der kollektiven Kapitalanlage. Die Aufsicht unter das KAG erlischt, wenn die Aktien an einer Börse kotiert sind oder wenn sich die SICAF ausschliesslich an qualifizierte Anleger richtet. Gemäss Art. 112 KAG untersteht sie den Bestimmungen über die AG, sofern das KAG nichts anderes bestimmt. Als Besonderheit ist es der SICAF untersagt, Vorzugsaktien, Stimmrechtsaktien, Genussscheine oder Partizipationsscheine auszugeben (Art. 113 Abs. 2 KAG). Die SICAF als Ausnahme, wird dem KAG unterstellt, kann aber nicht von den Steuervorteilen profitieren, da sie wie eine AG besteuert wird (Doppelbesteuerung). Es ist aus diesen Gründen verständlich, dass seit Inkrafttreten des KAG noch keine SICAF lanciert wurde.

Die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG mit direktem Grundbesitz werden, mit Ausnahme der SICAF, steuerprivilegiert behandelt und sind für vermögende Privatpersonen aus steuerlicher Sicht äusserst interessant. Aufgrund der Einteilung auf der Bundesstauerebene zu den übrigen juristischen Personen (dazu zählen auch die Vereine und die Stiftungen) erfolgt die Besteuerung auf Ebene des Gefässes zu einem tieferen privilegierten Steuersatz (4.25% anstelle 8.5%) und zweitens entfällt die Besteuerung des Einkommens auf Ebene des Investors. Die Kantone sind in der Steuerprivilegierung für kollektive Kapitalanlagen nach KAG grundsätzlich frei. Einige Kantone haben aus

Wettbewerbsgründen bereits auf Kantons- und Gemeindesteuern attraktive Steuersätze analog der direkten Bundessteuer eingeführt.

In die Kategorie *andere kollektive Kapitalanlagen*, welche nicht unter die Aufsicht des KAG fallen, zählen die AG, die GmbH und weitere Immobilienanlagemöglichkeiten (Verein, Stiftung, Miteigentum usw.). Diese kollektiven Immobilien-Investments unterliegen keinen Anlagevorschriften betreffend Anlagevolumen, Anzahl Objekte oder Fremdkapitalfinanzierung. Die Strukturen werden von einem breiten Publikum verstanden und Rechtsunsicherheiten können weitgehend ausgeschlossen werden.

Die AG, GmbH und die SICAF werden auf Portfolioebene für die Gewinne und das Kapital zum höheren Satz (DBST 8.25%) besteuert. Erfolgen Ausschüttungen an den Anleger, werden diese bereits versteuerten Einkünfte auf der Ebene des Investors noch einmal besteuert. Trotz der aktuellen Optimierungsvariante der Dividendenteilbesteuerung (Milderung der Doppelbesteuerung) sind diese Gefässe aus steuerlicher Sicht weniger attraktiv, da durch die Doppelbesteuerung ein Teil der Rendite an das Steueramt abgeliefert werden muss. Bei der AG, darf nicht vergessen werden, dass mit Holdingstrukturen ebenfalls interessante Steuervorteile genutzt werden können.

Im Vergleich zu allen kollektiven Immobilien-Investments erfährt die Direktanlage die schlechteste steuerliche Behandlung. Aufgrund der Steuerprogression, welche bei natürlichen Personen zur Anwendung gelangt, fallen Gesamtsteuerbelastungen (Verhältnis Steuern zum Nettoerfolg vor Steuern) von bis zu 50% an. Die Wahl des Wohnsitzes und die steuerlich attraktive Lage der Liegenschaften können die Steuerbelastung mildern.

## **7.2 Fazit**

Unabhängig von der Rechtsform und deren steuerlicher Behandlung, soll jeder Immobilien-Investor bestrebt sein, diejenigen Strategien für seine Anlageobjekte zu suchen, die seine Zielrendite erreichen. Ob und in welcher Art und Weise ein Immobilien-Investment eingegangen wird, ist nicht nur von der steuerlich vorteilhaften Situation abhängig, sondern vielmehr von mehreren individuellen Motiven und Erwartungen ge-



meinsam. Aus Gefässsicht sind die Bereiche Businessplan, Steuern, Regulatorien und Marketing aufeinander abzustimmen.

Der Vergleich der Steuerattraktivität zeigt auf, dass mit der Wahl der steuerlich attraktiveren Anlageform, bei identischen Voraussetzungen und Anlagezielen, eine Wertschöpfung erzielt werden kann. Es ist heute unter konsequenter Ausnutzung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen attraktiv, Liegenschaften indirekt und nicht im Privatvermögen zu halten. Bei den indirekten Immobilien-Investments sind die steuerprivilegierten kollektiven Immobilien-Investments zu bevorzugen.

Die offenen kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG (vertraglicher Anlagefonds, SICAV), welche Liegenschaften im Direktbesitz halten, sind aus steuerlicher Sicht für vermögende Privatpersonen äusserst attraktiv. Obwohl noch nicht alle Kantone die steuerprivilegierten Steuersätze im Steuergesetz verankert haben, lässt sich bereits heute ein Portfolio mit einer genügenden regionalen Diversifikation aufbauen. Bei den offenen kollektiven Kapitalanlagen überzeugt die Rückgabe- und einfache Ausstiegsmöglichkeit die Anleger, auch wenn sie dafür weniger Mitspracherechte in Kauf nehmen müssen.

Alle kollektiven Kapitalanlagen nach KAG haben zum Nachteil, dass die Gründung kosten- und zeitintensiv ist. Zurzeit sind mehrere Anfragen für Gründungen, Ausnahmeregelungen und Praxisfestlegungen bei der FINMA pendent. Es bleibt abzuwarten, wie sich die ersten Gefässe entwickeln und in welcher Art die FINMA den vom Gesetz erhaltenen Spielraum für Flexibilität umsetzt. Das KAG sieht vor, kollektive Kapitalanlagen, deren Zielpublikum qualifizierte Anleger sind, von bestimmten Vorschriften des KAG ganz oder teilweise befreien kann. Der Schutzzweck des KAG wird dadurch nicht beeinträchtigt (Art. 10 Abs. 5 KAG).

Das KAG sieht für die offenen kollektiven Kapitalanlagen (vertraglicher Anlagefonds, SICAV) eine Fremdkapitalquote von 50% vor, ausser eine Ausnahmegenehmigung wurde von der FINMA erteilt. Sind vermögende Privatpersonen an einer höheren Fremdfinanzierung, kann diese Anlagemöglichkeit nicht berücksichtigt werden, für diese Investoren stehen Gefässe aus der Kategorie *andere kollektive Kapitalanlagen* (AG, GmbH) zur Verfügung. Aus rein steuerlicher Sicht sind diese Gefässe weniger attraktiv,

die Situation kann aber mit Holdingstrukturen und der eingeführten Dividendenteilbesteuerung verbessert werden.

Im Vergleich zu den kollektiven Immobilien-Investments werden bei Liegenschaften im Direktbesitz die Erträge nur einmal besteuert, allerdings zu Steuersätzen, die der Progression unterliegen. Mit gezielten, auf die einzelnen Steuerjahre verteilten, Unterhaltsstrategien (werterhaltende Massnahmen) kann die Steuerbelastung tief gehalten werden. Die Strategie ist direkt von der Immobilie abhängig und nicht wiederkehrend anwendbar.

### **7.3      Ausblick**

Auch 2 1/2 Jahre nach Einführung des KAG ist es für die steuerlich attraktiven kollektiven Kapitalanlagen schwierig, sich zu etablieren. Die bekannten Rechtsformen (AG, GmbH) werden daher, trotz Steuernachteil, noch eine Weile bevorzugt bleiben.

Es bleibt an dieser Stelle zu hoffen, dass die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG, allen voran die SICAV, von interessierten Kreisen vorangetrieben werden und die erste Gründung einer Immobilien-SICAV noch dieses Jahr erfolgen kann. Die Lockerung der Anlagevorschriften im Bereich Fremdfinanzierung, für die als Immobilienfonds ausgestalteten offenen kollektiven Kapitalanlagen, könnte durchaus positive Zeichen setzen. Die Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme von bisher 50% sollte auf 65% erhöht werden.

## 8 Anhang I – Übersicht Interviewpartner

In dieser Masterthesis wird auf das Auflisten aller Interviewpartner mit Namen, Datum, Dauer, Ort, Unternehmen und Position verzichtet und mit der anonymisierten Darstellung nach Tätigkeit und Funktion der Interviewpartner ersetzt:

	<i>Funktion der Interviewpartner</i>		
<i>Tätigkeit der Interviewpartner</i>	Geschäfts- führung	Kader	Mitarbeiter
Jurist	2		
Steuerberater	1	1	1
Vermögensberater	1	2	
Investor	2	1	1
Immobilienberater	1	1	1
Makler	1	1	
Projektentwickler	1		
Branchenorganisationen		2	
<b>TOTAL</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>3</b>

Quelle: in Anlehnung an Rottke (2004) S. 304, eigene Darstellung

**Tabelle 11: Übersicht Interviewpartner**

## 9 Literaturverzeichnis

**Baker & McKenzie Hrsg. „Baker & McKenzie (2007)“:** Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Bern, 2007

**Blum, Catherine Anne „Blum (1997)“:** Integration nicht-traditioneller Asset Classes in die Vermögensverwaltung von High Net Worth Individuals, Bern, 1997

**Brack, Ursina „Brack (2009)“:** Formen kollektiver Kapitalanlagen nach dem KAG, Bern, 1997

**Bundesamt für Wohnungswesen „BWO Band 75 (2005)“:** Band 75 Schriftenreihe Wohnungswesen: Wohnen 2000 - Detailauswertung der Gebäude- und Wohnungserhebung, Grenchen, 2005

**Bundesamt für Wohnungswesen „BWO Band 76 (2005)“:** Band 76 Schriftenreihe Wohnungswesen: Was treibt und hemmt den Wohnungsbau?, Grenchen, 2005

**Dietrich Taufer, Christina „Dietrich Taufer (2007)“:** Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen - Masterthesis CUR-EM, Zürich, 2007

**Furrer, Martin / Kumschick, Mario / Wyss, Alexander Hrsg. „Furrer / Kumschick / Wyss (2009)“:** Real Estate Transactions in Switzerland, Zürich, 2009

**Ghandchi Schmid, Jasmin „Ghandchi Schmid (2007)“:** Das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) – Systematische Einführung, Basel, 2007

**Kalckstein v. Albrecht „Kalckstein (1997)“:** Immobilien als Teil der Portfolioentscheidungen privater Anleger, Konstanz, 1997

**Kuprecht, Florian** „*Kuprecht (2008)*“: Derzeitiger Umgang von qualifizierten Immobilieninvestoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten des Bundesgesetzes über kollektive Kapitalanlagen, insbesondere der SICAV, im Kontext der Möglichkeiten in Luxemburg – Masterthesis CUREM, Zürich, 2008

**Landert Rainer** „*Landert (2006)*“: Fonds und andere Kollektivanlagen – Investmentfonds bekommen Gesellschaft, Zürich, 2006

**Mayer, Ulrich B.** „*Mayer (2008)*“: Inwiefern ist die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen ein geeignetes Finanzierungsvehikel für schweizerische Projektentwicklungsgesellschaften - Masterthesis CUREM, Zürich, 2008

**Meili, Yves** „*Meili (2008)*“: Steuerrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten bei der Übertragung von Immobilienportfolios – Asset Deal, Share Deal und das KAG, Masterthesis CUREM, Zürich, 2008

**Rottke Nico B. / Rebitzer Dieter W. Hrsg.** „*Rottke / Rebitzer (2006)*“: Handbuch Real Estate Private Equity, Köln, 2006

**Rottke Nico B.** „*Rottke (2004)*“: Investitionen mit Real Estate Private Equity, Schriften zur Immobilienökonomie Band 29, Köln, 2004

**Schäfer Jürgen / Conzen Georg Hrsg.** „*Schäfer / Conzen (2005)*“: Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen, München, 2005

**Schulte, Karl-Werner** „*Schulte (2008)*“: Immobilienökonomie Band 1 - Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München 2008

**Staub Leo / Schellenberg Aldo Hrsg.** „*Staub / Schellenberg (1999)*“: Band 4 Managementorientiertes Wirtschaftsrecht: Gesellschafts- und Wertpapierrecht, St. Gallen / Zürich 1997

**Vogel Alexander Hrsg. „Vogel (2008)“:** KAG - Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen mit Verordnungen, Zürich, 2008

**Watter, Vogt, Bösch, Rayroux, Winzeler Hrsg. „BSK KAG (2009)“:** Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz, Basel, 2009

**Materialien:**

Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23.06.2006, 951.31 „**KAG**“

Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22.11.2006, 951.311 „**KKV**“

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die kollektiven Kapitalanlagen vom 21.12.2006, 951.312 „**KKV-FINMA**“

ESTV, Direkte Bundessteuer, Kreisschreiben Nr. 25 Besteuerung kollektiver Kapitalanlagen und ihrer Anleger vom 05.03.2009 „**ESTV, KS Nr. 25 (2009)**“

SFA: KAG-Atlas vom März 2007 „**KAG Atlas (2007)**“

SFA: Richtlinien für die Immobilienfonds vom 02.04.2008 „**SFA RL IF (2008)**“

SFA: Kennzahlen von Immobilienfonds vom 02.04.2008 „**SFA KZ IF 2008**“

## **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

*„Die steuerliche Attraktivität kollektiver Immobilien-Investments  
aus der Sicht vermögender Privatpersonen“*

selbst verfasst 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.

Weinfelden, den 12. August 2009

---

*Michaela Eberle-Wieser*