

# AKTIV ODER PASSIV INVESTIEREN?

Immobilien sind eine der beliebtesten Anlageklassen in der Schweiz. Insbesondere bei institutionellen Anlegern stellt sich die Frage, ob die Immobilieninvestitionen mit passiven Indexfondslösungen oder aktiv mittels direktem Grundbesitz und Engagements in Anlagestiftungen umgesetzt wird.

TEXT – JAN SCHORNO & BENJAMIN GINESTA\*

## INDEXIEREN MIT IMMOBILIENFONDS- ODER AKTIEN

Schweizer Renditeimmobilien sind einzigartig für institutionelle Investoren, die in Schweizer Franken rechnen: Der Sachwert Immobilie liegt ausschliesslich im Heimmarkt Schweiz ohne zusätzliche Währungsrisiken, die Mieterträge daraus weisen langfristig einen Inflationsschutz in der Heimwährung aus und der Markt umfasst ein beachtliches Anlagevolumen. Weiter zeigen sich die Investitionsaussichten aufgrund des Nachfrageüberhangs bei den Mietern (mehrheitlich dank Zuwanderung) und Angebotsverknappung für neue Immobilien (Baugesetze, Raumplanungsgesetz, steigende Baukosten usw.) intakt. Aufgrund der hohen Berechenbarkeit der Cashflows, insbesondere bei Wohnliegenschaften mit aktuell schweizweit tiefen Leerständen, ist eine Anlage für institutionelle Kunden mit Verpflichtungen in Schweizer Franken sehr attraktiv.

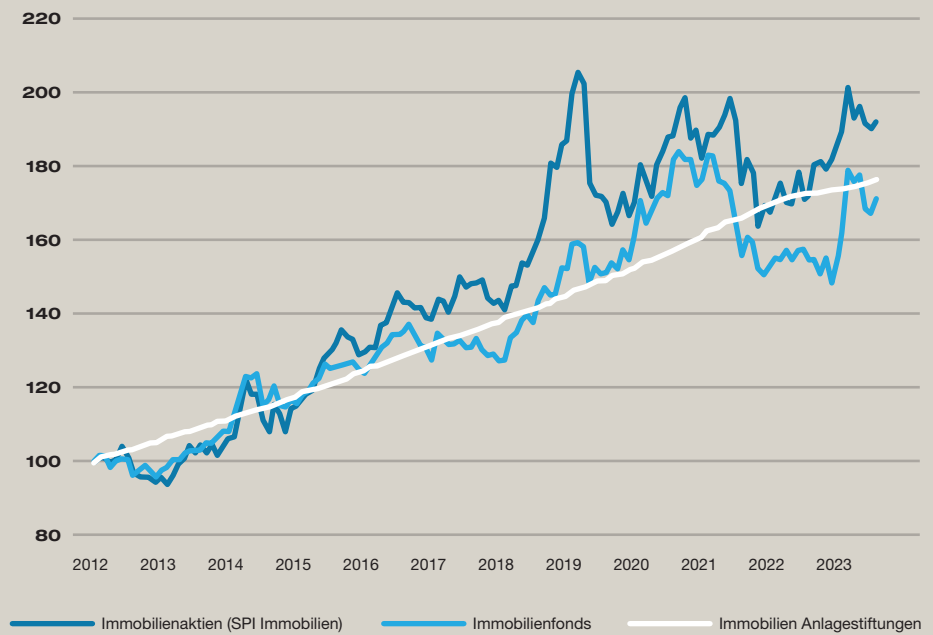
Es gibt viele Arten, in Immobilien zu investieren – vom direkten Wohnungskauf über Immobilienaktien bis hin zum Halten von Anteilen an Immobilienfonds und Anlagestiftungen.

Für einen Investor, der sich keine Meinung zu einem Markt bilden möchte, besteht die Möglichkeit einer passiven Umsetzung ausschliesslich im Bereich Immobilienfonds und Immobilienaktien. Der Vorteil dieser beiden Segmente liegt klar in der Liquidität. Das durchschnittliche tägliche Volumen der beiden Standard-Indizes SWIIT und SPI Immobilien beträgt ca. 10 bis 50 Mio. CHF pro Tag. Die tägliche Liquidität stellt gleichzeitig auch ihr grösster Nachteil dar: Investoren vergleichen die Mietrenditen dieser nicht mobilen Liegenschaften mit liquiden Nominalanlagen. Je nach Zinsumfeld sind die Börseninvestoren bereit, einen Aufpreis zur Marktbewertung des unabhängigen Immobilien-Bewerter (sog. Agio) zu bezahlen.

Die Höhe des Agios orientiert sich an den Zinserwartungen. Entsprechend ist eine gewisse Korrelation zu Anleihen erkennbar. Die Schwankungen anhand der Volatilität sind bei Immobilienaktien viel höher, da die Geschäftsfelder breiter aufgestellt sind und teilweise das Entwicklungsgeschäft eine markante Rolle spielt. Verkaufsgewinne aus solchen Entwicklungsprojekten gelten als riskanter und die Projekte werden mit deutlich mehr Fremdkapital finanziert als

## VERSCHIEDENE IMMOBILIENANLAGEFORMEN IM VERGLEICH

Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen & Darstellung per 31.12.24



die für Immobilienfonds gesetzlich geltende Maximalquote von 33%.

## STEUERNACHTEILE FÜR STEUERBEFREITE

Immobilienaktien und -fonds sind allen Investoren zugänglich. Entsprechend fehlen dort die steuerlichen Vorteile für steuerbefreite Einrichtungen wie Pensionskassen oder gemeinnützige Stiftungen. Die Steuerquote bei Firmen/Aktien wie auch Immobilienfonds liegt je nach Gefäss etwa bei 15 bis 25% der Mieterträge, wobei für Immobilienfonds die Vehikel zwischen direktem und indirektem Grundbesitz zu differenzieren sind (siehe Tabelle).

Für steuerbefreite Einrichtungen fallen bei Schweizer Immobilien nur (kantonal unterschiedliche) Handänderungs- und (bei Verkäufen) Grundstückgewinnsteuern an. Bei direktem Grundbesitz kommt dieser Steuervorteil entsprechend zum Tragen.

## STABILITÄT UND STEUERBEFREIUNG NUR FÜR AKTIVE

Für Pensionskassen stehen in der Schweiz zusätzlich Kollektivanlagen zur Verfügung, welche die gleichen steuerli-

chen Vorteile aufweisen wie der direkte Grundbesitz. Diese Immobilienanlagestiftungen oder Immobilienfonds mit Anlegerkreis Pensionskassen werden nicht täglich an der Börse gehandelt. Entsprechend ist im Vergleich zu kotierten Immobilienvehikel die Volatilität sehr tief, da die Preisentwicklung dem Nettoinventarwert (englisch: Net Asset Value, NAV) entspricht und kein Agio bzw. im negativen Fall ein Disagio gebildet wird.

Als Referenzwert für dieses Segment gilt der KGAST-Index. Bei der Betrachtung der grössten zehn Indexexposition ist insbesondere zu vermerken, dass ein Grossteil der Vehikel nicht für neue Investoren zugänglich ist. Insbesondere die Gefässe der Pensimogruppe (Turidomus usw.) sind nur bestehenden Investoren zugänglich. Eine passive Indexierung des KGAST ist dadurch nicht möglich.

## WENIGER FREMDKAPITAL BEI KOLLEKTIVANLAGEN

Bei Immobilieninvestitionen, insbesondere bei Eigenheimen, stellt sich die Frage der Fremdfinanzierung. Immobilienanlagengesellschaften haben jedoch keine

## ANLAGEFORMEN IMMOBILIEN FÜR EINRICHTUNGEN DER BERUFLICHEN VORSORGE

Quelle: eigene Darstellung

	Immobilien-Direktanlage	Immobilienaktien & Anleihen	Immobilienfonds (ohne Anlegerkreis)	Immobiliengefässe für Anlegerkreis Pensionskassen
Beschrieb	Grundbuchbesitz an Renditeobjekt (MFH, STWE)	Kotierte Immobilienaktien Nichtkotierte Immobilienaktien Anleihen von Immobilienfirmen	Kotierte Immobilienfonds Nicht kotierte Immobilienfonds ETF auf Immobilienfonds-Index	Immobilien Anlagestiftungen (AST) Geschlossene Immobilien AST Immobilienfonds Pensionskassen
Passiv möglich?	Nein	Ja (bspw. REAL-Index)	Ja (bspw. SWIIT-Index)	Nein (KGAST-Index nicht investierbar)
Ausschüttungsrendite	Divers, individuell pro Objekt	Aktien: Dividendenrendite 3,5% Anleihen: Verfallrendite 2,1%	Ausschüttungsrendite 2,5–3,0%	Ausschüttungsrendite 2,5–3,0% (häufig thesaurierend)
Agio über Schätzwert?	Nein	Ja (rund +7,4%)	Ja (rund +21,7%)	Nein (NAV-Kurse)
Kosten	Teil der Investoren-Erfolgsrechnung	Teil des Aktien-Geschäftsbericht	TER-Kosten: 0,6–0,9% -> zus. Kauf-/Verkaufskosten	TER-Kosten: 0,3–0,8% -> zus. Kauf-/Verkaufskosten
Steuerbefreiung für: – Gewinn & Kapital (10–25%) – Grundstücksgewinn (5–30%) – Handänderung (1–8%) – Verrechnungssteuer (35%)	✓ ✗ ✗ ✓	✗ ✗ ✗ ✗	✗ (Indirekter Grundbesitz) ✗ ✗ ✗ (Indirekter Grundbesitz)	✓ ✗ (Ausnahme Sacheinlage) ✗ (Ausnahme Sacheinlage) ✓
Fremdkapitalquote/ Finanzierungsart (Maximum)	0% / Hypotheken (BVV2: nur «temporär»)	50% Hypotheken & Anleihen Maximum 80%	20–30% Hypotheken Maximum 33% (KAG)	5–20% Hypotheken Maximum 33% (KAG)

gesetzliche Limite. Im Durchschnitt liegt die Fremdkapitalquote bei rund 50% im Vergleich zum Bilanzvermögen. Für Kollektivanlagen wie Immobilienfonds oder Anlagestiftungen liegt die maximale Fremdkapitalquote bei einem Drittel. Immobilienfonds orientieren sich aufgrund ihrer Marktpositionierung eher am oberen Bereich dieser Bandbreite. Anlagestiftungen weisen oftmals eine tiefe Fremdkapitalquote aus. Bei Pensionskassen ist eine Fremdfinanzierung bei Direkteigentum gesetzlich nicht vorgesehen.

Bei stabilen oder steigenden Immobilienmärkten bedeutet Fremdkapital für den Investor eine Verbesserung der Eigenkapitalrendite. In fallenden Immobilienmärkten droht jedoch bei Rücknahmen und/oder Abwertungen aufgrund der gesetzlich maximalen Fremdkapitalquote innerhalb dieser Gefässe ein Verkaufszwang zu einem ungünstigen Zeitpunkt.

### ZUKUNFT: SELEKTION ENTSCHEIDEND

Liegenschaften sind kein standardisiertes Gut und entsprechend ist die Auswahl der Objekte sehr entscheidend. Natürlich

ist insbesondere bei städtischen Liegenschaften eine gewisse Vergleichbarkeit der Objekte vorhanden. Dennoch unterscheiden sich diese im Detail nach Baustandards (Qualität) und Lebenszyklusphasen der Immobilien.

In den vergangenen Dekaden, geprägt durch den Zinssenkungsprozess bis Ende 2021, werteten Renditeliegenschaften stark auf. Die Aufwertung erfolgte nicht aufgrund von Steigerungen der Mieterträge, sondern primär aufgrund der Absenkung des Kapitalisierungszinssatzes (bzw. Diskontsatzes). Eine Veränderung dieses Diskontsatzes hat bei Immobilien den grössten Einfluss auf die Bewertung.

Aufgrund der nach wie vor sehr tiefen Diskontsätze, gehen wir davon aus, dass Aufwertungen infolge weiterer Absenkungen des Diskontsatzes zukünftig nicht der primäre Renditetreiber sein werden. Entsprechend wichtiger werden andere Renditetreiber wie es clevere Akquisitionen von neuen Liegenschaften und ein gutes Entwicklungsgeschäft aus dem Bestand darstellen können. Gleichzeitig verbessert ein aktives Immobilien Asset Management (Erhöhung der Mieterträge und Reduktion der

Kosten auf Bestandesliegenschaften) die Ertragslage des Portfolios.

Diese beiden wichtigen Renditetreiber fallen je nach Immobilienvehikel sehr individuell aus. Entsprechend erachten wir eine aktive Selektion der Gefässe in Zukunft als entscheidend, während sich in den vergangenen Jahren aufgrund der Zins- und Diskontsatzsenkungen der ganze Markt gut entwickelt hatte. Für steuerbefreite Anleger empfehlen wir steuerbefreite Gefässe mit fair bewerteten Wohnimmobilienportfolios. ■



**\*JAN SCHORNO**

ist Portfolio Manager Immobilien bei der Vermögensverwaltungs-Gesellschaft Albin Kistler, Zürich.



**\*BENJAMIN GINESTA**

ist Berater Asset Management bei der Vermögensverwaltungs-Gesellschaft Albin Kistler, Zürich.