

## Indirekte Immobilienanlagen

# Steuermalus versus Managementbonus

Je nach **Steuersituation** führt der Besitz von indirekten Immobilienanlagen unter dem Strich zu **unterschiedlichen Ergebnissen**.

Text: Michaela Eberle-Wieser

**M**it Direktanlagen kann der Investor ein Portfolio nach seinen Bedürfnissen und Zielen zusammenstellen, jederzeit Kontrollrechte ausüben und bei Bedarf die eigene Arbeitsleistung einfließen lassen. Bei indirekten Immobilieninvestitionen hingegen wird das Kapital mehrerer Investoren gepoolt und von einem mehr oder weniger autonom agierenden Management dem Zweck entsprechend angelegt und geführt. Der Investor hat in diesem Fall beschränkte Mitwirkungs- und Kontrollrechte, dafür im Falle einer Börsenkotierung mögliche Liquiditätsvorteile sowie Zugang zu einem spezialisierten Management.

Die Wahl der Anlageform löst aber auch unterschiedliche Steuerfolgen und Managementkosten aus, welche neben den Cashflows, den Wertsteigerungen und der Höhe der Fremdfinanzierung die Performance beeinflussen. Im Folgenden wird zuerst auf die steuerlichen Aspekte eingegangen und anschliessend der Einfluss des Managements auf die Performance untersucht.

## Steuerliche Behandlung der Immobilien-Anlagegefässe in der Schweiz

Die **Immobilien-AG** wird für den Gewinn und das Vermögen auf Ebene der Bundessteuer zum Normalsatz für juristische Personen besteuert, das Gleiche gilt auf Kantons- und Gemeindeebene. Erfolgen Ausschüttungen, werden diese bereits versteuerten Einkünfte beim Investor ein

zweites Mal besteuert (Doppelbesteuerung). Wenn Dividendenausschüttungen erfolgen, ist die Immobilien-AG trotz der neu eingeführten Dividendenteilbesteuerung aus steuerlicher Sicht nicht attraktiv. Verzichten Investoren aber vollständig auf eine Dividendenausschüttung, ist die Immobilien-AG im Vergleich zur Direktanlage dennoch attraktiv, weil tiefere Grenzsteuersätze als bei den natürlichen (vermögenden) Personen anfallen.

Dem **KAG unterstellte Rechtsformen** mit direktem Immobilienbesitz genießen grundsätzlich eine steuerprivilegierte Behandlung. Eine Ausnahme bildet die SICAF, die Investmentgesellschaft mit festem Kapital, welche der Aktiengesellschaft gleichgestellt ist. Bei allen anderen Rechtsformen – dem vertraglichen Anlagefonds, der SICAV (Investmentgesellschaft mit variablem Kapital) und der KGK (Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen) – besteht der Steuervorteil darin, dass in erster Linie das Anlagegefäss besteuert wird und die Besteuerung der Erträge beim Investor entfällt (keine Doppelbesteuerung).

Zudem werden diese Anlagegefässe auf Bundesstuebene nicht wie die Aktiengesellschaft als juristische Person behandelt, sondern zählen zu den übrigen juristischen Personen wie z.B. Vereine, Stiftungen usw. Die Besteuerung erfolgt bei diesen zu einem tieferen Steuersatz (4,25% anstelle 8,50%). Kantone und Gemeinden sind in der Steuerprivilegierung für kollektive



Michaela Eberle-Wieser,  
Portfoliomanagerin INREIM AG

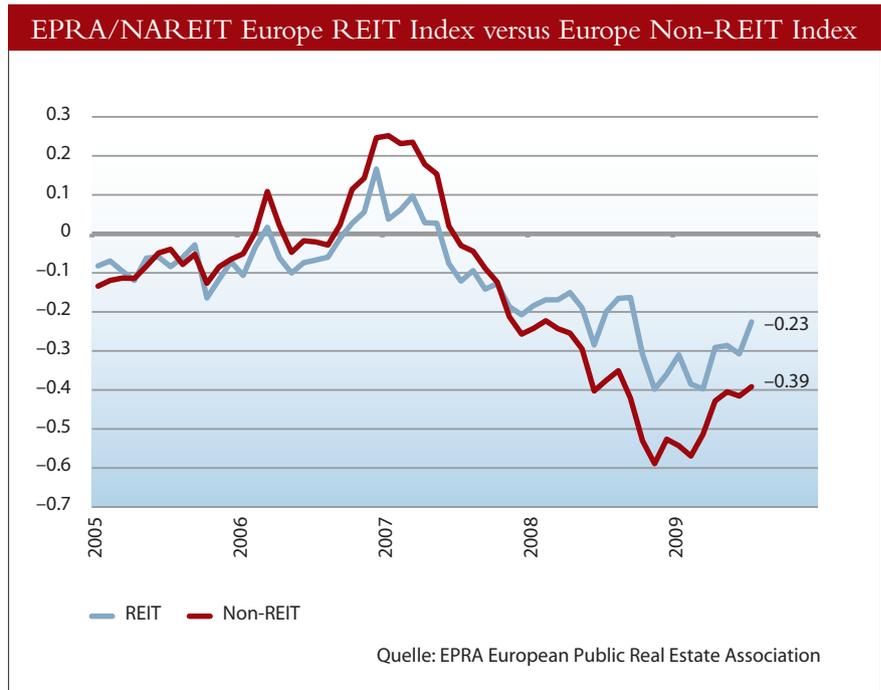
Kapitalanlagen grundsätzlich frei. Weil verschiedene Kantone bereits attraktive Steuersätze analog der direkten Bundessteuer eingeführt haben, können sich je nach Standort der Liegenschaften weitere Steuervorteile ergeben. Anders als bei der Immobilien-AG unterliegen die Dividendenausschüttungen dieser steuerprivilegierten Rechtsformen nicht der Verrechnungssteuer und die Emissionsabgabe bei der Ausgabe von Anteilen entfällt.

Die **Immobilien-Anlagestiftung (AST)** steht ausschliesslich den Personalvorsorgeeinrichtungen offen und ist von der Ertrags- und Kapitalsteuer befreit. Hingegen unterliegt die AST der Grundstückgewinnsteuer und kantonalen Objektsteuern.

**Die Bewertung der Steuerregimes am Kapitalmarkt**

Ein möglicher Steuerbonus kotierter Anlagegefässe müsste sich auch in der Börsenbewertung bemerkbar machen. Für die ausserhalb der Schweiz mittlerweile sehr verbreiteten, steuertransparenten Real Estate Investment Trusts (REITS) wird üblicherweise erwartet, dass sie langfristig eine positive Differenz zwischen dem Börsenkurs und dem Net Asset Value (Agio) aufweisen. Für nicht steuertransparente Gefässe spricht allerdings wenig für langfristig positive Agios.

Empirisch ist diese Unterscheidung allerdings schwierig zu belegen, weil Non-REIT-Strukturen gegenüber REITS andere, häufig riskantere Businessmodelle umsetzen. Die historischen Agios europaweit zeigen vor allem eine höhere Volatilität von Non-REIT-Strukturen gegenüber den REITS.



Anzeige



Auch in der Vermietung von Retailflächen sind wir stark.

Gerne suchen oder vermieten wir auch in Ihrem Auftrag.

**Eine gute Geschäftsadresse ist die halbe Miete**

**Zentrum Kirschgarten, Basel**

E&V Retail Services AG  
 email: [ZuerichRetail@engelvoelkers.com](mailto:ZuerichRetail@engelvoelkers.com)  
[www.engelvoelkers.com/schweizcommercial](http://www.engelvoelkers.com/schweizcommercial)

**ENGEL & VÖLKERS**  
**COMMERCIAL**

**Immobilien-Direktanlage:****«Private-Equity-Investment mit Obligationen-Charakter»?**

In Finanzkreisen wird immer wieder darüber gerätselt, weshalb vermögende Privatpersonen, Family Offices und teilweise auch institutionelle Investoren direkt in einige wenige Liegenschaften investieren und damit hohe, mutmasslich nicht entschädigte Klumpenrisiken eingehen. Gemäss dem heute üblichen Finanz-Paradigma folgen die Erträge der Kapitalanlage einer vom Eigentümer unabhängigen, weitgehend vom Zufall geprägten Wahrscheinlichkeitsverteilung. Während es eine (Publikums-)Aktie kaum kümmert, wer ihr Eigentümer ist, kann dies beim Mehrfamilienhaus durchaus der Fall sein. Bei Immobilien-Direktanlagen kann und muss der Eigentümer bis zu einem gewissen Grad Einfluss auf das Immobilienmanagement nehmen. Im Gegensatz zu

«Private-Equity-Investments» im engeren Sinne ist aber der Einfluss des Eigentümers auf den Erfolg sowohl in positiver als auch negativer Weise beschränkt. Immobilien-Direktanlagen haben deshalb eine im Vergleich zu anderen Anlageklassen einzigartige Kombination von Determinismus (Einfluss des Eigentümers) und einer vom Zufall geprägten Wahrscheinlichkeitsverteilung, welche von der Entwicklung der relevanten Immobilienmärkte abhängt.

Die hybride Natur der Immobilien-Direktanlage als «Private-Equity-Investment mit Obligationen-Charakter» lässt das Eingehen von Klumpenrisiken vielleicht nicht rechtfertigen, aber besser verständlich machen. Gerade in Krisenzeiten, in denen praktisch alle Assetklassen hoch korrelierten, kann entgegen den oft zitierten Diversifikationsregeln folgende Haltung sinnvoll sein: «Put all the eggs in one basket – and watch the basket.»

**Management Matters**

Es stellt sich nun die Frage, ob ein möglicher Steuerminus mit einer überdurchschnittlichen Managementkompetenz kompensiert werden kann. Vielfach wird argumentiert, dass ein spezialisiertes Management einen Mehrwert generieren kann. Im Bezug auf reine Skaleneffekte haben eigene Untersuchungen ergeben, dass in der Tendenz eine negative Korrelation zwischen Fondsgrösse und Performance besteht.

Die INREIM AG wollte es genauer wissen und hat Investment Property Databank IPD mit einer Spezialanalyse beauftragt. Die Studie vergleicht die Performance unterschiedlicher Anlageformen für die Jahre 2006 bis 2008. Der IPD-Benchmark bildet die Performance (Einkommen und Wertsteigerung) direkt gehaltener Schweizer Bestandesliegenschaften im Wert von rund 60 Mrd. CHF ab. Die Performance wird vor allfälligen Steuern, Managementkosten und

Anzeige

WWW.REALESTATEINVESTMENT.CH


  
 Immobilien-Dienstleistungen
**Ihr Bedürfnis.**

- Beratung
- Effektive Lösungen
- Verhandlungsstärke
- Seriosität, Kompetenz, Erfahrung

**Unsere Leistungen.**

- Umfassende Beratung
- Klare Analyse und kreative Ideen
- Breites Beziehungsnetzwerk
- Regionale Markt-Kenntnisse und -Präsenz

Wincasa AG Real Estate Investment  
Ihr Partner für Immobilien-Vermittlungen

Basel | Bern | Luzern | Olten  
St. Gallen | Winterthur | Zürich

«DIE DINGE HABEN NUR DEN WERT,  
DEN MAN IHNEN VERLEIHT.» MOLIÈRE

## IPD-Spezialanalyse, Performance-Attribution

		2006	2007	2008	Durchschnitt
<b>AST</b>	Verkehrswert: CHF	4,22 Mrd.	4,32 Mrd.	4,81 Mrd.	4,45 Mrd.
	Impact Bestandsliegenschaften	4.60	3.93	3.74	4.09
	Impact Einkäufe	0.00	0.00	0.36	0.12
	Impact Verkäufe	0.04	0.13	0.00	0.06
	Impact Entwicklungen	0.66	1.04	0.39	0.70
	Impact Residual	0.10	0.14	0.12	0.12
	<b>Performance</b>	<b>5.41</b>	<b>5.24</b>	<b>4.62</b>	<b>5.09</b>
	Netto-Cashflow-Rendite	3.75	4.21	4.48	4.15
Wertänderungsrendite	1.60	1.00	0.13	0.91	
<b>Funds</b>	Verkehrswert: CHF	13,6 Mrd.	15,28 Mrd.	17,22 Mrd.	15,37 Mrd.
	Impact Bestandsliegenschaften	4.08	5.34	5.23	4.88
	Impact Einkäufe	0.14	0.04	0.16	0.11
	Impact Verkäufe	0.14	0.27	0.27	0.23
	Impact Entwicklungen	0.81	1.07	0.34	0.74
	Impact Residual	0.13	0.21	0.17	0.17
	<b>Performance</b>	<b>5.28</b>	<b>6.93</b>	<b>6.17</b>	<b>6.13</b>
	Netto-Cashflow-Rendite	4.79	4.80	4.82	4.80
Wertänderungsrendite	0.48	2.04	1.30	1.27	
<b>AGs</b>	Verkehrswert: CHF	11,67 Mrd.	12,74 Mrd.	13,47 Mrd.	12,63 Mrd.
	Impact Bestandsliegenschaften	6.46	9.40	6.15	7.34
	Impact Einkäufe	0.38	0.06	0.01	0.15
	Impact Verkäufe	0.14	0.06	0.13	0.11
	Impact Entwicklungen	0.44	0.83	0.90	0.72
	Impact Residual	0.34	0.58	0.25	0.39
	<b>Performance</b>	<b>7.77</b>	<b>10.93</b>	<b>7.44</b>	<b>8.71</b>
	Netto-Cashflow-Rendite	4.76	4.65	4.65	4.69
Wertänderungsrendite	2.89	6.02	2.68	3.86	
<b>Direktanlage</b>	Verkehrswert: CHF	17,75 Mrd.	17,78 Mrd.	24,11 Mrd.	19,88 Mrd.
	Impact Bestandsliegenschaften	4.30	5.07	5.22	4.86
	Impact Einkäufe	0.36	0.04	0.01	0.14
	Impact Verkäufe	0.18	0.18	0.40	0.25
	Impact Entwicklungen	0.38	0.30	0.13	0.27
	Impact Residual	0.12	0.18	0.17	0.16
	<b>Performance</b>	<b>5.34</b>	<b>5.76</b>	<b>5.93</b>	<b>5.68</b>
	Netto-Cashflow-Rendite	4.43	4.26	4.37	4.35
Wertänderungsrendite	0.88	1.45	1.49	1.27	

Leverage berechnet und weist so die Leistung auf Ebene Immobilienportfolio aus.

Die IPD-Spezialanalyse zeigt auf, dass Immobilien-AGs die beste Performance erzielen. Sie schliessen in diesem Vergleich bezogen auf den Durchschnitt der letzten drei Jahre mit 8,71% Performance am besten ab, die Fonds erreichen 6,13%, die steuerbefreiten Anlagestiftungen 5,09% und die Direktanlagen 5,68%. Der Erfolg der AGs muss an dieser Stelle etwas relativiert werden, weil diese einen grösseren Anteil an Einzelhandelsimmobilien im Portfolio halten. Der IPD-Index weist für Einzelhandelsimmobilien im Zeitraum 2006 bis

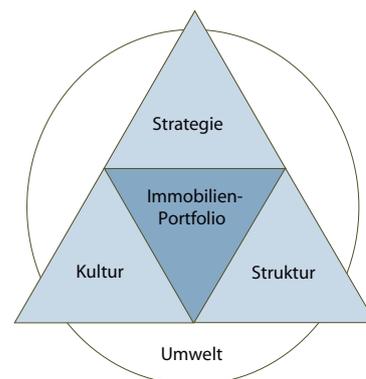
2008 eine Performance von 8% aus. Weitere Performance-Unterschiede sind kaum auf eine unterschiedliche Sektorallokation zurückzuführen, denn Büroliegenschaften schnitten im gleichen Zeitraum mit 6% nur leicht besser ab als Wohnliegenschaften mit 5,8%.

Wie die Analyse zeigt, haben die Bestandsliegenschaften den grössten Einfluss auf die Performance. Performance-Effekte von Transaktionen und Projektentwicklungen sind relativ gering und zu unserer Überraschung in den meisten Anlageformen in etwa vergleichbarer Höhe. Entscheidend ist das Management, es gilt mit unternehmerischer

Kompetenz durch motivierte Mitarbeiter den Cashflow der Bestandsliegenschaften zu mehren. Ansatzpunkte zur Optimierung des Managements sind zum Beispiel in den Bereichen Mitarbeiterselektion und -motivation, Performance-orientierte Prozesse und Strukturen sowie Führung aller Dienstleister zu finden. Zudem helfen Research-basierte Strategien dabei, Herdeneffekten auszuweichen.

Konzeptionell formuliert wird die optimale Performance dann erreicht, wenn die Strategie, Struktur und Kultur eines Immobilieneigentümers mit seinem Immobilienportfolio und dem regulatorischen Umfeld im Einklang stehen (Best-Owner-Principle). Dies bedeutet, dass nicht nur objektiv attraktive Liegenschaften im Portfolio gehalten werden, sondern diejenigen, für welche das Management in besonderer Weise befähigt ist, einen Mehrwert zu generieren.

## Best-Owner-Principle



Für den Immobilieneigentümer wird die optimale Performance erreicht, wenn

- Strategie,
  - Struktur und
  - Kultur des Unternehmens mit dem
  - Immobilienportfolio und der
  - Unternehmensumwelt
- übereinstimmen.

## Der Immobilien-Portfoliomanager als Unternehmer

Liegenschaften können als kleine Unternehmen, welche im Wettbewerb mit anderen Unternehmen stehen, verstanden werden. Dabei werden die Immobilien aufgeteilt in ein alterndes Grundstück (Lage) und ein Mauerwerk mit begrenzter Lebensdauer. Die unternehmerische Kunst besteht darin,

das alternde Mauerwerk den sich ändernden Lagequalitäten und Marktbedürfnissen in sinnvollen Schritten anzupassen.

Unternehmerisch geprägte Immobilien-Investmententscheidungen überfordern häufig auch formal ausgerichtete Investment Committees. Diese versuchen die Anagemöglichkeiten in einem analytisch strukturierten Prozess zu einem objektiven Optimum zusammenzuführen. Die unternehmerische Haltung ist anders: Der Unternehmer setzt alles auf eine Karte, weil er an seine Businessidee glaubt. Zudem besteht eine wichtige Aufgabe des Unternehmers darin, auch nicht erwartete Opportunitäten wahrzunehmen und Teams in anspruchsvollen Prozessen zum Erfolg zu führen.

Das Hauptziel des Immobilienunternehmers ist der Erfolg am Flächen- bzw. Mietermarkt; darauf ist auch der Immobilien-Businessplan ausgerichtet. Der Erfolg am Mietermarkt bedeutet dabei weit mehr als die Aufrechterhaltung physischer Gebäudeeigenschaften. Es gilt immer wieder von Neuem Werte zu schaffen, die in ihrer Gesamtheit den konkurrierenden Angeboten aus der Sicht ausgewählter Marktsegmente überlegen sind. Obwohl Einigkeit darüber herrscht, dass Businesspläne zum Führen von Immobilien notwendig sind, gehen in der Praxis die Meinungen über den Inhalt und die Herleitung von Immobilien-Businessplänen auseinander.

### Steuervorteile und Managementbonus?

Ein Vergleich nach Steuern der verschiedenen Anlagegefässe zeigt, dass sich für alle Investorengruppen nur bei der Immobilien-AG mit Dividendenausschüttung ein Steu-

ermalus aufgrund der Doppelbesteuerung ergibt. Privatinvestoren sind häufig bereit, mit der Investition in eine Immobilien-AG einen Steuermalus hinzunehmen und dafür die Mitbestimmungs- und Kontrollrechte weiterhin ausüben zu können. Zudem schätzen Privatinvestoren den Freiraum im Bereich Fremdfinanzierung, welcher beim vertraglichen Anlagefonds und der SICAV auf 50% beschränkt ist. Für institutionelle Investoren bestehen weitere Steueroptimierungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Holdingstrukturen.

Transaktionsökonomische Überlegungen lassen ableiten, dass Anlageformen einen systematischen Einfluss auf das Verhalten des Managements ausüben. Zu nennen wären unter anderem höhere unternehmerische Freiräume und die heute etwas in Verruf geratenen Performance-orientierten Anreizstrukturen.

In der IPD-Spezialanalyse hat die Immobilien-AG die besten Resultate auf Ebene Immobilienportfolio (vor Steuern, Managementkosten und Leverage) erzielt, was auf eine entsprechend gute Management-Kompetenz schliessen lässt.

### Fazit

Sinnvollerweise werden steuerliche Vorteile und Managementkompetenzen kombiniert. Neben der Immobilien-AG ohne Dividendenausschüttung stehen den Institutionellen und den vermögenden Privatpersonen auch die beiden steuerprivilegierten KAG-Rechtsformen – der vertragliche Anlagefonds und die SICAV – zur Verfügung. Der Gesetzgeber fordert für die kollektive Kapitalanlage eine Mindestanzahl von

Anlegern und verhindert gleichzeitig, dass die steuerprivilegierten Rechtsformen für individuelle Investoreninteressen verwendet werden.

Aufgrund der Tatsache, dass bisher noch kein Immobiliengefäss in der Rechtsform einer SICAV mit Ausgestaltung als Immobilienfonds lanciert wurde, kann nicht aufgezeigt werden, ob diese Form eine ideale Kombination von steuerlichen Vorzügen und Managementkompetenzen ist. Zurzeit sind bei der FINMA mehrere Anfragen für Gründungen, Ausnahmeregelungen und Praxisfestlegungen pendent. Die weiteren Entwicklungen in diesem Bereich und die Beseitigung der momentanen Rechtsunsicherheiten sind abzuwarten. In der Zwischenzeit besteht allerdings – wie schon unter dem Anlagefondsgesetz AFG – die Möglichkeit, als Anlageform den vertraglichen Anlagefonds auszuwählen. Im Vergleich zur SICAV werden dem Investor beim vertraglichen Anlagefonds aber keinerlei Mitbestimmungsrechte ermöglicht. ■

### EXKURS

#### Schweizer Besonderheit – Rückgabe zum NAV (Net Asset Value)

Schweizer börsennotierte Immobilien-Anlagefonds besitzen eine weltweit einmalige Eigenheit. Im Falle eines positiven Agios können die Anteile an der Börse zum Börsenkurs gehandelt werden, sind die Agios aber negativ, können diese der Fondsleitung zum NAV zurückgegeben werden.

Anzeige

## IMMOBILIEN-PORTFOLIO-MANAGEMENT

Im wirklichen Leben sind Sie mit unserem Immobilien Portfolio Management auf jedes Ereignis gut vorbereitet. Sie behalten stets den Überblick, erkennen Ihre Chancen und erleben keine Überraschungen. Kontaktieren Sie uns unter 044 309 14 77 oder unter [www.reis-ag.ch](http://www.reis-ag.ch), denn der Immobilienmarkt ist kein Gesellschaftsspiel.

CHANCE  
RÜCKE VOR BIS  
ZUR BAHNHOFSTRASSE.  
DU ERHÄLTST CHF 4'000.-, WENN  
DU ÜBER „START“ KOMMST.

REIS  
Real Estate Investment Services