

# Luxemburg sei Dank

**Indirekte Immobilienanlagen** – Für die Zulassung neuer Immobilienfonds lässt sich die FINMA viel Zeit. Zu viel Zeit, meinen Schweizer Assetmanager und wählen zur Auflage neuer Fonds Lösungen im Ausland.

Von Andreas Loepfe, Bilder: PD, Matteocozzi/Dreamstime.com



Profitiert von «hohen Hürden» in der Schweiz: der Finanzplatz Luxemburg.

Die mit dem am 1. Januar 2007 in Kraft getretenen neuen Kollektivanlagegesetz KAG verbundenen Hoffnungen haben sich im Bereich der Immobilienanlagen nicht erfüllt. Von der nach Luxemburger Vorbild gestrickten Anlagegesellschaft mit variablem Kapital SICAV existiert gerade mal eine, die in Immobilien investiert. Von der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen KGK, die der bewährten «Limited Partnership» nachgebildet wurde, kennen wir immerhin vier – die letzte wurde aber bereits vor drei Jahren bewilligt.

Im systematischen Nichtzurverfügungstellen von Kapazitäten und Kompetenzen im Bereich kollektiver Immobilienanlagen sehen viele Marktteilnehmer

eine bewusste Haltung von Politik und Regulator: Die FINMA wolle eigentlich gar keine Immobilienfonds, heisst es hinter verschlossenen Türen. Konkrete Äusserungen fehlen zwar – Fakt ist aber: Immobilienfonds brauchen Monate bis Jahre um – wenn überhaupt – bewilligt zu werden. Da sich aber kaum eine der involvierten Anwaltskanzleien oder Finanzintermediäre mit der FINMA anlegen möchte, wird kaum öffentlich Kritik geübt.

Vor dem Hintergrund einer möglichen Überhitzung der Schweizer Immobilienmärkte mag eine gewisse Zurückhaltung bei der Bewilligung von neuen kollektiven Immobilienanlagen zunächst verständlich erscheinen. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht können

Immobilienrisiken jedoch nicht vermieden, sondern nur besser verteilt und diversifiziert werden. Der Immobilienpark steht nun mal da und kann nicht einfach wegereguliert werden. So suchen denn viele von den Möglichkeiten der kollektiven Anlagen Enttäuschte ihr Glück im Wohneigentum und gehen damit ein Klumpenrisiko ohnegleichen ein. Zudem sind sich die Experten einig: Wenn es eine Immobilienblase in der Schweiz gibt, dann im Wohneigentumsmarkt und weit weniger bei Renditeliegenschaften. Diese Dynamik wird durch die anhaltende Verdrängung der Wohnnachfrage vom regulierten Mietmarkt auf den effizienteren Eigentumsmarkt und die Verlockung der tiefen Zinsen begünstigt.



## Immobilienrisiken werden unterschätzt

«Ich kenne kaum eine sicherere Anlage als selbst genutztes Wohneigentum», äusserte unlängst die SP-Nationalrätin Jacqueline Badran auf einem Podium der Zeitschrift Hochparterre. Etwa zeitgleich erhöht der Bundesrat auf Antrag der Nationalbank die Eigenkapitalunterlegung für Hypothekarkredite. Die medienwirksam geführte Blasendebatte verschleiert, dass die Preise von Immobilien auch bei normalem Funktionieren der Märkte Schwankungen unterliegen. Die positiven oder negativen Abweichungen vom längerfristigen Entwicklungspfad – Volatilität genannt – betragen bei Eigentumswohnungen jährlich rund vier Prozent (IAZI-Index). Bei Vernachlässigung der Inflation muss also damit gerechnet werden, dass eine Wohnung, die für 100 gekauft wurde, ein Jahr später 104 oder 96 Wert hat. Dieses Resultat erschreckt zunächst kaum. Immobilien sind aber illiquide und folgen deshalb einem mehrjährigen Trend, im Jargon Autokorrelation genannt. Die Wahrscheinlichkeit, dass der bereits auf 96 gesunkene Preis weiter auf 92 sinkt, ist also grösser, als dass er wieder auf 100 steigt. Dies bedeutet, dass das effektive Wertänderungsrisiko grösser ist, als das üblicherweise verwendete Risikomass vermuten lässt. Analysen der Universität Zürich (Constantinescu 2009) mit Daten seit 1945 weisen denn auch weit höhere Wertänderungsrisiken auf als der IAZI-Index. Im Stress-test der Versicherungsregulierung der

EU (Solvency II) wird für Immobilienanlagen eine jährliche Volatilität von 25 Prozent unterstellt.

Selbst bei einer niedrigen Volatilitätsannahme von vier Prozent steigt das Eigenkapitalrisiko bei einem Leverage von 80 auf 20 Prozent. Dies entspricht bereits dem längerfristigen Risiko des Schweizer Aktienmarkts. Kommt zum Marktrisiko im Falle von selbst genutztem Wohneigentum noch ein objektspezifisches Risiko von beispielsweise zwei Prozent dazu, beträgt das «gehebelte» Gesamtrisiko bereits 30 Prozent. Mit anderen Worten: Der Eigenheimbesitzer hätte ebenso gut in ein aggressives Aktienportfolio – oder gar einzelne Titel investieren können. Wenn wir eine zukünftige Volatilität von zehn Prozent unterstellen, ist das Risiko des Schweizer Aktienmarkts bereits bei einer konservativen Fremdfinanzierung von 50 Prozent erreicht. Bei einem Leverage von 90 Prozent wird das Risiko verzehnfacht (s. Grafik «Eigenkapitalrisiko»). D. h. der Eigenheimbesitzer muss erwarten, dass er nach einem Jahr entweder das gesamte eingesetzte Eigenkapital verloren hat oder doppelt so reich ist. Im schlechteren Fall wird der Fremdkapitalgeber Teile des Darlehens zurückfordern. Kann der Eigentümer diese Zahlung nicht leisten, kommt es zur Zwangsverwertung.

## Mit kollektiven Anlagen Risiken diversifizieren

Nicht obschon, sondern weil Immobilienanlagen riskant sind, sind sie besonders für kollektive Anlageformen ge-

## Ein paar Leitgedanken

Der Versuch Immobilienmarkt-Risiken durch eine restriktive Bewilligungspolitik der kollektiven Immobilienanlagen zu vermeiden, ist kontraproduktiv.

Eine anlegerorientierte Regulation kollektiver Anlagen zielt auf die Förderungen eines fairen Wettbewerbs unter den Assetmanagern – nicht auf die Vermeidung von der Anlagerisiken.

Wenn ein Assetmanager überhaupt Werte schöpfen kann, wird er diese nur unter Wettbewerbsdruck an den Investor weitergeben.

eignet. Kaum jemand bestreitet, dass eine diversifizierte Immobilienanlage als Teil einer Gesamtanlagestrategie sinnvoll ist. Deshalb haben mittlerweile 35 Länder steuertransparente Immobiliengesellschaften vom Typ der Real Estate Investment Trust (REITs) geschaffen. Damit wird eine steuerliche Diskriminierung (Doppelbesteuerung) gegenüber den Immobiliendirektanlagen vermieden. In den letzten Jahren sind auch viele europäische Länder wie Frankreich, Deutschland und Grossbritannien dazugekommen. 2003 kam auch eine durch das Bundesamt für Wohnungswesen in Auftrag gegebene

«Die neuen vom Kollektivanlagegesetz KAG regulierten Immobilienanlagen kommen nicht vom Fleck. Politik und Regulator drängen Private so ins schlecht diversifizierbare, meist hoch verschuldete Wohneigentum. Ausländische Anlagegefässe können teilweise Abhilfe schaffen – besser noch wäre die Schaffung eines Schweizer REITs.»

Andreas Loepfe, Managing Director CUREM



ne Studie des Basler Beratungsbüros B.B.S. zum Schluss, dass die Schaffung steuertransparenter Anlagestrukturen (wie z.B. die amerikanischen REITs) zu begrüssen wäre.

Mit der Hoffnung auf die neuen Anlageformen des KAG ging dann aber die Hoffnung auf Schweizer REITs definitiv unter. Vor dem Hintergrund der grossen Schwierigkeiten mit den neuen Anlageformen im Immobilienbereich wäre es aber sinnvoll, die Diskussion neu zu führen. Nachdem mit der Teilrevision des Raumplanungsgesetzes ein erster Schritt zur besseren Verteilung von planungsbedingten Mehrwerten erfolgte, könnte die Steuerbefreiung von Immobilienaktiengesellschaften mit einer hohen Ausschüttungsquote nun auch für linke Kreise akzeptabler sein.

### Die Immobilien-Fonds-Industrie zieht nach Luxemburg

Eigentlich wollten Angela Merkel und Nicolas Sarkozy nur etwas gegen die «Heuschrecken» (Hedge Funds) unternehmen. Der durch die Alternative Investment Funds Manager Directive AIFMD initiierte Restrukturierungsbedarf ist aber vielfach so umfassend, dass gänzlich neue organisatorische Lösungen gesucht werden müssen. So bekommen die bedeutenden länderspezifischen Unterschiede der Implementierung der AIFMD paradoxerweise gerade durch den Versuch einer Vereinheitlichung grosses Gewicht. In der Poleposition als «Funds-Hub», aus dem die europaweite Produktion und der Vertrieb heraus organisiert wer-

den, ist klar Luxemburg. Auch Schweizer Assetmanager wählen zusehends Luxemburger Lösungen. Zu nennen ist beispielsweise die Swiss Life, die für ihren neuen Fonds für kommerzielle Schweizer Liegenschaften eine Luxemburger Struktur verwendet.

Für Luxemburg ist das Fondsgeschäft lebensnotwendig: Regulieren wird als Dienstleistung an der Gemeinschaft verstanden, Fondsregulation soll kollektives Anlegen ermöglichen – nicht verhindern. Luxemburg reguliert nicht lascher, sondern kompetenter und vor allem schneller – so der Tenor aus Deutschland und der Schweiz an einer AIFMD-Real-Estate-Tagung, die CUREM unlängst zusammen mit Partnern aus Luxemburg und Deutschland durchführte. Das in Luxemburg domizilier-

ANZEIGE



Universität  
Zürich

Institut für Banking und Finance – CUREM



FHS St.Gallen  
Hochschule  
für Angewandte Wissenschaften

HOCHSCHULE  
LUZERN

HWZ Hochschule für  
Wirtschaft Zürich

Einladung zur Informationsveranstaltung MAS in Real Estate

## Welcher Master passt zu Ihnen?

Finden Sie die beste Ausbildung für Ihre Ambitionen: alle Deutschschweizer Hochschulen, welche einen Weiterbildungsmaster in Real Estate anbieten, laden Sie zu einer gemeinsamen Informationsveranstaltung in Zürich ein.

Sie können sich an diesem Abend umfassend über die Weiterbildungsangebote informieren, die Studiengänge miteinander vergleichen und individuelle Fragen an die Studienleitungen stellen. Nach einer kurzen Präsentation der einzelnen Hochschulen und Studiengänge stehen die Kursleitenden für individuelle Gespräche zur Verfügung.

Der Anlass findet statt am **Montag, 13. Mai 2013 von 18.15 bis 19.00 Uhr**, anschliessend individuelle Gespräche im Restaurant **Au Premier**, am Hauptbahnhof, Bahnhofplatz 15, 8001 Zürich

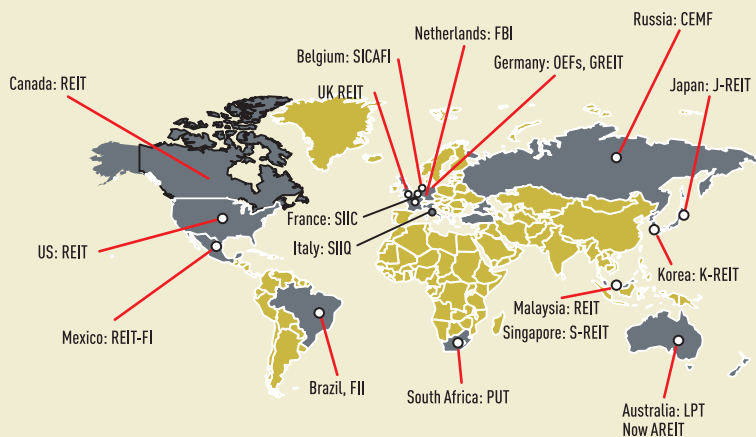
Die Veranstaltung ist kostenlos, um eine Anmeldung an [info@curem.ch](mailto:info@curem.ch) wird gebeten. Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme und stehen bei Fragen jederzeit gerne zur Verfügung.

[www.masrealestate.uzh.ch](http://www.masrealestate.uzh.ch)

[www.fh-hwz.ch](http://www.fh-hwz.ch)

[www.fhsg.ch/weiterbildung](http://www.fhsg.ch/weiterbildung)

[www.hslu.ch/immobilien](http://www.hslu.ch/immobilien)



**REITS AUF DEM VORMARSCH**

**Das globale Wachstum hält an:** In Australien, Singapur und in den USA ermöglicht ein breites Angebot an REITs die Beteiligung an gelisteten Immobiliengesellschaften mit sektoral/regional ausgewogenen Immobilienportfolios.

**In Europa** gibt es in vielen Ländern nur ein begrenztes Angebot an REITs, in vielen gibt es diese Anlageform noch gar nicht.

te Immobilienanlagevermögen ist mit rund 300 Milliarden Franken etwa zehnmal grösser als alle Immobilienfonds Schweizer Rechts. Kein Wunder also, kann sich Luxemburg der nicht ganz trivialen «Nische» der kollektiven Immobilienanlagen mit wesentlich höheren Kapazitäten und Kompetenzen annehmen.

**Regulierungswettbewerb schafft Mehrwert**

Steuertransparente, kollektive Anlagegefässe ermöglichen grundsätzlich eine bessere Diversifikation und mittels Skaleneffekten ein kostengünstiges Management. Ob allerdings auch der Investor und nicht nur der Finanzintermediär von diesen Mehrwerten profitiert, ist eine Frage des Wettbewerbs unter

den Assetmanagern. Genau diesen reduziert aber der Schweizer Regulator durch die «hohen Auflagen»: Sie erhöhen nicht nur die Verwaltungskosten, sondern führen auch zu gravierenden Markteintrittsbarrieren. Anzumerken bleibt, dass das KAG mit seiner dogmatischen Fokussierung auf eine unabhängige «Drittverwaltung» jegliche Formen von Selbsthilfe-Organisationen von Investoren ausschliesst, die eine bessere Durchsetzung ihrer Interessen ermöglichen würden. Eine glückliche Ausnahme bilden die Pensionskassen, die sich über Anlagestiftungen zusammenschliessen und so die Kontrolle über den Assetmanager behalten können.

Es stellt sich abschliessend die Frage: Wer schützt den Investor vor dem Regulator – oder, wer passt auf den Aufpas-

ser auf? Die Hoffnung der Ökonomen: der Wettbewerb. Leider nur eine Hoffnung, weil auch für Spitzen-Regulatoren, -Politiker und -Verwaltungsbeamte Wettbewerb unbequem ist. Sie neigen deshalb dazu, diesen wegzuregulieren. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Lex Koller: Sie stuft Gesellschaften mit Sitz im Ausland per se als «Personen im Ausland» ein. Dies obschon die Lex Koller ansonsten konsequent auf die faktische Beherrschung und nicht auf die rechtlichen Verhältnisse abstützt. Entscheidend ist aber, dass die Schweizer Anleger erkennen, dass ein auf die Förderung eines breiten und fairen Wettbewerbs ausgerichtetes Regulations-Regime zu einer höheren Ausschüttung führt, und ihre Anlageentscheide entsprechend ausrichten. ▲

ANZEIGE



**sie suchen**

eine solide Kapitalanlage mit beständiger Rendite?

**wir bieten**

ihnen interessante mehrfamilienhäuser zum Kauf an. investieren sie in direkte Immobilienanlagen. wir verfügen über ein breites Angebot an Wohnbauten in der ganzen Deutschschweiz.

**Fortimo AG**  
9016 St. Gallen  
Tel. 071 844 06 66  
www.fortimo.ch

