

IMMOBILIENANLAGEN IM AKTUELLEN UMFELD

Immobilienanlagen haben in der Schweiz eine lange Tradition. Bereits Ende der 1930er Jahre entstanden hierzulande erste Immobilienfonds. Seither haben sich verbrieft Immobilienanlagen im Rahmen der langfristigen Vermögensbildung gut verankern können. Heute sind sie fester Bestandteil in jedem professionell geführten Anlagevermögen. Mit dem KAG wurde zudem die Palette der Verpackungen um beachtenswerte Alternativen ergänzt und weil auch bei der Errichtung von Immobilienfonds neue Möglichkeiten bestehen, gewann die Anlageklasse weiter an Attraktivität. Der Marktanteil der Immobilienfonds verdoppelte sich in unserem Land innerhalb bloss weniger Jahre. Wertmässig spielt der Sektor der verbrieften Immobilienanlagen in der Schweiz allerdings eine bloss untergeordnete Rolle; der direkte Immobilienbesitz überwiegt deutlich. Ob sich hierbei in Zukunft etwas ändern wird, untersucht das aktuelle Fachpanel. Der Ausbruch der jüngsten Finanz- und Börsenkrise hat Immobilienanlagen jedenfalls wieder deutlich in den Blickpunkt gerückt.

Unsere Gesprächspartner sind Gino Leonardi (Solufonds SA, Signy-Centre), Peter Müller (Zürcher Kantonalbank, Zürich), Kurt Ritz (PricewaterhouseCoopers AG, Zürich), Roland Stockmann (INREIM AG, Zürich) und Philippe Zufferey (Banque Cantonale Vaudoise, Lausanne).

Eine generelle Frage vielleicht vorweg: Wie lassen sich heute die indirekten Immobilienanlagegefässe charakterisieren und untereinander abgrenzen?

Müller: Die traditionelle Form der indirekten Immobilienanlage in der Schweiz stellen die börsenkotierten Immobilienfonds dar. Sie sind über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten eine Erfolgsstory. Die Fremdverschuldung ist konservativ; zugelassen sind max. 50 % Fremdkapital. Faktisch haben die Fonds im Durchschnitt derzeit weniger als 20 % Fremdkapital, einzelne sogar gar keines. Auch ist die Tätigkeit der Fonds auf das Halten und teilweise Entwickeln von Renditeliegenschaften festgeschrieben, Fremdaktivitäten sind nicht erlaubt.

Leonardi: Die Immobilienfonds unterscheiden sich durch ihre Anlagepolitik. Es gibt beispielsweise Fonds, die bloss in Wohnliegenschaften oder Geschäftliegenschaften investieren, gelegentlich auch solche, die beide Formen nutzen. Der entsprechende Prozentsatz ist im Prospekt ersichtlich. Hierzulande noch selten finden sich Fonds, die sowohl in schweizerische als auch ausländische Immobilienwerte investieren. Ausserdem kennen wir Anlagefonds, die nur für institutionelle Anleger oder Vorsorgeeinrichtungen bestimmt sind.

Müller: Deutlich weniger reguliert und ein aggressiveres Profil haben meist die Immobilien-Gesellschaften. Die Fremdverschuldung ist nicht limitiert und liegt heute oft zwischen 45 % und 60 %, was im internationalen Vergleich noch als konservativ

«Von unseren Kategorienmandaten für Institutionelle wird nur etwa jedes zehnte passiv oder indexnah geführt.»

Peter Müller

gilt. Fremdaktivitäten wie die Rolle als Generalunternehmung sind nebst Halten von Anlageimmobilien zugelassen, was durch Synergien schaffen kann. Aus den erwähnten Gründen ist das Risiko entsprechend höher als bei den Fonds – ich würde den Faktor 2 bis 3 nennen. Sie korrelieren relativ stark mit den Aktien des nationalen Aktienmarktes und nur sehr langfristig mit den zugrundeliegenden Renditeliegenschaften, was sie als Substitut für Direktanlagen weniger geeignet macht. Anführen möchte ich hier noch die Immobilien-Anlagestiftungen, womit Pensionskassen Immobilien indirekt halten und zu einem grösseren Portfolio zusammenfügen. Nachteilig ist dabei wohl das Fehlen eines freien Handels der Anteilscheine. Fast alle Immobilien-Anlagestiftungen waren in den letzten Jahren für Anleger, die nicht selbst Immobilien einbringen wollten, geschlossen.

Nur gerade etwas mehr als zwei Prozent der Immobilienwerte in der Schweiz sind in verbrieften Anlageformen wie Immo-

bilienfonds, -aktiengesellschaften oder -anlagestiftungen gebündelt. Wie erklären Sie sich dies?

Zufferey: Ich sehe hierfür primär historische und emotionale Gründe. Nicht wenige Familien wurden in den vergangenen Jahrzehnten vermögend, weil sie über ihre Firmen zu grossem Landbesitz gelangten und diesen im Laufe der Zeit zu Wohn- bzw. Gewerberaum entwickeln und bewirtschaften liessen. Für Unternehmen stellt der Immobilienbesitz ein Aktivum unter anderen dar, das es gemäss finanziellen und strategischen Ausrichtungen zu bewirtschaften gilt.

Stockmann: Aus Sicht der institutionellen Anleger findet durch die bei Immobilien-Aktiengesellschaften und auch bei Fonds anfallende zusätzliche Besteuerung des Anlagegefässes ein Wertverlust der in diesen Gefässen verbrieften Liegenschaften statt. Hinzu kommen insbesondere bei Fonds die oft hohen Vertriebskosten und Vergütungen für die Führung des Anlagegefässes, ohne dass damit eine zusätzliche Wertschöpfung auf der Liegenschaften-Ebene verbunden wäre. Die zweifelsohne mögliche und mutmasslich zunehmende Immobilien-Managementkompetenz in fokussierten Anlagegefässen muss deshalb signifikant besser sein, als diejenige in vergleichbaren Direktanlagen. Wer im Übrigen auf reine Skaleneffekte hofft, wird ebenfalls enttäuscht; diese sind bei Schweizer Immobilien-Anlagestiftungen und Fonds signifikant negativ.

Zufferey: Der extrem tiefe Anteil von Immobilienbesitz in indirekter Form übrigens entspricht einem Negativrekord in Industrienationen.

Ritz: Es wird in der Tat oft über den kleinen Anteil von verbrieften Anlageformen im Immobilienbereich gesprochen. Verglichen mit anderen Ländern wie zum Beispiel Holland ist es sicher richtig, aber man muss dies auch ins rechte Licht rücken. Betrachtet man die Entwicklung der indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz über die letzten zehn Jahre, kann von einer positiven und stetigen Entwicklung gesprochen werden. Trotzdem kann man sich die Fra-





ge stellen, wieso das Wachstum nicht zügiger vorangeht.

Das wollen wir denn gleich machen. Was ist zu tun, um Immobilienbesitzer vermehrt für indirekte Immobilienanlagen zu begeistern?

Ritz: Betrachtet man die Eigentümerstruktur der in Frage kommenden Immobilien, so zeigt sich ein klares Bild: der überwiegende Teil der Immobilien befindet sich in Privatbesitz und die Portefeuilles sind in den meisten Fällen eher klein. Diese Besitzer zu einem Wechsel in ein grösseres Anlagegefäss zu bewegen, ist sehr schwierig, insbesondere wegen des Verlustes an Unabhängigkeit. In den meisten Fällen würde dies nur durch steuerlich interessante Lösungen möglich sein. Ein grosser Teil von Rendite-

immobilien befindet sich im Besitz der institutionellen Anleger, welche auch direkt gehaltene Immobilien als Bestandteil der Asset Allocation betrachten. Sie bekunden nicht zwingend ein Interesse, die Immobilienquote über indirekt gehaltene Gefässe zu erhöhen, zumal Portfolios schon ab einer Grösse von 200 bis 300 Millionen Franken effizient verwaltet werden können.

Zufferey: Ich denke, dass der Verweis auf das KAG mit seinen neuen Rechtsformen und Vereinfachungen bei der Gründung das Interesse an indirekt bewirtschafteten Immobilien durchaus fördern könnte. Ich bin sicher, dass die Finanzkrise und ihre Einflüsse auf die Geschäftspolitik zu einem Umdenken führen wird, was die Bewirtschaftung von Immobilien innerhalb von Unternehmen betrifft.

Leonardi: Wir müssen den Immobilienbesitzern erklären, dass die Steuergesetzgebung vorteilhaft ist und mit indirekten Gefässen eine bessere Liquidität entsteht. Für die Pensionskassen wird die Arbeit vereinfacht – Stichworte: Verwaltung, Buchführung – und es besteht die Möglichkeit von Swaps. Ausserdem lassen sich damit die indirekten Lasten vermindern.

Ritz: Die Vorteile der indirekten Anlage wie Professionalität, Effizienz, Liquidität oder Transparenz werden aber gelegentlich relativiert. Die Liquidität beispielsweise ist bei den kleinen Handelsvolumen in der Schweiz nur beschränkt gegeben.

Müller: Erhöhte Transparenz und bessere Marktliquidität sind zweifelsohne Vorteile von indirekten Immobilienanlagen. In den letzten Jahren wurde diesbezüglich schon viel unternommen: Standards wurden wei-



terentwickelt und verbindlich; ich denke da beispielsweise an die DCF-Bewertungsmethode, die sich im Sinne eines Industriestandards vollkommen durchgesetzt hat. Vorsorgeeinrichtungen, die Direktimmobilien nicht selber in ausreichender Zahl halten können, sind den indirekten Immobilien durchaus zugetan und selbst sehr grosse Pensionskassen mit Direktanlagen von mehreren 100 Millionen Franken merken, dass die Kombination von direkten und indirekten Anlagen das eigentliche Optimum darstellt, auch bezüglich Liquiditätsanfordernissen und mit Blick auf Rebalancing-Zwecke.

Woraus könnten die Vorteile bestehen, den Besitz in einem Immobilienfonds – welcher Ausprägung auch immer – zu bewirtschaften? Wie sähe da beispiels-

weise der konkrete Nutzen für eine Pensionskasse aus?

Zufferey: Lassen Sie mich diesbezüglich zuerst auf eine kürzlich beschlossene Änderung im BVG verweisen. Die BVV2-Richtlinien wurden dahingehend verändert, dass die maximale Grenze für Immobilienanlagen von 50 % auf 30 % reduziert wurde, um den Alternativen Anlagen mehr Raum zu gewähren. Der Bundesrat hat allerdings präzisiert, dass Vorsorgeeinrichtungen, die heute mehr als 30 % ihrer Assets in Immobilien halten, deswegen nicht umschichten müssen, solange die Prinzipien der Vorsicht, Sicherheit und Diversifikation eingehalten werden. Ich denke nun, dass gerade ein Anlagefonds mit seinen Grundprinzipien die Vorgaben der Exekutive optimal erfüllt, denn gesetzlicher Anlegerschutz, professionelle Verwaltung, Handelbarkeit,

Transparenz und Diversifikation sind inhärente Merkmale dieser Anlage.

Leonardi: Die Verbriefung von Schweizer Immobilien in einem Fonds ermöglicht eine optimale Diversifikation, eine bessere Liquidität und führt zu verringerten Kosten. Eine Übertragung von Immobilien in einen Fonds stellt für gewisse Pensionskassen eine gute Lösung zur Rentabilitätssteigerung dar, indem qualifizierte Externe mit den Aufgaben der Gebäudeverwaltung beauftragt werden.

Worin liegen insbesondere die Vorteile einer SICAV, wenn es darum geht, bei qualifizierten Investoren Steueroptimierung anzustreben?

Ritz: Wie der vertragliche Anlagefonds ist die SICAV – und auch die KGK – grundsätzlich transparent; Vermögenserträge

und Kapitalgewinne werden für die Belange der direkten Steuern also nicht auf Stufe der kollektiven Kapitalanlagen besteuert, sondern auf Stufe der Anleger. Erträge, die aus direktem Grundbesitz stammen, unterliegen auf Stufe der kollektiven Kapitalanlage der Gewinnsteuer und werden auf Stufe der Anleger freigestellt. Die Besteuerung von Erträgen aus direktem Grundbesitz auf Stufe der kollektiven Kapitalanlage zum Satz für die übrigen juristischen Personen kann je nach Anleger und Kanton zu einer tieferen Steuerbelastung führen und bildet daher unter Umständen eine äusserst attraktive Alternative. Ein kleines Zahlenbeispiel kann dies vielleicht illustrieren: In der Stadt Zürich beträgt der effektive Steuersatz für kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz 11.84 % – Bund, Kanton plus Gemeinde –, für ordentlich besteuerte juristische Personen hingegen 21.17 % und für natürliche Personen gilt der Grenzsteuersatz von maximal 38.5 %. Ferner ist noch zu erwähnen, dass Erträge aus Immobilien im Direktbesitz bei der Ausschüttung resp. Thesaurierung nicht der Verrechnungssteuer unterliegen, da die kollektive Kapitalanlage als Steuersubjekt bereits besteuert hat.

Welche Vorteile bietet die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen mit Blick auf Immobilien? Welches sind

insbesondere auch die steuerlich interessanten Nutzenpunkte?

Leonardi: Die KGK ermöglicht einem Kommanditär beispielsweise, sich an einem zeitlich begrenzten Projekt zu beteiligen, ich denke da mitunter an Bauvorhaben. Die Besteuerung ist identisch mit der eines vertraglichen Anlagefonds oder einer SICAV. Der Steuersatz für Ertrag und Gewinn ist niedriger als derjenige einer Immobiliengesellschaft oder einer natürlichen Person.

Zufferey: KGKs mit Fokus auf Immobilien erlauben einem qualifizierten Investor, sich ausgeprägt in der Anlageklasse Immobilien zu bewegen, ohne von den Steuerbehörden gleich als Immobilienanlageprofil betrachtet zu werden. Er kann sozusagen im Fond Platz nehmen und sich von erfahrenen Fachleuten chauffieren lassen. Als Vorteile benenne ich unter anderem die günstigen Besteuerungssätze, die gegebenenfalls mit der Behörde über ein vorgängiges Tax Ruling noch individuell ausgehandelt werden können. Im Weiteren entfallen Emissionsabgaben auf der Schaffung von Anteilen oder die Verrechnungssteuer auf Kapitalgewinnen, die mit gesondertem Coupon ausgeschüttet wurden.

Ritz: Obwohl das KAG die Immobilienfonds den offenen kollektiven Kapitalanlagen vorbehält, können die KGK ihre Mittel zur Verfolgung eines Bau- oder Immobilienprojekts auch in Liegenschaften anlegen. In einem solchen Fall sind sie als Steuersubjekt zu behandeln, was unter Umständen eine attraktive Alternative darstellt.

Zufferey: Es muss allerdings eingeräumt werden, dass die KGK eine Reihe neuer Fragestellungen aufwirft, welche in der Praxis noch zu klären sind. Heikle Auslegungsfragen dürften sich – wie so oft im

Steuerrecht – insbesondere im Zusammenhang mit der Grundstückgewinnsteuer stellen; weitere sind im grenzüberschreitenden Verhältnis zu erwarten.

«Die höheren Renditen sind auch im Ausland nur mit höheren Risiken zu erzielen.»

Kurt Ritz

Welche Faktoren sind in jüngerer Vergangenheit bei indirekten Immobilienanlagen besonders relevant für die Renditeentwicklung?

Müller: Die Finanzkrise hat gezeigt, dass eine konservative Finanzierung in schwierigen Zeiten einen entscheidenden Vorteil darstellt. Ging die Krise an den Schweizer Immobiliengefässen, insbesondere an den Fonds, fast spurlos vorbei, wurden die Auslandsgefässe mit hohem Fremdfinanzierungsgrad arg gebeutelt und haben sich teilweise bis heute noch nicht erholt. Gesunde Finanzierungsverhältnisse sind in heutigen Marktverhältnissen elementar.

Leonardi: Die Struktur eines Anlagegefässes ist relevanter für die Rendite, als manch einer denkt – insbesondere mit Blick auf den Nettogewinn nach Steuern für Promoter und Anteilseigner. Aus ökonomischer Sicht ist das Bevölkerungswachstum entscheidend, falls es das Konstruktionsvolumen überschreitet und wie in der Genferseeregion zu wenig Wohnungs-Leerstand führt.

Wie lässt sich feststellen, ob ein bestimmter Immobilienfonds teuer bewertet ist?

Leonardi: Wir empfehlen diesbezüglich auf das Agio zu schauen, das nicht über 10 % liegen sollte. Ferner vergleichen wir die Ausschüttungshöhe mit dem Coupon einer vergleichbaren Obligation in Schweizer Franken und achten darauf, ob das Management eines Immobilienfonds in der Lage ist, den NAV rascher ansteigen zu lassen als andere Produkte.



Stockmann: Es ist jedoch zu beachten, dass sich auch akkreditierte Immobilienschätzer täuschen können. Letztlich führt deshalb kein Weg darum herum, sich selbst ein Bild über die Bewertung der Liegenschaften zu machen und die Kosten des Anlagegefässes sowie die Fähigkeiten des Managements einzuschätzen. Gute Liegenschaften lassen niedrige Renditen erwarten. Und ob die erhofften Preisentwicklungen «guter» Liegenschaften wirklich stattfinden, ist äusserst schwierig zu prognostizieren. Viele Marktbeobachter identifizieren zudem Herdeneffekte und sich selbst erfüllende Prophezeiungen: Wer sich also mit seinen «Wetten» in zu guter Gesellschaft wähnt, muss möglicherweise mit Enttäuschungen rechnen.

Wo stecken wir augenblicklich im langfristigen Preisgefüge? Wann sollen Investoren einsteigen?

Leonardi: Die Wohnbauten in der Westschweiz weisen unseres Erachtens noch ein vernünftiges Potenzial auf, dies primär aufgrund der vorteilhaften demografischen Situation mit Bevölkerungszunahmen und positiven Wanderungsbewegungen. Im Kanton Freiburg liegt der Wert bei rund 2.5 %, im Kanton Waadt um 2 %.

Müller: Per Ende September 2009 betragen die durchschnittlichen Prämien der Immobilienfonds rund 17 %, derweil die grossen Immobiliengesellschaften PSP und SPS noch Discounts von 3 % bzw. 10 %

aufwiesen. Während die Immobilienfonds im langjährigen Durchschnitt eine Prämie ausweisen, sind Discounts bei Immobiliengesellschaften im gleichen Zeitraum üblich. Bei den Schweizer Immobilienfonds liegen die Prämien im langfristigen Durchschnitt bei 12 %; die Fonds waren Ende September am Markt somit hoch bewertet. Auch die arg gebeutelten Immobiliengesellschaften waren am Ende des dritten Quartals 2009 wieder stolz bewertet, zumal deren Basiswerte zum grössten Teil konjunkturempfindliche Büroliegenschaften darstellen.

«Die Immobilienverwaltung wird klar aktiver werden und von einem «Buy&Hold»-Ansatz in eine «Buy&Manage»-Form übergehen.»

Gino Leonardi

Die Kotierung selbst stellt wohl auch eine nicht zu unterschätzende Herausforderung dar. Wann macht sie für eine Gesellschaft Sinn und welche Überlegungen sind dabei im Vorfeld anzustellen?

Zufferey: Wir als Depotbank sprechen da von einer neuen Dimension an zu bewältigenden Aufgaben. Der Börsenhandel führt in der Regel dazu, dass sich gegenüber dem jährlich berechneten NAV Agios und Disagios ergeben. Dieses Phänomen gilt es mit einer funktionierenden Organisation sinnvoll zu handhaben, was eine enge und koordinierte Zusammenarbeit zwischen Depotbank, Fondseigner und dem harten Kern handelnder Anleger voraussetzt. Jene Fondsanbieter, die sich einem geöffneten Handel stellen wollen, sind gut beraten, diese Anforderungen frühzeitig mit ausgewiesenen und erfahrenen Partnern zu diskutieren.

Leonardi: Die Börsenkotierung und das Rückgaberecht von Anteilen gewähren dem Anleger eine grössere Flexibilität und Sicherheit. Zudem kann eine Börsenkotierung ein interessantes Agio generieren. Es ist allerdings wichtig zu wissen, dass ein Immobilienfonds über ein Vermögen von mindestens 100 Millionen Franken verfügen muss, um seine Börsenkotierung zu beantragen.

Eine Frage zum Market Making: Wie umschreiben Sie die entsprechenden Pflichten der Depotbank?

Zufferey: Die Pflichten einer Depotbank sind im KAG geregelt. Bei Immobilienfonds muss die Funktion zudem explizit von der FINMA bestätigt werden, weil die Aufgaben gegenüber Effektenfonds spezifischerer Natur sind. Mit dem neuen Gesetz ist es neu möglich, dass der Promotor des Fonds bzw. die Fondsleitung mit dem Market Making auch eine Gesellschaft betrauen kann, die nicht gleichzeitig die Depotbankfunktion innehat. Der Market Maker verpflichtet sich, einen freien und regulären Handel der Titel zu gewährleisten mit jederzeit vorhandenen Geld- und Briefkursen und ausreichender Marktliquidität. Sofern der Immobilienfonds nicht an der Börse kotiert ist, zählen dazu die Koordination von Angebot und Nachfrage durch die Führung eines Buchs sowie die wöchentliche Kommunikation von Kursen zuhanden der Anlegerschaft. Es gilt dabei, die Volatilität von bezahlten Preisen möglichst gering zu halten. Für die Abwicklung der Transaktionen mit den Bankinstituten der jeweiligen Käufer und Verkäufer ist ebenfalls der Market Maker zuständig, während der Depotbank die Kontrolle der Einhaltung vertraglicher Pflichten obliegt.

Welche Renditechancen eröffnen sich Anlegern mit internationalen Immobilienanlagen? Worauf ist in Sachen «Anlagerisiken» besonders zu achten?

Stockmann: Im Ausland gibt es Angebote für alle Bedürfnisse; generelle Aussagen sind aufgrund der ungemein breiten Palette praktisch nicht möglich. Die Erfahrung zeigt, dass die Schwierigkeiten bei der Fest-



legung einer strategischen Allokation häufig in einem taktischen Aktionismus endet. Ohne lokale Marktpräsenz ist es kaum möglich, erfolgreich Schnäppchen zu finden. Schweizer Anleger sollten deshalb primär auf eine vernünftig breite Diversifikation achten und sich nicht an Überrenditen ausrichten – für sie zählt also Core vor Satellite. Dafür stehen mittlerweile auch relativ einfache und aus unserer Sicht «bezahlbare» Produkte von etablierten, international agierenden Immobilien-Managern zur Verfügung.

Ritz: Die Renditechancen mit internationalen Immobilienanlagen sind im Grundsatz gleich zu beurteilen wie bei hiesigen Anlagen. Das der Anlage zugrunde liegende Immobilien-Portfolio soll also nach den Markt- und Objektbedingungen sowie Anlagekriterien wie zum Beispiel Le-

verage, TER oder Ähnlichem geprüft werden. Ein Aspekt, der Investoren oft Probleme bereitet, ist die Währungsabsicherung bzw. die grundlegende Frage, ob man dies tun soll oder nicht. Die höheren Renditen sind auch im Ausland nur mit höheren Risiken zu erzielen.

Welche Rolle spielen Inflationserwartungen und Zinssatzentwicklungen bei der Immobiliennachfrage?

Müller: Steigende Inflationserwartungen treiben Anleger tendenziell in Sachwerte. Insofern fördern steigende Inflationserwartungen eher die Nachfrage nach Immobilien, insbesondere auf solche zur Selbstnutzung.

Leonardi: Eine Erhöhung der langfristigen Zinsen ist derzeit nicht auszuschliessen, da ihre Höhe nur unweit der kurzfristigen

Sätze liegt. Die Nachfrage nach Immobilien könnte dadurch kurz- bis mittelfristig etwas gebremst werden, wobei als direkte Folge davon auch das Niveau der Preise sinken würde.

Müller: Auf kurze und mittlere Sicht kann also nicht unbedingt von einem vollen Inflationsschutz bei Immobilienanlagen ausgegangen werden. Im langfristigen Vergleich dürfte mit Rendite-Wohnliegenschaften in der Schweiz bislang jedoch vollständiger Inflationsschutz erzielt worden sein, vielleicht sogar eine Realkapitalvermehrung. Wirkliches Gift für Immobilienanlagen ist nicht eine phasenweise aufblackernde Inflation, sondern ein kräftiger und dauerhafter Realzinsanstieg.

Taugen Immobilienanlagen wirklich zum Inflationsschutz?



Ritz: Die Angst vor dem aufkeimenden Inflationsgespenst und der Schutz davor ist in der landläufigen Meinung oft gleichgesetzt mit der «Flucht» in die Sachwerte. Dabei stehen selbstverständlich die direkt gehaltenen Immobilien im Vordergrund, welche einen steten, durch die Indexierung geschützten Cashflow generieren. Indirekte Immobilienanlagen verhalten sich kurzfristig stärker nach den Marktverhältnissen und weniger nach den Inflations Tendenzen. Langfristig gesehen sind jedoch auch die indirekten Immobilienanlagen durch die indexierten Mieten geschützt.

Stockmann: Aus Portfolio-Sicht ist die Frage des Inflationsschutzes eher strategischer als empirischer Natur. Man stelle sich ein Portefeuille vor, das ausschliesslich aus strukturschwachen Immobilien besteht, in

die nicht mehr gross investiert wird. Der Wert der einzelnen Liegenschaften wird somit kaum mit der Inflation Schritt halten. Dennoch ist es gut möglich, mit einem Teil des mutmasslich hohen Cashflows zusätzliche Liegenschaften zu kaufen, sodass Ende Jahr der Wert aller Liegenschaften um die Inflationsrate gestiegen ist. Diese Optionen bestehen in praktischen allen Portfolios, wenn auch in weniger offensichtlichem Ausmass.

Sehen Sie mit Blick auf die Inflationsgefahr unterschiedliche Wertentwicklungsmuster bei den einzelnen Anlagegattungen, also bei Immobilien-Direktanlagen, Immobilienfonds oder Immobilien-Beteiligungsgesellschaften?

Müller: In einem heftigen und bleibenden Inflationsanstieg werden Immobilien-

Direktanlagen wohl weniger betroffen sein als Immobilienfonds. Studien zeigen, dass börsenkotierte Immobilienfonds sowohl auf einen Zinsanstieg am langen Ende als auch auf einen Zinsanstieg am kurzen Ende mit Kursverlusten reagieren. Das Verhaltensmuster ist jenem von Obligationen ähnlich. Die Aktien der Immobiliengesellschaften dürften sich zwischen den Immobilien-Direktanlagen und den Immobilienfonds bewegen.

Leonardi: Bei Immobilien-Direktanlagen und Immobilienfonds fungiert die doppelte Liquidität und der Kapitalisierungssatz, der auf dem langfristigen durchschnittlichen Zinssatz beruht, als Katalysator. Die Immobilien-Beteiligungsgesellschaften hingegen sind stark vom Aktienmarkt abhängig, da sie nicht über eine doppelte Liquidität verfügen.

Ritz: Bei dieser Frage muss man klar unterscheiden zwischen den direkten und allen Formen indirekter Anlagen. Die direkten Anlagen mit ihrem ausgeprägten Inflationsschutz über die Indexierung der Mieten bieten selbstverständlich eine höhere Sicherheit. Die Immobilien, die sich in den indirekten Anlagegefässen befinden, profitieren selbstverständlich auch von diesem Schutz. Die Frage ist nur, ob die Anlage dies im gleichem Umfang weitergeben kann oder nicht. Die Erhöhung der Mietzinseinnahmen muss nicht zwangsläufig zu einer besseren Gesamtperformance des Anlagetitels führen. Gegenläufige Tendenzen im Markt der indirekten Anlagen können dies nämlich verhindern, was bei den direkten Anlagen nicht der Fall ist.

Von welchem Interesse ist das Immobilienfondsgeschäft für kleinere und mittlere Fondsleitungen in der Schweiz? Welches sind die spezifischen Anforderungen hierbei?

Zufferey: Die Relevanz ergibt sich aus dem Blick auf die verbrieften Immobilienwerte, die in der Schweiz mit 1.5 % am Gesamtwert äusserst gering sind. In Europa liegt die Quote bei 15 bis 20 Prozent. Wachstumschancen sind also da. Das ideale Vehikel für kollektive Immobilienanlagen aus der Schweiz ist unseres Erachtens schweizerischer Rechtsnatur, dies einerseits aus steuerlichen Überlegungen, aber auch aufgrund der Marktnähe und den oft geäusserten Wünschen der Anleger.

Leonardi: Eine kleinere oder mittelgrosse Fondsleitung ist in der Regel flexibel und effizient. Sie kann massgeschneiderte Lösungen anbieten und überlässt dem Promoter auch die Wahl der Depotbank. Die Solufonds SA, die ich hier verrete, kennt ein diversifiziertes Aktionariat aus Fachleuten der Banken- und Immobilienbranche sowie der institutionellen Seite und der Vermögensverwaltung, wobei der grösste Aktionär nicht mehr als 15 % besitzt. Das

Management unserer Fondsleitung – er besitzt gesamthaft mehr als 60 Jahre Erfahrung in der Verwaltung von Schweizer Anlagefonds – hat zwischen 2005 und 2007 die ersten Immobilienfonds lanciert, nachdem während vierzig Jahren in der Schweiz keine entsprechenden Lancierungen zu verzeichnen waren.

«Kleine Firmen, welche sich auf ein Wertschöpfungssegment fokussieren, werden sich auch hierzulande zunehmend etablieren.»

Roland Stockmann

Ist Ihnen bekannt, ob die vom KAG geschaffene Möglichkeit zur Sacheinlage auf breiter Front genutzt wird?

Leonardi: Die Sacheinlage in eine Kollektivanlage ist eine ausgezeichnete Lösung, um die Verwaltungskosten einer Pensionskasse zu senken. Die entsprechenden Transaktionen nehmen allmählich zu. Ein Verkauf von Immobilien würde nur unnötige Kosten verursachen und temporär die strategische Asset Allocation aufheben. Mitunter erhält man auch nicht unbedingt den gewünschten Verkaufspreis, wenn man gezwungen ist, die

Immobilie schnell und vielleicht gar noch zu einem ungünstigen Zeitpunkt verkaufen zu müssen.

Ritz: Für die Sacheinlage von Immobilien in einen Immobilienfonds sind insbesondere folgende Voraussetzungen zu beachten: Erstens muss die Möglichkeit dazu im Fondsvertrag explizit vorgesehen und dieser durch die FINMA genehmigt sein, zweitens darf die Ausgabe von Anteilen aufgrund der Bestimmungen des KAG und der entsprechenden Verordnung nur in Tranchen erfolgen. Die Fondsleitung muss die neuen Anteile ausserdem zuerst den bisherigen Anlegern anbieten – Stichwort: Bezugsrecht. Aufgrund des zweiten Punktes steht die Fondsleitung bei einer geplanten Emission zur Abgeltung einer Sacheinlage vor einem Problem. Üben nämlich sämtliche bisherigen Anleger ihr Bezugsrecht aus, kann die Fondsleitung dem Sacheinleger die notwendige Anzahl Anteile nicht zuteilen.

Und welche Lösungen bieten sich da in der Praxis?

Ritz: Bei Immobilienfonds für qualifizierte Anleger kann die Fondsleitung mit Blick auf die Sacheinlage im Fondsvertrag den Ausschluss des Bezugsrechts vorsehen. Eine andere Lösung besteht darin, dass bestehende Anleger im Umfang der Sach-



einlage auf die Ausübung ihrer Bezugsrechte verzichten.

Welche Trends erkennen Sie auf der Produktebene?

Müller: Nachdem aktives Management mit indirekten Immobilienanlagen über viele Jahre positive relative Renditebeiträge brachte, zeigen seit Ausbruch der Finanzkrise die fundamental gestützten Ansätze der aktiven Manager tendenziell negative Überschussrenditen. Wir schreiben dies in erster Linie ganz aussergewöhnlichen Marktumständen zu, in zweiter Linie einer gesunkenen Liquidität vieler Titel, was auch Umschichtungen erschwert. Wenn der aktive Ansatz über fünf von sechs Jahren eine Outperformance zeigt und in einem Jahr mit einer Finanzkrise historischen Ausmasses nicht, bedeutet dies noch keineswegs, dass inskünftig nur passiv investiert werden soll.

Leonardi: Wir hören öfters den Ruf, dass sich das Immobilien-Management dringend modernisieren sollte, um den Anforderungen des KAG gerecht zu werden. Derivate – dies als explizites Beispiel hierzu – dürfen nur zur Absicherung des Marktrisikos, der Zinssätze oder des Währungsrisikos benutzt werden. Sie dürfen keinesfalls einen Hebeleffekt auf das Fondsvermögen ausüben und auch nicht Leerverkäufen entsprechen.

Müller: In den tendenziell eher wenig transparenten Immobilienmärkten sollte über ein fundiertes Research und aktives Management langfristig Mehrwert zu generieren sein. Von unseren entsprechenden Kategorienmandaten für Institutionelle wird deshalb nur etwa jedes zehnte passiv oder indexnah geführt. Als interessante Anlage für Retailkunden sehe ich den im Herbst von der ZKB lancierten dynamischen Immobilien Proper, bei dem ein breit diversifizierter und aktiv verwalteter Basket aus Immobilienfonds und Immobilienaktien erworben wird. Für Private, die ein passives Produkt bloss mit Immobilienfonds suchen, hält die ZKB einen Tracker auf den SWX-Immobilienfonds-Index bereit.

«Die Finanzkrise wird zu einem Umdenken führen, was die Bewirtschaftung von Immobilien innerhalb von Unternehmen betrifft.»

Philippe Zufferey

Die am besten geführten Schweizer Immobilienfonds und -anlagestiftungen weisen oftmals eine doppelt so gute Performance auf wie die weniger erfolgreichen. Weshalb dies?

Stockmann: Der entscheidende Grund liegt im Management und ist nicht in den «Backsteinen» zu suchen. Im Gegensatz zu den effizienten Kapitalmärkten kann ein unternehmerisch geprägtes Im-

mobilen-Management eine nachhaltige Überperformance erzielen. Wie beim Kauf und Verkauf von Unternehmensteilen werden auch im Immobiliensegment zunehmend nicht mehr bloss objektiv gute Liegenschaften gekauft, sondern nur noch diejenigen, für die das Management in besonderer Weise befähigt ist, einen Mehrwert zu generieren – Stichwort hier: Best Owner Principle. Entscheidend sind Selektion und Motivation der Mitarbeiter sowie die performanceorientierten Prozesse und Strukturen. Mit originärer Forschung unterstützte Strategien helfen zudem, Herdeneffekten auszuweichen und zusammen mit einer kostengünstigen Struktur und straffen Führung aller Dienstleister substanzielle Mehrerträge zu realisieren.

Worauf ist bei Vergleichen besonders zu achten; gibt es anerkannte und aussagekräftige Benchmarks für die Schweiz?

Stockmann: Wirklich aussagekräftig sind nur Total Return-Indizes – und dies auch nur dann, wenn darin ausschliesslich vollständige Portefeuilles abgebildet werden. Die Grenzen der Vergleiche liegen vor allem im Zeithorizont: kurzfristig sind sinnvolle Performancevergleiche nicht möglich; idealerweise erstrecken sich diese über mehrere Jahre. Selbstredend muss die sektorielle und regionale Struktur des Portfolios mit der Benchmark übereinstimmen.

Müller: Bei den Immobilienfonds dominieren einerseits der Rüd Blass Immobilienfonds-Index mit den zehn grössten an der SIX kotierten Immobilienfonds, gewichtet nach Nettofondsvermögen, andererseits der SWX-Immobilienfondsindex mit allen 19 kotierten Immobilienfonds gewichtet nach Marktkapitalisierung. Der zuletzt genannte Index allerdings geniesst eine geringere Bedeutung in institutionellen Mandaten. Bei den Immobilien-Aktiengesellschaften hat sich heuer ein ursprünglich im letzten Jahr etablierter Hilfsindex Namens REAL zum eigentlichen Leitindex entwickelt, da er die Gesellschaft Orascom extrahiert, weil sie in Auslandsimmobilien investiert. Im Okto-



ber hat die SIX Swiss Exchange eine neue Immobilienindex-Familie angekündigt, die einiges an Neuerungen verspricht (s. dazu Textbeitrag auf Seite 19, Anm. der Redaktion).

Wie sind bestehende Immobiliengefässe mit Blick auf die Rendite optimierbar?

Ritz: Selbstverständlich ist dies ein immerwährender Prozess, da sich die technischen, rechtlichen und steuerlichen Gegebenheiten immer wieder ändern. Bezogen auf die Optimierung der Renditen denke ich, dass langfristig gesehen vergleichbare Immobilien auch vergleichbare Renditen ausweisen. Natürlich können kurzfristig die Renditen zum Beispiel durch Hinausschieben von notwendigen Instandsetzungsmassnahmen verbessert werden, irgendwann allerdings müssen diese Investitio-

nen nachgeholt werden – oder man wird bei einem Verkauf nurmehr einen tieferen Preis erzielen.

Die Anlagebewirtschaftung nach dem Prinzip der Wertpapierfonds war im Immobilienbereich lange Zeit kaum ein Thema. Immobilien wurden gekauft und gehalten. Wodurch lassen sich heute gegenüber dem traditionellen «Buy&Hold»-Ansatz deutliche Mehrrenditen erzeugen?

Leonardi: Ich sehe hier primär Arbitragemöglichkeiten, einerseits durch den Wechsel in eine quasi identische Anlage mit Agiogewinn, andererseits durch die taktische Wahl der Immobilienkategorie. Durch das Antizipieren der Wirtschaftskonjunktur können durchaus ansehnliche Gewinne erzielt werden. Als dritte Möglichkeit sehen

wir noch Investments in Projekte mit besonderen Wertzuwachschanzen, meist in Nischen oder bei ganz bestimmten Bauprojekten.

Stockmann: Was für Wertschriften gilt, besitzt für einmal gar verstärkt auch für Immobilieninvestments Gültigkeit: Transaktionen verursachen zunächst nur Kosten. Empirische Untersuchungen, unter anderem aus Grossbritannien, haben ergeben, dass nur auf hohe Einkommen der Bestandesliegenschaften ausgerichtete Strategien nachhaltig eine risikoadjustierte Outperformance – also Alpha – zu generieren vermochten. Interessanterweise war auch der positive Effekt einer überdurchschnittlich guten Einkaufs- und Verkaufsstrategie nicht nachhaltig. Hohe Development-Aktivitäten, d.h. die Linie Einkaufs-Entwicklung-Verkauf, hatten sogar einen

facts

Firmenmeinung über Immobilienanlagen

Banque Cantonale Vaudoise

Die BCV sieht das Immobilienanlage-Segment vor einer erfreulichen Zukunft. Die Kapazitäten des Hauses reichen aus, um bei jeder Projektetappe und Lebensphase eines Immobilienfonds Zusatzwert liefern zu können, sei dies über Marktanalysen, Kontaktvermittlungen oder Beratungen bezüglich Administration und Kotierungsfragen. Als Depotbank für Fonds schweizerischen Rechts nimmt das Waadtländer Institut mit über 180 verschiedenen Produkten und einem Anlagevolumen von etwa 18 Mia. Franken eine dominierende Rolle ein. Sein diesbezüglicher Track Record reicht über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten.



INREIM AG

INREIM als spezialisierter Dienstleister mit langjähriger Erfahrung im ergebnisorientierten Führen von Immobilienportefolles vertritt die Ansicht, dass auch in Zukunft der überwiegende Teil aller Immobilien direkt gehalten wird. Die Professionalisierung beim Bewirtschaften von Direktanlagen wird aber vermehrt eine Auslagerung an klar fokussierte Investmentspezialisten nach sich ziehen. Bei sämtlichen Anlagegefässen ist das Verwalten der Immobilien entscheidend. Mit unternehmerischer Kompetenz und motivierten Mitarbeitern gilt es primär den Cashflow der Bestandesliegenschaften zu erhöhen.



PricewaterhouseCoopers

Die erfreuliche Entwicklung im Bereich der Immobilienanlagen wird aus Sicht der PwC anhalten. Das Haus sah in den letzten Jahren eine stetige Zunahme der Nachfrage nach Dienstleistungen, wobei Audit-Mandate sowie die steuerliche Beratung bei der Aufsetzung von Fonds im Vordergrund standen. Bewertungsfragen und die Prüfung von Akquisitionsobjekten sind ebenfalls elementar. Die «PwC Swiss Real Estate Group» mit rund 35 Immobilien-Spezialisten aus den unterschiedlichsten Fachbereichen gewährt einen umfassenden und qualitativ hochstehenden Service für alle Kundenbedürfnisse aus dem Immobilienbereich.



Solufonds SA

Immobilien müssen wie andere Wertchriften spezifisch analysiert werden bezüglich Risiken und Ertrag, bevor Investments getätigt werden. Faktoren wie gestiegener Bedarf an Wohnfläche pro Einwohner, positive Zuwanderungsraten und Leerstandsquoten von nur 0.9% bewegen Solufonds als Fondsleitung dazu, Investoren wie Pensionskassen oder Familien mit Immobilienparks zu bestärken, einen Teil ihres Vermögens in Immobilienfonds anzulegen. Das Gebiet zwischen Bern und Genf wird noch mehrere Jahre hervorragende Risiko/Ertrags-Relationen bieten, da das Angebot von neuen Wohnhäusern den Bedarf nicht deckt.



Zürcher Kantonalbank

Die ZKB verfügt als grösste Immobilienfinanziererin im Wirtschaftsraum Zürich nicht nur über eine breite Erfahrung und ein fundiertes Wissen um Immobilienanlagen, sie erbringt praktisch alle Dienstleistungen entlang der Wertschöpfungskette: Bewertung, Kauf und Verkauf, Beratung für Transaktionen und Projekte sowie Depotbank-Services. Im Asset Management finden für institutionelle Kunden spezifisch ausgestaltete Mandate «Immobilien indirekt Schweiz» grossen Zuspruch; das gilt auch für vermögende Privatanleger. Retailkunden nutzen primär Fonds, dynamische Immobilien-Proper und Indextracker.



negativen Einfluss auf die risikoadjustierte Performance.

Welche Teile der Wertschöpfungskette lassen sich heute im Immobiliengeschäft effizient auslagern?

Zufferey: Wenn ich das Umfeld eines Immobilienfonds betrachte, so sehe ich zahlreiche Möglichkeiten, wie die Arbeitsleistung getrennt erbracht werden kann. Als Depotbank nehmen wir quasi von Gesetzes wegen schon eine externe und neutrale Stellung ein. Im Bereich Market Making können anderen Partner beigezogen werden, aber auch für die Portefeuillebewirtschaftung und Objektselektion zwecks Steigerung der Renditen. Weitere Punkte könnten sein die Kreditgewährung, Beratungen aller Art oder die Platzierung von neu emittierten Anteilen.

Müller: Problemlos und effizient können unseres Erachtens die klassische Immobilienbewirtschaftung ausgelagert werden – nicht jedoch das Portfoliomanagement. Ausserdem sehen wir Zusatznutzen bei der Delegation des Facility Managements, also des technischen Gebäudeunterhalts.

Stockmann: Neben den bereits häufig anzutreffenden Elementen, die Peter Müller eben nannte, ist im Ausland jedoch auch die Auslagerung des gesamten Real Estate Investment Managements weit verbreitet. Die praktisch in allen anderen Anlageklassen zu beobachtende Trennung in Portfoliomanagement und Vertrieb wird dort auch bei Immobilienprodukten angewendet. In der Schweiz entwickelt sich die Industrie mit zunehmender Professionalisierung sicherlich in die gleiche Richtung.

In welche Elemente lässt sich beispielsweise ein Due Diligence-Prozess im Immobilienbereich unterteilen?

Ritz: Grundsätzlich ist ein Due Diligence-Prozess im Immobilienbereich in folgende Segmente unterteilbar: Markt, Recht, Steuern, Technik, Umwelt und Finanzen.

Wie ermittelt man heute möglichst präzise den Marktwert einer Renditeliegenschaft?

Ritz: Die Marktwerte von Renditeliegenschaften werden heute in der Schweiz fast ausschliesslich mit der Discounted Cash Flow-Methode bestimmt.

Müller: Sie ist, das darf ich hier anfügen, auch die etablierte Methode für alle in der Schweiz börsenkotierten Immobiliengefässe.

Ritz: Richtig. Im internationalen Vergleich stützt man sich allerdings mehr auf Vergleichspreise. Dies ist in der Schweiz aber aufgrund der eingeschränkten Transparenz nicht in gleichem Umfang möglich. Die DCF-Bewertungen berücksichtigen jedoch auch die verfügbaren Transaktionsdaten wie am Markt erzielbare Renditen.

Und wie kann man vorgehen, um Immobilieninvestments mit anderen Kapitalanlagen innerhalb eines Portefeuilles konsistent bewerten und vergleichen zu können?

Stockmann: Nicht kotierte Anlagen können mit dem klassischen Finanzmarkt-Einmaleins nur unzureichend erfasst werden. Insbesondere die Volatilität als vorherrschendes Risikomass und die daraus abgeleiteten Optimierungs-Konzepte greifen zu kurz. Notwendig ist einerseits ein

vertieftes Verständnis des Trade-offs zwischen Illiquidität und Volatilität einer Anlage und andererseits der aus den Verpflichtungen abgeleiteten Liquiditätsbedürfnisse des Anlegers. Da Illiquidität zu niedriger Volatilität und diese wiederum zu niedrigeren Korrelationen tendiert, ist zu vermuten, dass wesentliche Teile der positiven Eigenschaften von nicht-kotierten Immobilienanlagen wohl weniger ihrer Gebäudeeigenschaften zuzuschreiben sind, sondern vielmehr der Handelsform.

Ritz: Da Immobilien als direkte Anlagen keinen Tageskurs kennen, ist ein direkter und unmittelbarer Vergleich in der Tat kaum möglich. Auf Basis regelmässiger, marktnaher Bewertungen, welche heute oft schon halbjährlich nachgeführt werden, können aber immerhin im Jahresvergleich gewisse Vergleiche vorgenommen werden.

Im Rahmen der zunehmenden Professionalisierung des Immobilienanlagegeschäftes tauchen wohl noch vermehrt auf Spezialdienstleistungen ausgerichtete Unternehmen auf. In welche Richtung dürften sich die Verwaltung, Administration und Bewertung von Immobilienanlagen in den kommenden Jahren entwickeln? Welches sind erfolgreiche Geschäftsmodelle mit Zukunft?

Leonardi: Die Immobilienverwaltung wird unseres Erachtens klar aktiver werden und von einem «Buy&Hold»-Ansatz in eine «Buy&Manage»-Form übergehen. Zwecks Nutzung von Skaleneffekten wird eine Konzentration von Fachleuten notwendig sein. Wie von anderen Anlagekategorien her bekannt, dürften auch in un-





Gino Leonardi
Direktor der
Solufonds SA,
Signy-Centre.



Peter Müller
Leiter Immo-
bilienanlagen
im Asset
Management
der Zürcher
Kantonalbank,
Zürich.



Kurt Ritz
Partner und
Real Estate
Industry Leader
bei Pricewater-
houseCoopers
AG, Zürich.



**Roland
Stockmann**
VR-Präsident
der INREIM
AG, Zürich.



Philippe Zufferey
Leiter Depot-
bank bei der
Banque Cantona-
le Vaudoise,
Lausanne.

serem Bereich immer mehr massgeschneiderte Fonds emittiert werden. Mit Blick auf die Bewertungsfrage stellen wir fest, dass heute zwei oder drei unterschiedliche DCF-Methoden im Markt angewandt werden, was weder der Effizienz noch Transparenz förderlich ist.

Stockmann: Kleine Firmen, welche sich auf ein Wertschöpfungssegment fokussieren, werden sich auch hierzulande zunehmend etablieren. McKinsey hat im Jahre 2007 eine europaweit angelegte Studie zum Asset Management bei Immobilien durchgeführt. Gemäss dieser erreichen einerseits kleine und andererseits unabhängig von Finanzkonzernen operierende Teams eine höhere Performance als grosse, integrierte Einheiten.

Zufferey: Ich führe hier gerne noch die Bankdienstleistungen an, die bei Objekt-Transaktionen oder Neuemissionen wertvollen Nutzen stiften können. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass sich Immobilienfonds gut eignen, verschiedene Partner mit ausgewählten Expertisen miteinander zu verbinden.

Mit welchen Produkten und Dienstleistungen befriedigen Sie heute hauptsächlich die Bedürfnisse der institutionellen Kundschaft?

Leonardi: Wir tun dies als kleine und auf Immobilien spezialisierte Fondsleitung einerseits mit Spezialdienstleistungen im Bereich von Fondsgründungen, auch in Labeling-Form über Sacheinlagen. Langjährige Beziehungen und das Wissen um die Bedürfnisse einer anspruchsvollen Kundschaft führten beispielsweise dazu, dass wir mit dem Fonds «Immobilier-CH pour Institutionnels 56j» letztthin erfolgreich ein neuartiges Produkt lancierten, das sich – getreu dem Gesetzesartikel 56j im Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer – ausschliesslich an Einrichtungen der beruflichen Vorsorge richtet.

Stockmann: Wir führen Immobilienportefeuilles ergebnisverantwortlich für Dritte. Das Führen eines Portfolios von Liegenschaften entspricht in unserer Sichtweise dem Management eines Portfolios von Unternehmen. Ausgehend von der Port-

foliostrategie entwickeln wir für jedes der «kleinen Unternehmen» einen Objekt-Businessplan. Dabei kombinieren wir langjährige praktische Erfahrung und aktuelle wissenschaftliche Erkenntnisse. Als kleines, hoch spezialisiertes und interdisziplinäres Team arbeiten wir mit einer sehr vorteilhaften Kostenstruktur.

Ritz: PricewaterhouseCoopers offeriert Immobiliendienstleistungen in verschiedenen Bereichen. Bei der Wirtschaftsprüfung steht selbstredend die Revision von Immobilien-Anlagegefässen im Vordergrund; revisionsnahe Dienstleistungen wie zum Beispiel die Einführung interner Kontrollsysteme sind aber auch Teil der Angebotspalette. Bei der Steuer- und Rechtsberatung steht die steuerliche Strukturierung von Immobilienanlagegefässen im Vordergrund, Fragen zur Mehrwertsteuer oder des Sachenrechts bilden ebenfalls einen wichtigen Bestandteil. Bei der Wirtschaftsberatung stehen Immobilientransaktionen, Due Diligence-Prozesse oder Bewertungen im Vordergrund.

Müller: Weil sich kundenspezifisch ausgerichtete Immobilien-Kategorienmandate mit aktivem Managementansatz anhaltender Beliebtheit erfreuen, fokussieren wir uns aktiv auf dieses Segment. Die Nachfrage seitens institutioneller Kunden ist ungeboren, insbesondere nach Mandaten mit einer individuell definierten Benchmark aus Immobilienfonds und Immobilienaktien.

Zufferey: Neben den Depotbank-Services bieten wir über unsere Facheinheiten eine breite Palette an Zusatzangeboten. Zum einen geht es dabei um Beratungsleistungen bei der Konzeption eines Immobilienfonds oder bei der technischen und juristischen Ausgestaltung inklusive Benennung der optimalen externen Partner. Selbstverständlich helfen wir auch bei der Klärung von steuerlichen Aspekten und der Ausrichtung der Fondskonstrukte, damit möglichst zielgruppengerecht am Markt agiert werden kann.