

# Teilrevision Lex Koller 2015/2016

Regulierungsfolgenabschätzung aufgrund des Vertrags 304000078  
Bericht vom 28. August 2015  
Bundesamt für Justiz, Bern

---

**FP  
RE**

---

Fahrländer Partner AG  
Raumentwicklung  
Eichstrasse 23  
8045 Zürich

+41 44 466 70 00  
info@fpre.ch  
www.fpre.ch

---

# Zusammenfassung

---

## Untersuchte Teile des Vorschlags

- Leitsatz 1 macht die Liberalisierung 1997 rückgängig. D.h. die direkte Haltung von Renditeliegenschaften aller Art ist für Personen im Ausland wieder grundsätzlich verboten.
- Ausnahmen bilden weiterhin indirekte Anlagen (Fonds, SICAV) ohne Einflussmöglichkeit der Personen im Ausland sowie gewisse Geschäfts-Renditeliegenschaften in touristischen Gebieten, wenn die Kantone dies als notwendig erachten.
- Die Kombination von Leitsatz 1 und 5 macht die Liberalisierung 2005 rückgängig. D.h. sämtliche börsenkotierten Immobilienunternehmen werden wieder der Lex Koller unterstellt.
- Leitsatz 4 bewirkt, dass einerseits gesetzlich geregelt ist, bis zu welchem Wohnanteil ein Grundstück eine Betriebsstätte ist und senkt gleichzeitig den zulässigen Wohnanteil.

Zusammenfassend sind in den drei Leitsätzen zwei wesentliche Punkte geregelt, nämlich

- erstens die Regelung des maximalen Wohnanteils, was insbesondere raumplanerische Fragen aufwirft und
- zweitens eine partielle Kapitalverkehrskontrolle, indem ausländische direkte und via börsenkotierte Immobiliengesellschaften indirekte Investitionen in Schweizer Renditeimmobilien auf einige Ausnahmen in touristischen Gebieten beschränkt werden.

## Wirkung der Leitsätze 1 und 5

Die angestrebte Gesetzesänderung

- führt heute weder zu einer Entspannung noch zu einer Verschärfung der Lage auf den Mietermärkten;
- führt aufgrund des principal agent problems tendenziell zu einer negativen Selektion;
- führt bei einem allfälligen Verkauf der Aktien durch die Personen im Ausland zu einer kurzfristigen Entlastung bei den Schweizer Investoren mit grossem Anlagedruck (Einmaleffekt) sowie zu einer Nationalisierung der direkten Immobilienrenditen, möglicherweise mit gleichzeitigem Druck auf andere Schweizer Kapitalanlagen, also letztlich zu einer reinen Umschichtung ohne positiven Effekt für die inländischen Investoren. Die in Artikel 1 des BewG geforderte Verhinderung der Überfremdung des einheimischen Bodens würde verstärkt;
- führt bei einer allfälligen Auslagerung der Aktien durch die Personen im Ausland in einen neu zu schaffenden Aktienfonds zu einer Umgehung der Idee des Gesetzes;
- führt zu Regulierungskosten in unbekannter Höhe;
- führt kaum zu einer verbesserten Wahrnehmung der Schweiz im Ausland;
- führt bei ansteigendem Anlagedruck in CHF durch das Ausland zu steigenden Preisen anderer Anlagen und damit zur Kompensation der «Vorteile». Falls Kapitalverkehrskontrollen als notwendig erachtet werden, ist der Nutzen teil-sektoraler Massnahmen fraglich.

## Wirkung des Leitsatzes 4

Die angestrebte Gesetzesänderung

- führt zu mehr Rechtssicherheit, weil der maximale Wohnanteil festgehalten wird;
- führt wohl zu einer unterschiedlichen Bedeutung in den Kantonen, weil aufgrund unterschiedlicher Attika- und Dachgeschossregelungen die effektive Nutzfläche unterschiedlich ausfallen könnte;
- führt zu einer Reduktion des zulässigen Wohnanteils und damit zu einer Vergrösserung der Gebiete, in denen Personen im Ausland keine Betriebsstätten mehr erwerben können;
- führt bei Umzonungen, die künftig vermehrt zu erwarten sind, dazu, dass Grundstücke nicht im Sinne der Raumplanung entwickelt werden (können).

## Schlussfolgerungen

- Gemäss unserer Einschätzung ist es – wie bereits früher – heute nicht ausländisches Kapital, das primär die Transaktionsmärkte anheizt.<sup>1</sup> Falls künftig ausländisches Kapital abgewehrt werden soll bzw. muss, ist der Nutzen von (teil)-sektoralen Kapitalverkehrskontrollen fraglich, denn das Kapital würde in andere Anlageklassen fliessen. Es wären also eher gesamtheitliche Kapitalverkehrskontrollen angezeigt. Zudem wäre in einer solchen «Notsituation» davon auszugehen, dass die Aktionäre ihre Aktien nicht verkaufen würden und dass Erhöhungen des Aktienkapitals aufgrund von Verwässerungseffekten nicht erfolgen. Insofern können «Personen im Ausland» ihre Aktienanteile nicht einfach erhöhen.
- Die vorgeschlagenen Gesetzesänderungen bewirken auf den Investorenmärkten letztlich relativ wenig (geringer Einmaleffekt), auch bei restriktiver Umsetzung, führen aber zu Regulierungskosten, principal-agent-problem mit negativer Selektion sowie zu Erklärungsbedarf gegenüber dem Ausland. Dies insbesondere vor dem Hintergrund namhafter Vermögenseinkünfte der Schweiz aus Anlagen im Ausland.
- Auch auf den Nutzermärkten ist aufgrund der vorgeschlagenen Gesetzesänderung keine Entspannung der Situation zu erwarten. Gemäss unserer Einschätzung sind es nicht die Investoren, die die Mieten treiben, sondern die grosse Flächennachfrage die aufgrund langer Planungszeiten sowie der Nicht-Verfügbarkeit von Bauzonen zu steigenden Mieten führt.
- Die maximalen Wohnanteile bei ehemaligen Betriebsstättegrundstücken dürften künftig aufgrund zu erwartenden Umzonungen vermehrt zu raumplanerisch unerwünschten Effekten führen, auch ohne die vorgeschlagene Senkung des maximalen Wohnanteils.

Angesichts der Kosten der Regulierung, der Fraglichkeit der Durchsetzbarkeit sowie des höchstens geringen Nutzens könnte es für die Schweiz aus ökonomischer Sicht vorteilhafter sein, die bisherigen Regelungen zu belassen.

---

<sup>1</sup> «... noch Ende der achtziger Jahre die Überhitzungen auf dem Bodenmarkt zu verhindern. Inflation und Spekulation waren offenbar im Wesentlichen hausgemacht» (Expertenkommission EJPD 1995).

---

# Inhaltsverzeichnis

---

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1	Ausgangslage und Auftrag	1
1.2	Zur Verfügung gestellte Unterlagen	1
1.3	Weitere Quellen	1
<b>2</b>	<b>«Person im Ausland» im Sinne des BewG: Problematik</b>	<b>2</b>
2.1	Als Personen im Ausland gelten	2
2.2	Nicht als Personen im Ausland gelten	2
2.3	Probleme	2
<b>3</b>	<b>Verständnis der Gesetzesänderung</b>	<b>3</b>
3.1	Leitsatz 5: Börsenkotierte...	3
3.1.1	Auftrag	3
3.1.2	Zentrale Argumente und Aussagen im Normkonzept, Leitsatz 5	3
3.1.3	Weitere zentrale Argumente und Aussagen in den zur Verfügung gestellten Dokumenten	3
3.2	Leitsatz 1: Betriebsstättegrundstücke...	3
3.2.1	Auftrag	3
3.2.2	Zentrale Argumente und Aussagen im Normkonzept, Leitsatz 1 sowie Begleitbericht	3
3.2.3	Weitere zentrale Argumente und Aussagen in den zur Verfügung gestellten Dokumenten	4
3.3	Leitsatz 4: Wohnanteilsvorschriften...	4
3.3.1	Auftrag	4
3.3.2	Zentrale Argumente und Aussagen im Normkonzept, Leitsatz 4 sowie Begleitbericht	4
3.4	Zusammenfassung der hier betrachteten Aspekte des Vorhabens	4
<b>4</b>	<b>Wiederunterstellung der Börsenkotierten</b>	<b>5</b>
4.1	Wer ist von der Gesetzesänderung potentiell betroffen	5
4.2	Einflussfaktoren auf die Marktwerte von Immobilien	6
4.2.1	Grundmechanismus	6
4.2.2	Erträge	6
4.2.3	Verzinsungserwartung und Anlagenotstand	7
4.3	Marktaktivität Investorenmarkt	8
4.4	Börsenkapitalisierung als Vergleichsmass	9
4.5	Auswirkung der Gesetzesänderung und mögliches Verhalten der ausländischen Aktionäre	11
4.5.1	Entwickler- und Investorenmärkte	11
4.5.2	Nutzermärkte	11
4.5.3	Mögliches Verhalten ausländischer Aktionäre	12
4.5.4	Kosten und Umsetzbarkeit der Gesetzesänderung	12
4.5.5	Wahrnehmung im Ausland	12
4.6	Einschätzung der Regulierungsfolgen	13

<b>5</b>	<b>Betriebsstätten</b>	<b>14</b>
5.1	Wer ist von der Gesetzesänderung potentiell betroffen	14
5.1.1	Beispiel Uetlihof der Credit Suisse	14
5.1.2	Beispiel Finanzierung einer Werkhalle	14
5.1.3	Beispiel Mall of Switzerland	14
5.1.4	Strategisches Reservegrundstück oder Kapitalanlage?	14
5.2	Generelles Problem Globalisierung	15
<b>6</b>	<b>Wohnanteilsvorschriften</b>	<b>16</b>
6.1	Ziel und Festlegung von Mindestwohnanteilen	16
6.2	Generelles Problem von Wohnanteilsvorschriften im BewG	16
6.3	Einschätzung der Regulierungsfolgen	17
<b>7</b>	<b>Schlussfolgerungen</b>	<b>18</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>19</b>

---

# Tabellenverzeichnis

---

Tabelle 1	Immobilienaktiengesellschaften Juli 2015 (SWX und Berne eXchange)	5
Tabelle 2	Kapitalmarkttransaktionen 2014 – 2015	10

---

# Abbildungsverzeichnis

---

Abbildung 1	Anteil der Börsenkotierten Immobiliengesellschaften am Wohnungsbestand	6
Abbildung 2	Renditen auf Verfall von Bundesobligationen mit unterschiedlicher Laufzeit	7
Abbildung 3	Bruttorenditen von MFH-Transaktionen (Neubau)	8
Abbildung 4	Indexierte Kapitalisierung der börsenkotierten Immobiliengesellschaften 2009 – 2014 (Juli 2009 = 100)	9
Abbildung 5	Kapitalmarkttransaktionen 2014 – 2015	10
Abbildung 6	Agios von Immobilienaktien im Juli 2015	10
Abbildung 7	Drei interagierende Märkte	11

---

# Abkürzungsverzeichnis

---

ALBM	Allianz Lex Koller bleibt modern
BewG	Schweizerisches Gesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (Lex Koller)
BJ	Bundesamt für Justiz
BR	Bundesrat
BV	Bundesverfassung
c.p.	ceteris paribus – unter sonst gleichen Bedingungen
EFTA	European Free Trade Association
EJPD	Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement
EK	Eigenkapital
EU	Europäische Union
FPRE	Fahrländer Partner Raumentwicklung
HEV	Hauseigentümerverband
IPO	Initial Public Offering, Börsengang
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
NR	Nationalrat
PBG	Planungs- und Baugesetz des Kantons Zürich
RESC	Real Estate Scenario Cockpit von FPRE
Seco	Staatssekretariat für Wirtschaft
SICAV	société d'investissement à capital variable, Investmentgesellschaft mit variablem Kapital gemäss KAG

---

# 1 Einleitung

---

## 1.1 Ausgangslage und Auftrag

Das BewG hat eine lange Geschichte und viele Namen. Die ursprünglichen Regelungen in Form von Bundesbeschlüssen wurden im Jahr 1985 in das BewG überführt (vgl. FPRE 2008). Neben einigen Anpassungen im Bereich der Zweitwohnungen sind folgende Liberalisierungen zu erwähnen:

- 1. Oktober 1997: Vollständige Liberalisierung bei den Betriebsstättegrundstücken;
- 1. Juni 2002: Bürger von EU(15) und EFTA mit festem Wohnsitz in der Schweiz gelten nicht als Personen im Ausland;
- 1. April 2005: In der Schweiz an einer Börse kotierte Immobiliengesellschaften fallen nicht mehr unter das BewG.

Im Vertrag 304000078 vom 23. Juni 2015 wurde folgender Auftrag erteilt:

*«Die vereinbarte Regulierungsfolgenabschätzung umfasst etwa zehn Seiten und dient der Verwaltung namentlich dazu, den Abschnitt «Auswirkungen auf die Volkswirtschaft» des erläuternden Berichts zum Vorentwurf zu verfassen. Der Auftragnehmer orientiert sich an den Vorgaben des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO betreffend Regulierungsfolgenabschätzung.»*

Der Auftragnehmer **beschränkt** seine Regulierungsfolgenabschätzung auf folgende Punkte:

- Auswirkungen eines Verbots des Erwerbs von Anteilen an börsenkotierten Wohnimmobiliengesellschaften – ausgenommen von SICAV-Anlegeraktien – auf den Wohnimmobilienmarkt, insbesondere auf Grundstückpreise und Mieten (Normkonzept, Leitsatz 5);
- Auswirkungen eines Verbots des Erwerbs von Betriebsstättegrundstücken als blosse Kapitalanlage – unter Berücksichtigung kantonaler Ausnahmekompetenzen – auf den Betriebsimmobilienmarkt, eventuell unterteilt nach Branchen (Normkonzept, Leitsatz 1);
- Auswirkungen einer Obergrenze von einem Drittel für kommunale Wohnanteilsvorschriften (Normkonzept, Leitsatz 4).

---

## 1.2 Zur Verfügung gestellte Unterlagen

Seitens des BJ wurden uns mit Schreiben vom 29. Juni 2015 sowie mit Schreiben vom 9. Juli 2015 folgende Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Allianz Lex Koller bleibt modern vom 22. Juni 2015 (nachfolgend: Daten ALBM 2015BJ);
- Aussprachepapier des Bundesrats vom 24. März 2015 (nachfolgend: Aussprachepapier);
- Begleitbericht des BJ mit Stand 9. Juli 2015 (nachfolgend: Begleitbericht);
- Bundesratsbeschluss vom 1. April 2015 (nachfolgend: Bundesratsbeschluss);
- Entwurf des BJ betreffend Änderung des BewG mit Stand 9. Juli 2015 (nachfolgend: Entwurf);
- Medienmitteilung des Bundesrats vom 1. April 2015;
- Normkonzept des BJ vom 24. Juni 2015 (nachfolgend: Normkonzept);
- Newsletter Nr. 1 der Allianz Lex Koller bleibt modern (nachfolgend: Newsletter ALBM 2015);
- NZZ vom 8. Juni 2015.

---

## 1.3 Weitere Quellen

Vgl. Literaturverzeichnis.

---

## 2 «Person im Ausland» im Sinne des BewG: Problematik

---

Die nachfolgenden Ausführungen zur Begrifflichkeit «Person im Ausland» umfassen ausschliesslich die im Rahmen des vorliegenden Berichts relevanten Fragestellungen. Namentlich nicht erwähnt werden Erst- und Zweitwohnungen (vgl. dazu FPRE 2008).

---

### 2.1 Als Personen im Ausland gelten

- Juristische Personen mit Sitz im Ausland;
  - Juristische Personen mit Sitz in der Schweiz, sofern sie ausländisch beherrscht sind;
  - Natürliche Personen (Nichtschweizer) mit Wohnsitz im Ausland;
  - Natürliche Personen (Nichtschweizer und Nicht-EU/EFTA-Bürger mit effektivem Wohnsitz in der Schweiz) ohne Niederlassungsbewilligung (C).
- 

### 2.2 Nicht als Personen im Ausland gelten

- Juristische Personen mit Sitz in der Schweiz, sofern sie NICHT ausländisch beherrscht sind;
  - Natürliche Personen: Schweizer;
  - Natürliche Personen: alle Ausländer mit Niederlassungsbewilligung (C);
  - Natürliche Personen: alle EU/EFTA-Bürger mit effektivem Wohnsitz in der Schweiz (Kurzaufenthaltsbewilligung genügt).
- 

### 2.3 Probleme

Eine juristische oder natürliche Person kann im Zeitverlauf den Status ändern. Insbesondere dann, wenn eine juristische oder natürliche Person zur «Person im Ausland» wird, und entsprechend Immobilien verkaufen müsste, ergeben sich potentiell Umsetzungsprobleme.

Für eine Statusänderung sind folgende Gründe häufig:

- Umzug bzw. Sitzverlegung ins Ausland;
- Verkauf einer Gesellschaft ins Ausland (z.B. Verkauf der Karl Steiner AG an einen Indischen Konzern);
- Veränderung des Status: «ausländisch beherrscht» durch Aufnahme von Fremdkapital, Besetzung des Verwaltungsrates etc.;
- Fragen wirft die «ausländische Beherrschung» auf, wobei, wenn eine solche vermutet wird, die Beweislast, dass dem nicht so ist, bei der mutmasslichen «Person im Ausland» liegt.

Hinzu kommt, dass in der Umsetzung jeweils festgestellt werden muss, wer der wirtschaftlich berechtigte des eingesetzten Kapitals ist. Dies sowohl beim Erwerb als auch im Zeitverlauf. Neben der praktischen quasi-Unmöglichkeit für eine Gesellschaft, den letztlich wirtschaftlich berechtigten überhaupt festzustellen gibt es ein weiteres Problem: Die Kontrollinstanz (Principal) hat gegenüber dem Kontrollierten (Agent) meistens einen Informationsrückstand (principal-agent-problem). Im Resultat ergibt sich in der Tendenz eine negative Selektion, indem sich «ehrliche» Personen an das Gesetz halten, während andere dieses allenfalls umgehen.

# 3 Verständnis der Gesetzesänderung

## 3.1 Leitsatz 5: Börsenkotierte...

### 3.1.1 Auftrag

«Auswirkungen eines Verbots des Erwerbs von Anteilen an börsenkotierten Wohnimmobilien-gesellschaften – ausgenommen von SICAV-Anlegeraktien – auf den Wohnimmobilienmarkt, insbesondere auf Grundstückpreise und Mieten (Normkonzept, Leitsatz 5)»

### 3.1.2 Zentrale Argumente und Aussagen im Normkonzept, Leitsatz 5

- «...in letzter Zeit gezeigt, dass Wohngrundstücke in grossem Ausmass von börsenkotierten Gesellschaften gekauft und in Fonds eingebracht werden.»;
- «...Erwerb von Anteilen an Wohnimmobilien-gesellschaften durch Personen im Ausland soll grundsätzlich verboten werden.»;
- Ausnahme: SICAV gemäss Art. 36 ff. KAG.

### 3.1.3 Weitere zentrale Argumente und Aussagen in den zur Verfügung gestellten Dokumenten

- «...dass die Kapitalisierung von Wohnimmobilien-gesellschaften in den letzten Jahren sehr stark angestiegen ist.» (Medienmitteilung).

## 3.2 Leitsatz 1: Betriebsstättegrundstücke...

### 3.2.1 Auftrag

«Auswirkungen eines Verbots des Erwerbs von Betriebsstättegrundstücken als blosser Kapitalanlage – unter Berücksichtigung kantonaler Ausnahmekompetenzen – auf den Betriebsimmobilienmarkt, eventuell unterteilt nach Branchen (Normkonzept, Leitsatz 1)»

### 3.2.2 Zentrale Argumente und Aussagen im Normkonzept, Leitsatz 1 sowie Begleitbericht

- Vorgeschlagen wird ein eingeschränktes Verbot der Vermietung und Verpachtung;
- d.h. grundsätzliches Verbot mit bewilligungspflichtiger Ausnahmeregelung durch die Kantone;
- Ausnahmen namentlich für Hotels, Sportstätten oder Gesundheits- und Einkaufszentren in Tourismusregionen (kantonale Regelung);
- Zudem kann eine Betriebsstätte vermietet oder verpachtet werden, wenn sie vorher 10 Jahre selbst genutzt wurde;
- Eine ausländisch beherrschte Firma muss zunächst eine Schweizer Tochtergesellschaft gründen, die dann bewilligungsfrei eine Betriebsstätte i.e.S. erwerben kann. Andernfalls: bewilligungspflichtig;
- Wird die Betriebsstätte nach weniger als 10 Jahren nicht mehr selbst genutzt, muss sie veräussert werden.

### 3.2.3 Weitere zentrale Argumente und Aussagen in den zur Verfügung gestellten Dokumenten

- «...es gäbe kaum Gründe, die Fonds anders zu behandeln» (BR Sommaruga gemäss NZZ 2015);
- «...Seco meldete inhaltliche Bedenken an. ...unzulässiger Eingriff in die Eigentumsfreiheit. ...können sogar kontraproduktiv wirken: Wenn weniger in Schweizer Immobilien investiert werde, könnte das Angebot sinken und die Preise erst recht steigen.» (Seco gemäss NZZ 2015);
- «...mit geltenden Freihandelsabkommen kollidieren würde» (BR Sommaruga gemäss NZZ 2015).

## 3.3 Leitsatz 4: Wohnanteilsvorschriften...

### 3.3.1 Auftrag

«Auswirkungen einer Obergrenze von einem Drittel für kommunale Wohnanteilsvorschriften (Normkonzept, Leitsatz 4).»

### 3.3.2 Zentrale Argumente und Aussagen im Normkonzept, Leitsatz 4 sowie Begleitbericht

- Kommunale Vorschriften können Mindestwohnanteile vorschreiben. Nach bisheriger Praxis kann ein Grundstück als Betriebsstättegrundstück erworben werden, wenn der Wohnanteil (flächenmässig) höchstens 49 Prozent beträgt. Mit der Revision soll dieser Anteil auf 33.33 Prozent gesenkt werden;
- Zudem wird der maximale Anteil neu gesetzlich verankert;
- «Eine fixe Limite dient der Rechtssicherheit. Deshalb rechtfertigt sich eine Beschränkung auf einen Drittel.»

## 3.4 Zusammenfassung der hier betrachteten Aspekte des Vorhabens

- Leitsatz 1 macht die Liberalisierung 1997 rückgängig. D.h. die direkte Haltung von Renditeliegenschaften aller Art ist für Personen im Ausland wieder grundsätzlich verboten.
- Ausnahmen bilden weiterhin indirekte Anlagen (Fonds, SICAV) ohne Einflussmöglichkeit der Personen im Ausland sowie gewisse Geschäfts-Renditeliegenschaften in touristischen Gebieten, wenn die Kantone dies als notwendig erachten.
- Die Kombination von Leitsatz 1 und 5 macht die Liberalisierung 2005 rückgängig. D.h. sämtliche börsenkotierten Immobilienunternehmen werden wieder der Lex Koller unterstellt.
- Leitsatz 4 bewirkt, dass einerseits gesetzlich geregelt ist, bis zu welchem Wohnanteil ein Grundstück eine Betriebsstätte ist und senkt gleichzeitig den zulässigen Wohnanteil.

Zusammenfassend sind in den drei Leitsätzen zwei wesentliche Punkte geregelt, nämlich erstens die Regelung des maximalen Wohnanteils, was insbesondere raumplanerische Fragen aufwirft und zweitens eine partielle Kapitalverkehrskontrolle, indem ausländische direkte und via börsenkotierte Immobiliengesellschaften indirekte Investitionen in Schweizer Renditeimmobilien auf einige Ausnahmen in touristischen Gebieten beschränkt werden.

## 4 Wiederunterstellung der Börsenkotierten

### 4.1 Wer ist von der Gesetzesänderung potentiell betroffen

An der SIX Swiss Exchange sind gegenwärtig 16 Immobilienaktiengesellschaften kotiert. Dazu kommen 6 an der Berne eXchange sowie 24 an der BEKB OTC-X, total also 46 Gesellschaften.

Die von ALKBM (2015BJ) zusammengestellten 12 grossen Gesellschaften weisen eine Börsenkapitalisierung von rund 12 Mrd. CHF auf. Die ausländischen Beteiligungsquoten sind soweit bekannt eher gering, wobei PSP Swiss Property heraussticht.

Zentral ist, dass viele dieser Gesellschaften überwiegend Geschäftsliegenschaften halten, einige Gesellschaften auch einen grösseren Anteil an Wohnungen. Gemäss ALKBM (2015BJ) halten die genannten 12 Gesellschaften rund 8'500 Wohnungen von rund 2'000'000 Mietwohnungen, was bei einem angenommenen mittleren Wert von 350'000 CHF pro Wohnung rund 3 Mrd. CHF entspricht. Gemäss einer Auswertung von Wüest & Partner (ebd.) halten alle (wohl die insgesamt 46) börsenkotierten Immobiliengesellschaften Wohnungen im Wert von rund 6 Mrd. CHF. Das ist rund 1 Prozent des Bestandes bzw. des Marktwerts.

Tabelle 1 Immobilienaktiengesellschaften Juli 2015 (SWX und Berne eXchange)

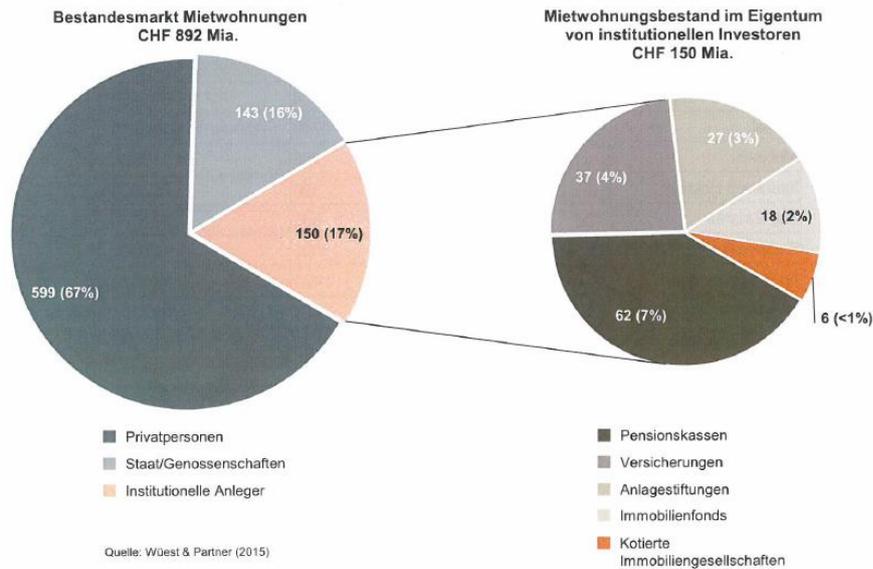
CH-Valoren	Name	Börsenkapitalisierung	Ausschüttungsrendite	Ausländ. Beteiligungsquote*
883756	Allreal Holding*	1'357'531'208	4.23	6.6%
1820611	BFW Liegenschaften N*	145'522'575	3.97	
20185305	Dual Real Estate*	84'600'000	3.75	
255740	Espace Real Estate*	251'787'627	3.08	
	Flughafen N***			
4582551	Fundamenta Real N*	152'145'114	3.00	
	HIAG Immobilien**			
	Immomentum***			
1731394	Intershop N*	529'320'000	5.05	
1110887	Mobimo*	1'200'734'716	4.98	11.7%
21218624	Novavest*	46'431'603	0.00	
1829415	PSP Swiss Property*	3'330'008'887	3.98	44.2%
	SE Swiss Estates N***			
	SE Swiss Estates PS***			
	Swiss Finance & Property**			
803838	Swiss Prime Site*	4'421'657'765	5.15	28.6%
261948	Wartec Invest*	245'969'460	3.54	
1480521	Zug Estates***	330'183'744	1.33	
		> 12'095'892'699	3.82	

Anmerkung: Ohne Züblin Immobilien.

Quelle: \*: Schweizer Immobilienbrief 203\_10. Jahrgang / 7. Juli 2015; \*\*: zusätzlich aus ALBM 2015BJ; \*\*\* zusätzlich aus J. Safra Sarasin 2015.

Die von ALBM (2015BJ) genannten Gesellschaften haben eine Börsenkapitalisierung von rund CHF 12 Mrd. Liegt der Marktwert der gehaltenen Wohnungen bei rund CHF 3 Mrd. ist ersichtlich, dass diese Gesellschaften – wohl aufgrund der späten Liberalisierung bei den Wohnliegenschaften – einen grossen Anteil an Geschäftsflächen halten.

Abbildung 1 Anteil der Börsenkotierten Immobiliengesellschaften am Wohnungsbestand



Quelle: Wüest & Partner gemäss ALKBM (2015BJ).

## 4.2 Einflussfaktoren auf die Marktwerte von Immobilien

### 4.2.1 Grundmechanismus

In der heutigen Bewertungspraxis werden die Werte von Immobilien mittels sogenannter Ertragswertmethoden bestimmt. Der Wert einer Immobilie ist in einem vereinfachten Modell die Division des Ertrags durch einen risikogerechten Zins (z.B. CHF 100'000 Ertrag pro Jahr / 5% Zins = CHF 2 Mio.). Entsprechend ist die Rendite (der Zins) die Division des Ertrags durch den Wert (CHF 100'000 / CHF 2 Mio. = 5%).

Der Wert einer Immobilie kann demnach aus zwei Gründen steigen (oder sinken): Erstens durch einen Anstieg des Ertrags und zweitens durch einen geringeren Zinssatz.

Erhöht sich beispielsweise der Ertrag von CHF 100'000 auf CHF 110'000, also um 10% steigt der Marktwert der Immobilie c.p. ebenfalls um 10% auf CHF 2.2 Mio. (CHF 110'000 / 5%).

Bleibt hingegen der Ertrag konstant und sinkt die Verzinsungserwartung von 5% auf 4.5%, so steigt der Marktwert c.p. ebenfalls, nämlich auf CHF 2.22 Mio.

### 4.2.2 Erträge

Gemäss den verfügbaren Indizes sind die Mietzinsen bei Neuvermietung in den vergangenen 15 Jahren gestiegen. Unter Berücksichtigung von Bestandsmieten, die eine flachere Entwicklung aufweisen sowie der Kosten für Betrieb, Unterhalt und Reparaturen sowie Leerständen, rechnet FPRE im Real Estate Scenario Cockpit RESC zwischen 2000 und 2014 landesweit mit einer Erhöhung der Nettoerträge bei Mehrfamilienhäusern MFH um 19%, während diese bei Büro- und Verkaufsliegenschaften im Mittel stabil bis leicht rückläufig sind.

Während bei den Wohnungsmärkten – insbesondere in den grosszentralen Agglomerationen – nicht von einer allgemeinen Entspannung gesprochen werden kann, besteht insbesondere im Bürobereich heute ein grosses Überangebot und die Vermeidung/Reduktion von Leerständen ist eine Herausforderung für sämtliche Investoren (vgl. FPRE 2013 und 2014 sowie Fahrländer 2015). Aufgrund der Bewertungspraxis – es werden ausschliesslich künftige Erträge betrachtet – bleiben die Marktwerte von Büro- und Verkaufsliegenschaften hoch, denn die Bewerter treffen typischerweise die Annahme, dass sich Leerstände in naher Zukunft auf Marktniveau reduzieren lassen. Dies stützt die Marktwerte der Liegenschaften.

In der Periode 2000 bis 2014 sind die Marktwerte gemäss RESC bei den MFH um 88%, bei den Büro- und Verkaufsliegenschaften um rund 50% gestiegen. Der Anstieg der Marktwerte mag also teilweise mit steigenden Erträgen zu begründen sein, doch nur zum Teil: Der grössere Teil stammt aus den sinkenden Verzinsungserwartungen.

### 4.2.3 Verzinsungserwartung und Anlagenotstand

Wie vorgängig beschrieben, hat die Verzinsungserwartung Einfluss auf die Bewertung der Immobilien. Die Verzinsungserwartung der Investoren orientiert sich dabei am Vergleich von Rendite und Risiken anderer Anlagen. Sinken die Verzinsungen beispielsweise von Bundesobligationen (steigende Obligationenkurse) werden Immobilien relativ attraktiver und mehr Investoren wollen Immobilien kaufen. Dies können sie dann, wenn sie eine geringere Verzinsung in Kauf nehmen, d.h. bei gleichem Ertrag einen höheren Preis bezahlen. Da die Immobilien der Börsenkotierten, aber auch anderer Investoren «am Markt» bewertet werden, schlagen die tieferen beobachteten Verzinsungen bei den beobachteten Transaktionen mehr oder weniger voll auf die Werte der Immobilienbestände durch. D.h., werden einige Immobilien teurer gehandelt, steigt damit der Wert der vielen nicht gehandelten Bestandsliegenschaften.

Normalerweise sollten sich die Renditen von Bundesobligationen der Eidgenossenschaft langfristig im Bereich des Potentialwachstums der Volkswirtschaft zuzüglich der langfristigen Inflationserwartung sowie eines geringen Zuschlags bewegen (risikolose Anlage), also bei rund 3%. Dies war beispielsweise im Jahr 2004 der Fall, während die Zinsen im Jahr 2009 eher am unteren Rand lagen. Nachdem im Jahr 2011 von einem Zinsanstieg ausgegangen wurde, sind die Zinsen in der Folge der immer neuen Krisen weiter gesunken und lagen im Frühling 2015 im Bereich von 0% für Bundesobligationen mit 10 Jahren Laufzeit.

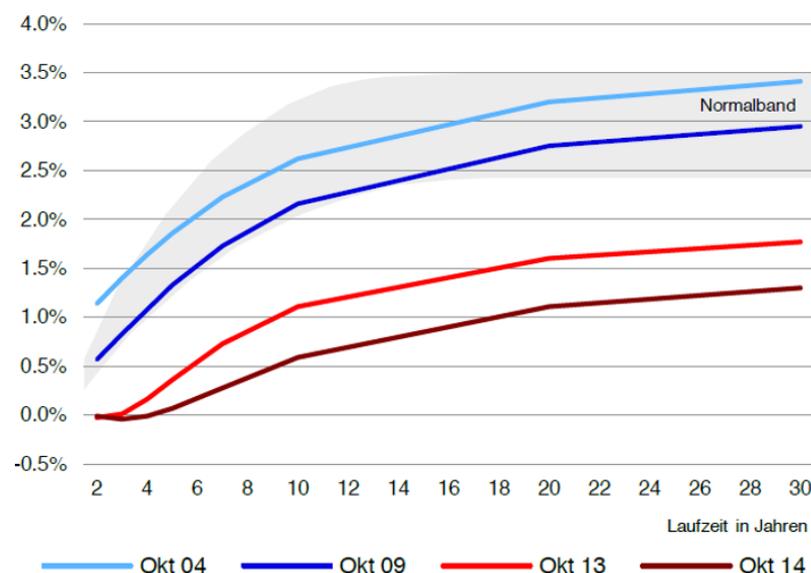
Bei einer durch den Bundesrat verordneten Mindestverzinsung der Sparguthaben der 2. Säule von 1.75% (Bundesrat 2014) beispielsweise ist es offensichtlich, dass höhere Verzinsungserwartungen vorhanden sind. Diese können durch den Erwerb von Bundesobligationen nicht erfüllt werden und Aktien weisen ein erhöhtes Risiko auf. Der Blick auf die Ausschüttungsrenditen von Immobiliengesellschaften (vgl. Tabelle 1) zeigt, dass Immobilien nach wie vor sehr attraktive Verzinsungen aufweisen. Dies bei einem vergleichsweise geringen Risiko. Gleichwohl sind die Verzinsungen in den vergangenen Jahren stark gesunken, wie Umfragen beispielsweise des HEV Schweiz (vgl. Abbildung 3) zeigen und die wohl jeder Marktbeobachter im Grundsatz bestätigen wird. So rechnet FPRE im RESC im Zeitraum 2000 und 2014 mit einem Rückgang der direkten Renditen bei MFH um rund 30%, bei Büro- und Verkaufsliegenschaften im Bereich von 22% bis 24%, was die Immobilienwerte entsprechend getrieben hat.

Gemäss BFS (2015) fließen allein dem PK-System jährlich rund CHF 50 Mrd. an neuen Spargeldern zu, während die Rentenleistungen rund CHF 30 Mrd. betragen. Zum Nettoneugeldzufluss kommen rund CHF 10 Mrd. Nettocashflow aus der Vermögensanlage, die ebenfalls angelegt werden müssen. Neben dem PK-System haben auch Versicherungen, Private und andere Investoren (z.B. auch 3. Säule) Anlagebedarf.

Während Pensionskassen und Anlagestiftungen (fast) ausschliesslich mit Eigenkapital arbeiten, können beispielsweise Immobiliengesellschaften und Fonds auch einen Anteil Fremdkapital aufnehmen, was bei den geringen Fremdkapitalzinsen die Eigenkapitalrendite steigert. Entsprechend würde man gemeinhin annehmen, dass solche Investoren eine höhere Zahlungsbereitschaft haben, als diejenigen, die mit EK finanzieren. Obschon es keine gesicherten Zahlen gibt, werden in der Branche eher Private, die Pensionskassen und die Versicherungen der «Preistreiberei» auf den Immobilienmärkten «verdächtig» und nicht die Anlagestiftungen, Fonds oder Aktiengesellschaften. Dies weil Erstere aufgrund des Neugeldzuflusses Geld anlegen *müssen*, während Letztere zwar weiteres Geld anlegen *wollen*, aber eben nicht um jeden Preis.

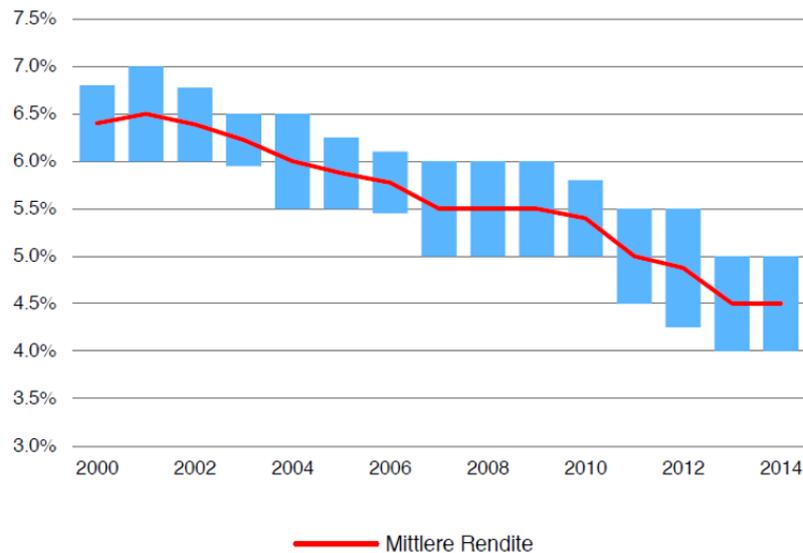
Begründet wird dies damit, dass die heutigen Immobilienpreise nicht als «nachhaltig» wahrgenommen werden und entsprechend bei Käufen zu hohen Preisen in einigen Jahren mit einer Abschreibung gerechnet werden muss. Entsprechend halten sich die, die nicht kaufen müssen, tendenziell zurück.

Abbildung 2 Renditen auf Verfall von Bundesobligationen mit unterschiedlicher Laufzeit



Quelle: SNB, Fahrländer Partner.

Abbildung 3 Bruttorenditen von MFH-Transaktionen (Neubau)



Quelle: HEV Schweiz.

### 4.3 Marktaktivität Investorenmarkt

«...in letzter Zeit gezeigt, dass Wohngrundstücke in grossem Ausmass von börsenkotierten Gesellschaften gekauft und in Fonds eingebracht werden.» (Normkonzept)

Die obige Aussage können wir aufgrund unserer Marktkennntnis nicht stützen, obschon uns keine gesicherten Zahlen vorliegen. Fonds sind effektiv aktiv auf den Immobilienmärkten, dabei aber gemäss unserem Kenntnisstand heute insbesondere in neuen und in Spezialsegmenten wie Logistik, Gewerbe, Hotellerie etc. am Zukaufen. Bei den Wohn- und Geschäftsimmobilien sind diese zwar ebenfalls aktiv, stehen dabei aber in voller Konkurrenz zu einer grossen Zahl von anderen Kaufinteressenten.

Börsenkotierte Immobiliengesellschaften kaufen – falls sie denn kaufen – für sich selbst und bringen die erworbenen Grundstücke wohl kaum in einen Fonds ein. Eine der grösseren börsenkotierten Immobiliengesellschaften beispielsweise, Intershop, hat in der Periode 2014 bis Sommer 2015 keine Immobilien gekauft. Hingegen wurden einige kleinere Liegenschaften verkauft.<sup>2</sup>

Gleichzeitig gibt es auch Beispiele – wie der Perimeter Agglolac in Biel / Nidau – der von einem börsenkotierten Immobilienunternehmen erworben wird, falls die Stimmbewölkerung dem Entwicklungskonzept zustimmt. Gegenwärtig erbringt das Unternehmen grosse Vorleistungen und es wird sich zeigen, ob die Entwicklung effektiv durchgeführt wird.

Insgesamt ist es gemäss unserer Beurteilung so, dass auch börsenkotierte Immobilienunternehmen Grundstücke erwerben, sie werden aber immer mehr in die Entwicklung «gedrängt», weil Bestandesliegenschaften oftmals (zu) hohe Preise aufweisen.

Gerade die grossen Immobiliengesellschaften gehören zu den wenigen Unternehmungen, die grosse Immobilienentwicklungen – die teilweise in die Milliarden CHF gehen – überhaupt umsetzen können. Gerade solche Transaktionen werden in der Öffentlichkeit naturgemäss stärker wahrgenommen als der Handel mit kleineren Objekten, was ein Grund für obige Aussage sein könnte.

<sup>2</sup> Notizen eines Gesprächs vom 21. Juli 2015 zwischen Stefan Fahrländer und einem Geschäftsleitungsmitglied von Intershop.

#### 4.4 Börsenkapitalisierung als Vergleichsmass

«...dass die Kapitalisierung von Wohnimmobilien-gesellschaften in den letzten Jahren sehr stark angestiegen ist.» (Medienmitteilung).

Das Aussprachepapier des Bundesrats zeigt im Anhang eine Abbildung aus der ersichtlich wird, dass sich die Börsenkapitalisierung der Immobiliengesellschaften zwischen Juli 2009 bis Ende 2014 verdoppelt hat (vgl. Abbildung 4). Daraus zu schliessen, dass dies durch Verdoppelung der Immobilienbestände erfolgte, ist hingegen nicht realistisch. Die gezeigte Veränderung der Börsenkapitalisierung kann verschiedene Gründe haben, die wohl letztlich in der Kombination zum gezeigten Ergebnis führen:

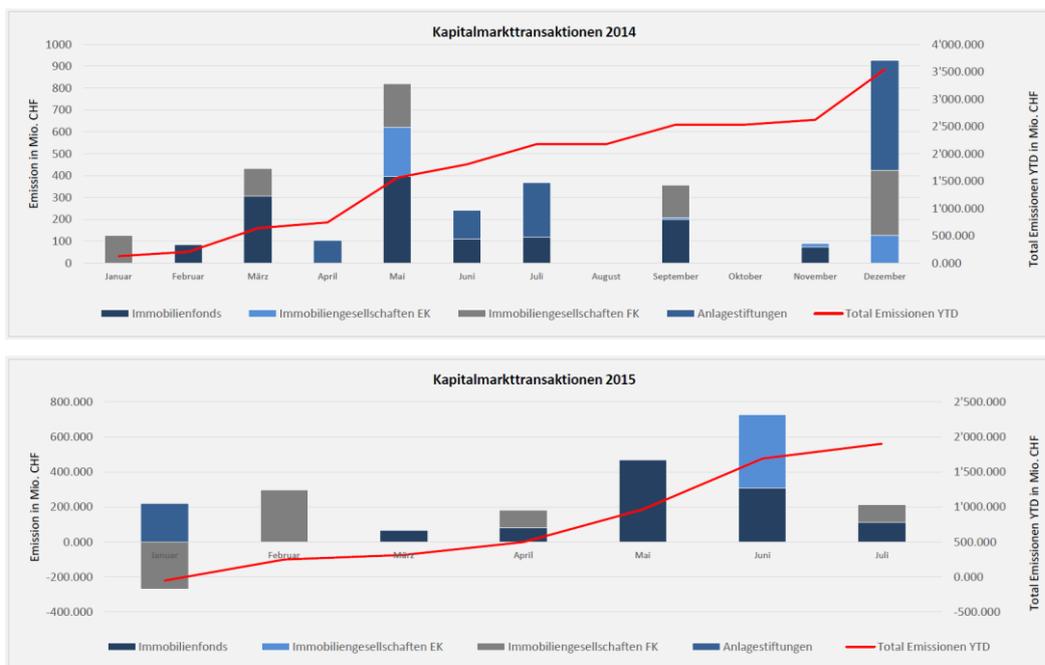
- Es werden *zusätzliche Gesellschaften* an der Börse kotiert. Z.B. IPO der HIAG mit CHF 213 Mio. im Jahr 2014 (vgl. Abbildung 5 und Tabelle 2);
- *Kapitalerhöhungen* zur Senkung des Fremdfinanzierungsgrades oder zum Kauf von Einzelliegenschaften, Portefeuilles oder zur Integration kleinerer Immobiliengesellschaften z.B. CHF 419 Mio. der SPS im Juni 2015 (ebd.);
- Allenfalls kann auch der *Kauf von Liegenschaften mit einem hohen Fremdkapitalanteil* zu steigender Börsenkapitalisierung führen, weil derart aufgrund der tiefen Fremdkapitalzinsen die Ausschüttungsrendite tendenziell steigt, was die Aktienkurse treiben kann;
- *Steigende Marktwerte* der Immobilienbestände (vgl. Abschnitt 4.2.3);
- *Sanierungen* etc. von Bestandsliegenschaften;
- *Baufortschritte bei Entwicklungsprojekten*;
- *Steigende Agio*, d.h. steigende Differenz zwischen Börsenkurs und dem Wert der Anlagen (ähnlich steigender Kurse von Obligationen und damit sinkender direkter Renditen, vgl. Abbildung 6).

Abbildung 4 Indexierte Kapitalisierung der börsenkotierten Immobiliengesellschaften 2009 – 2014 (Juli 2009 = 100)



Quelle: Aussprachepapier 2015.

Abbildung 5 Kapitalmarkttransaktionen 2014 – 2015



Quelle: J. Safra Sarasin, Indirect Property Market Weekly 22. Dezember 2014 und 20.7.2015.

Tabelle 2 Kapitalmarkttransaktionen 2014 – 2015

2014	Gesellschaft	IPO	Erhöhung Aktienkapital
Mai	HIAG	213.00 Mio. CHF	
September	Bonainvest		7.50 Mio. CHF
November	Bonainvest		16.50 Mio. CHF
Dezember	Novavest		16.93 Mio. CHF
Dezember	Zürcher Freilager		108.60 Mio. CHF
<b>2015</b>			
Juni	Swiss Prime Site		418.83 Mio. CHF

Quelle: J. Safra Sarasin, Indirect Property Market Weekly 22. Dezember 2014 und 20.7.2015.

Abbildung 6 Agios von Immobilienaktien im Juli 2015

## Immobilienaktien

ISIN	Name	Börsenkurs	adjustierter NAV	Agio	Ausschüttungsrendite	Leerstandquote in %	Eigenkapital in Mio.	Liegenschaftsbestand in Mio.
CH0008837566	Allreal	129.20	120.48	7.2%	4.3%	7.9	1'954	3'815
CH0018206117	BFW	33.00	35.72	-7.6%	3.6%	4.1	186	317
CH0023951877	HIAG	94.00	84.20	11.6%	3.5%	18.0	676	1'151
CH0017313948	Intershop	399.75	264.00	51.4%	5.0%	11.0	543	1'233
CH0011108872	Mobimo	191.10	190.81	0.2%	5.0%	5.4	1'223	2'470
CH0018294154	PSP Swiss Property	80.45	81.83	-1.7%	4.0%	9.7	3'959	6'636
CH0032816131	Swiss Finance & Prop.	83.00	82.30	0.9%	3.9%	9.4	200	410
CH0008038389	Swiss Prime Site	71.55	67.31	6.3%	5.2%	6.6	4'202	9'785
CH0002619481	Wartec	1'980.00	1'399.50	41.5%	3.4%	1.9	213	564
CH0021831182	Züblin	0.44	0.38	15.0%	0.0%	41.4	26	531
CH0014805212	Zug Estates	1'389.00	1'357.15	2.3%	1.3%	4.4	663	1'043
	Durchschnitt			11.6%	3.6%			

Quelle: Maerki Baumann & Co. 2015.

Als wesentliche Emission von Aktien in den Jahren 2014 / 2015 (Stand Juli 2015) sind die Emissionen der Zürcher Freilager sowie der Swiss Prime Site zu erwähnen (vgl. Tabelle 2, SPS 2015a). Gemäss Medienmitteilung der SPS wurden 98.8% der Bezugsrechte ausgeübt, so dass die Struktur des Aktionariats – bei Emission – praktisch unverändert bleibt (SPS 2015c). Gemäss SPS (2015c) befinden sich 71.4% der Aktien in der Schweiz, 20.2% in Europa und 8.4% in aussereuropäischen Ländern. Der Aktienanteil von «Personen im Ausland» liegt bei 28.6% (ALBM 2015BJ). Damit konnten «Personen im Ausland» über Bezugsrechte rund CHF 120 Mio. zusätzlich in der Schweiz anlegen.

SPS führte diese Aktienkapitalerhöhung einerseits deshalb durch, um den Fremdfinanzierungsgrad zu senken und um gleichzeitig bestehende Entwicklungsprojekte voranzutreiben. Daneben will SPS, so wie alle Investoren, Bestandsliegenschaften an guten Standorten erwerben. Strukturell weist SPS sehr viele

Geschäftsliegenschaften auf (darunter auch Jelmoli). Zudem wurde die Tertianum-Gruppe integriert (vgl. SPS 2015c).

## 4.5 Auswirkung der Gesetzesänderung und mögliches Verhalten der ausländischen Aktionäre

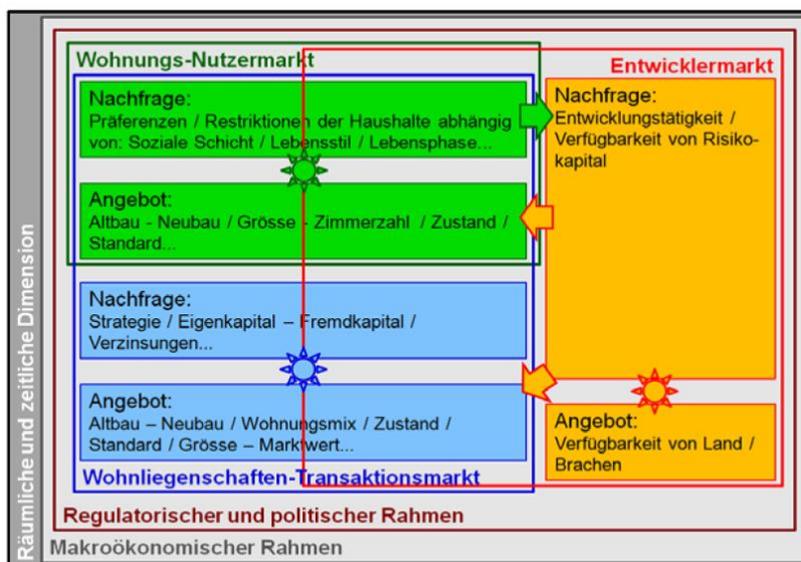
### 4.5.1 Entwickler- und Investorenmärkte

Anders als in den 1990er Jahren, als sich inländische Investoren anscheinend nicht stark für die Immobilienmärkte interessierten und ausländische Investoren zur Stimulation willkommen waren, ist das Interesse inländischer Investoren am Immobilienmarkt heute sehr gross. Insofern ist ausländisches Kapital heute wohl nicht notwendig, um Immobilien in der Schweiz zu entwickeln bzw. die Bestände zu finanzieren. Gemäss heutiger Einschätzung dürfte das inländische Interesse an Immobilienanlagen vorderhand gross bleiben.

Sofern eine Nachfrage nach Nutzflächen (Wohnungen, Büro etc.) vermutet wird, werden diese erstellt, sofern das notwendige Bauland vorhanden und «flüssig» ist. Aufgrund der Realisierungszeiten besteht ein Zeitraum von rund 2 Jahren, bis grössere Nutzflächen schliesslich den Nutzermärkten zugeführt werden. Begrenzendes Element auf den Entwicklungs- und Transaktionsmärkten ist heute nicht die Nicht-Verfügbarkeit von Kapital, sondern die Nicht-Verfügbarkeit von genügend realisierbarer Geschossfläche an den stark nachgefragten Orten.

Falls künftig weiteres inländisches und ausländisches Kapital in grossem Stil auf die Schweizer Immobilienmärkte drängen sollte, steigert dies den Wettbewerb auf den Transaktionsmärkten – es wird kaum mehr entwickelt, da entsprechendes Land nicht verfügbar ist – und führt zu weiter steigenden Preisen und Werten von Immobilienanlagen. Dies führt in den Beständen zu einem Einmaleffekt (Wertsteigerungsrendite) während die direkten Renditen sinken. Damit sinkt u.a. die wiederkehrende Verzinsung der Neugelder im PK-System, was tendenziell einen negativen Effekt auf die Umwandlungssätze hat. Dies gilt natürlich nicht nur für Immobilienanlagen, sondern generell für Anlagen aller Art. Damit ist der Einfluss sektoraler Kapitalverkehrskontrollen, was die Lex Koller letztlich ist, fraglich, denn falls Gelder aus dem Immobilienmarkt verbannt werden, fliessen diese in Obligationen- und Aktienmärkte und treiben dort die Preise, was wiederum die Verzinsungen senkt.

Abbildung 7 Drei interagierende Märkte



Legende: ☀ Preisbildung; ⇨ Zentrale Beeinflussung.

Quelle: FPRE.

### 4.5.2 Nutzermärkte

Gründe für die Knappheit auf den Wohnungsmärkten an den grosszentralen Lagen sind primär die grosse Nachfrage, mit der die Produktion nicht Schritt halten kann (vgl. Abschnitt 4.5.1). Es gibt unseres Erachtens wenig Gründe anzunehmen, weshalb sich «ausländisches Kapital» auf den Nutzermärkten anders verhalten sollte, als «inländisches» und dass beide «am Markt» vermieten. Dazu kommt, dass auch Immobilien, die von ausländischen Investoren gehalten werden, typischerweise von einer Schweizer Gesellschaft bewirtschaftet werden und der Mieter meistens gar nicht weiss, wer Eigentümer der Immobilie ist (vgl. dazu auch FPRE 2008).

Es ist nicht ausgeschlossen, dass sich unterschiedliche Eigentümer betreffend Sanierungszyklen und Positionierung der Nutzflächen unterschiedlich verhalten. Dies dürfte aber weniger mit der Herkunft des Kapitals zu tun haben, als mit der Strategie des jeweiligen Investitionsgefässes.

#### **4.5.3 Mögliches Verhalten ausländischer Aktionäre**

Falls die Gesetzesänderung in Kraft tritt, ist zu klären, ob ausländische Aktionäre ihre Aktien verkaufen müssen oder nicht. Falls ja, wären wiederum die Effekte zu prüfen.

##### **Ausländische Aktionäre müssen nicht verkaufen**

Falls ausländische Investoren aufgrund der Gesetzesänderung ihre Aktien nicht verkaufen müssen, betrifft die Änderung den freiwilligen Verkauf von Aktien durch ausländische Aktionäre sowie die Emissionen neuer Aktien, wobei zu klären wäre, ob Bezugsrechte ausgeübt oder verkauft werden müssen.

Sinnvollerweise dürften ausländische Aktionäre nur an Inländer Aktien verkaufen, aber nicht an andere Ausländer. Der Effekt der «Repatriierung» wäre sehr gering, da ja nicht grosse Bestände betroffen sind und gleichzeitig ausländische Aktionäre ihre Aktien eher halten als verkaufen dürften.

##### **Ausländische Aktionäre müssen verkaufen – und verkaufen auch**

Falls ausländische Aktionäre ihre Aktien verkaufen müssten, hätte dies einen gewissen Einmaleffekt, der vorübergehend zu einer Entlastung beim Anlagedruck der inländischen Investoren führen könnte. Gemessen am Anlagebedarf der inländischen Investoren wäre der Effekt aber begrenzt. Den Erlös aus dem Verkauf der Aktien könnte aber wiederum in CHF angelegt werden und entsprechend die Preise anderer Anlagen treiben – letztlich mit dem gleichen Nettoeffekt, wie wenn die Ausländer die Aktien behalten dürften.

##### **Ausländische Aktionäre müssen verkaufen – und verkaufen nicht**

Es ist denkbar, dass ausländische Aktionäre ihre Aktien verkaufen müssen, diese aber in einen Fonds einbringen und entsprechend Anteile übernehmen. Es erfolgte dann einfach eine Umschichtung in ein anderes Investitionsgefäss.

#### **4.5.4 Kosten und Umsetzbarkeit der Gesetzesänderung**

Mit der Digitalisierung und Globalisierung des Aktienhandels dürften die Kosten der Regulierung, so diese denn überhaupt umsetzbar ist, sehr gross sein. Dies sowohl für den Regulatoren, als auch für die Immobiliengesellschaften, die irgendwie herausfinden müssten, wer denn ihre Aktionäre letztlich sind.

Dies dürfte praktisch unmöglich sein, denn die Gesellschaften wissen wohl nur, wer ihre Aktien hält (z.B. ein Fonds). Die Anteile des Fonds werden aber möglicherweise durch einen Fund-of-Funds gehalten, dessen Destinatäre allenfalls Personen im Ausland sind.

In der Umsetzung, so die Gesetzesänderung denn nicht rein präventive Wirkung haben soll, stellen sich Fragen nach der Kontrolle und der Sanktion bei Gesetzesverletzung. Zudem müsste geklärt werden, wer die Kosten – wohl bei jeder Aktientransaktion – zu tragen hätte.

#### **4.5.5 Wahrnehmung im Ausland**

Eine Verschärfung der Lex Koller könnte im Ausland teilweise verstanden werden, gleichzeitig aber auch auf Kritik stossen. Dies insbesondere deshalb, weil die Schweiz ja über indirekte und direkte Anlagen im Ausland grosse Vermögenseinkünfte erwirtschaftet. Weshalb die Schweiz im Ausland Investitionen tätigen kann, das Ausland in der Schweiz – sektoral – begrenzt wird, verursacht zumindest Erklärungsbedarf. Die Nichtunterstellung von Immobilienfonds könnte hier eine Antwort sein, indem argumentiert wird, dass Aktionäre (von börsenkotierten und nicht börsenkotierten Gesellschaften) grösseren Einfluss auf die Investitionstätigkeit haben als Inhaber von Fondsanteilen.

#### 4.6 Einschätzung der Regulierungsfolgen

Die angestrebte Gesetzesänderung

- führt heute weder zu einer Entspannung noch zu einer Verschärfung der Lage auf den Mietermärkten;
- führt aufgrund des principal agent problems tendenziell zu einer negativen Selektion;
- führt bei einem allfälligen Verkauf der Aktien durch die Personen im Ausland zu einer kurzfristigen Entlastung bei den Schweizer Investoren mit grossem Anlagedruck (Einmaleffekt) sowie zu einer Nationalisierung der direkten Immobilienrenditen, möglicherweise mit gleichzeitigem Druck auf andere Schweizer Kapitalanlagen, also letztlich zu einer reinen Umschichtung ohne positiven Effekt für die inländischen Investoren. Die in Artikel 1 des BewG geforderte Verhinderung der Überfremdung des einheimischen Bodens würde verstärkt;
- führt bei einer allfälligen Auslagerung der Aktien durch die Personen im Ausland in einen neu zu schaffenden Aktienfonds zu einer Umgehung der Idee des Gesetzes;
- führt zu Regulierungskosten in unbekannter Höhe;
- führt kaum zu einer verbesserten Wahrnehmung der Schweiz im Ausland;
- führt bei ansteigendem Anlagedruck in CHF durch das Ausland zu steigenden Preisen anderer Anlagen und damit zur Kompensation der «Vorteile». Falls Kapitalverkehrskontrollen als notwendig erachtet werden, ist der Nutzen teil-sektoraler Massnahmen fraglich.

---

# 5 Betriebsstätten

---

Die Mechanismen sind grundsätzlich identisch, wie in Abschnitt 4 beschrieben. Nachfolgend werden einige «Spezialitäten» betrachtet.

---

## 5.1 Wer ist von der Gesetzesänderung potentiell betroffen

Wie gross die ausländischen Investitionen in Betriebsstätten im Sinne von Kapitalanlagen in der Schweiz sind, ist nicht bekannt. Die Fragestellung kann demnach nicht grundsätzlich, sondern anhand von Beispielen behandelt werden.

### 5.1.1 Beispiel Uetlihof der Credit Suisse

Im Jahr 2012 hat die Credit Suisse den Bürokomplex Uetlihof an den Vermögensverwalter Norges Bank Investment Management verkauft. Dieser handelt im Auftrag des Norwegian Government Pension Fund Global (Handelszeitung 2012). Gleichzeitig hat die Credit Suisse einen Mietvertrag über 25 Jahre, mit Verlängerungsoption um 15 Jahre abgeschlossen. Während der Vertragsdauer hat die Credit Suisse die operative Verantwortung für die Baute, Norges Bank ist reiner Investor. Hauptgrund für dieses «Sale and rent back» Geschäft ist mutmasslich die durch den Regulator geforderte Stärkung der Eigenkapitalbasis der Bank.

### 5.1.2 Beispiel Finanzierung einer Werkhalle

Ein Schweizer Industriekonzern benötigt eine zusätzliche «massgeschneiderte» Werkhalle. Anstatt einen Kredit bei einer Bank aufzunehmen, hat der Konzern Investoren, die die Halle erstellen und dem Konzern mit einem langen Mietvertrag vermieten. Sind diese Investoren «Personen im Ausland» wäre dies gemäss Gesetzesentwurf nicht mehr möglich. Neben solchen eindeutigen Konstrukten, dürfte der Fall auftreten, dass eine Betriebsstätte in der Schweiz beispielsweise durch eine Tochtergesellschaft eines Weltkonzerns genutzt wird, dass die Finanzierung aber über eine Finanzierungsgesellschaft desselben Konzerns läuft. Dies wäre wohl gemäss Idee des Gesetzes zulässig, hätte aber wiederum Regulierungskosten zur Folge.

### 5.1.3 Beispiel Mall of Switzerland

Die Entwicklung der Mall of Switzerland in Ebikon wird durch die Tamweelview European Holdings SA, eine Tochtergesellschaft der Abu Dhabi Investment Authority finanziert (NZZ 2014b). Ob die Mall of Switzerland gemäss Entwurf der Vorlage als Einkaufszentrum in einem touristischen Gebiet gilt, oder nicht, wäre zu klären. Gemäss Begleitbericht S. 9 zu Art. 9 Abs. 1 Bst. d eher nicht.

### 5.1.4 Strategisches Reservegrundstück oder Kapitalanlage?

Gerade im Industriebereich haben Betriebe oftmals Landreserven gleich angrenzend an die eigentliche Betriebsstätte. Dies aus dem Grund, dass – hoffentlich – dereinst der Betrieb ausgeweitet werden kann. Es wäre zu klären, wie eine solche Reserve gesetzlich gehandhabt wird, denn es dürfte dem Regulator schwer fallen zu entscheiden, ob ein Grundstück reine Kapitalanlage ist oder nicht. Solche Grundstücke sind insbesondere dann interessant, wenn eine Umzonung in Wohnzone erwartet werden kann.

---

## 5.2 Generelles Problem Globalisierung

Wie im Abschnitt 2 bereits erwähnt ist die Abgrenzung «Person im Ausland» problembehaftet, denn Firmen können den Status ändern. Durch die globale Vernetzung und Handelbarkeit von Aktien, der räumlichen und sektoralen Diversifikation von Portfolios etc. ist es wahrscheinlich, dass einige Schweizer Traditionskonzerne letztlich im Sinne des BewG «Personen im Ausland» wären. So titelt die NZZ (2014a): «Bewilligungspflicht für Nestlé?». Es müsste quasi eine «White List» geschaffen werden, die periodisch zu überprüfen wäre, denn Firmen können den Status ändern.

## 6 Wohnanteilsvorschriften

Da Raumplanung überwiegend kantonale Hoheit ist, gibt es wohl keine allgemeingültigen Aussagen zu üblichen Mindestwohnanteilen, denn die Regelungen können von Kanton zu Kanton verschieden sein. Gleichwohl ist zu erwarten, dass die Regelungen des Kantons Zürich nicht wesentlich anders sind als diejenigen in anderen Kantonen. Die nachfolgenden Ausführungen folgen Bösch (1986).

### 6.1 Ziel und Festlegung von Mindestwohnanteilen

Mindestwohnanteile wurden Ende der 1970er Jahre festgelegt, um dem Bevölkerungsverlust in (städtischen) Zentren entgegenzuwirken und eine angemessene Durchmischung zu erhalten, insbesondere zur Belegung der Zentren auch ausserhalb der Geschäftszeiten.

Das Festlegen von Wohnanteilen findet sich mehrheitlich in Städten oder Agglomerationsgemeinden. Beispiele dafür sind Altstädte in denen das Wohnen durch Geschäftsflächen zurückgedrängt wurde (Festlegen einer Zentrumszone mit minimalem Wohnanteil), Industriearale die im Lauf der Zeit zu Inseln im urbanen Gefüge geworden sind (Umzonung in Kernzonen mit minimalem Wohnanteil) oder die Bewilligung von zusätzlichen Dachgeschossen zu Wohnzwecken.

Der Mindestanteil wird in Prozenten der BGF angegeben. Neben dem Nutzungsmix des Bestandes orientieren sich die Anteile auch an der Geschosshöhe. So werden in fünfgeschossigen Zonen in der Regel Wohnanteile von 80% festgelegt, in dreigeschossigen 66%. Der höchste Anteil liegt immer bei 90%. Wohnanteile von 100% würden dem Ziel der Durchmischung widersprechen. In Ausnahmefällen können auch Wohnanteile von 0% ermöglicht werden.

Eine Sichtung der Grundlagen sämtlicher Gemeinden der Schweiz ist im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht möglich. Indikativ gelten oben genannte Werte, die durch Sichtung einiger Gebiete wie folgt konkretisiert werden:

- Gemeinde Bassersdorf: Keine Mindestwohnanteile in der Zentrumszone;
- Gemeinde Zollikon: Keine Mindestwohnanteile in der Zentrumszone;
- Stadt Zürich, Altstetten 90%
- Stadt Zürich, Höngg Meierhofplatz 50%, Rest mehrheitlich 90%
- Stadt Zürich, Kreis 6: 50-90%
- Stadt Zürich, Niederdorf: 0-80%
- Stadt Zürich, Seefeld: 0-90%, 0% selten
- Stadt Zürich, Zürichberg 90%
- Stadt Zürich, Neu-Oerlikon 33-80%, selten 90%

Lärmimmissionen bilden den grössten Beeinträchtigungsfaktor der Wohnqualität. In der LSV sind deshalb Grenzwerte festgelegt, die eine Reduktion des Mindestwohnanteils zur Folge haben können. Wenn ein Gebiet der ES III zugeordnet ist, kann der Wohnanteil reduziert werden.

### 6.2 Generelles Problem von Wohnanteilsvorschriften im BewG

Die Schweizerische bzw. die kantonalen Raumplanungen machen es gemäss unserer Einschätzung künftig immer schwerer, neue Bauzonen zu schaffen. Es ist vielmehr zu erwarten, dass in den zentrumsnahen Gemeinden Aufzonungen vorgenommen werden. Zudem gibt es gemäss Untersuchungen (Matter et al. 2008) in der Schweiz zwar generell genügend Bauzonen Wohnen um den künftigen Bedarf zu decken, allerdings nicht primär an den stark nachgefragten Orten. Um die Zersiedelung zu stoppen oder zu dämpfen ist zu erwarten, dass künftig vermehrt Bauzonen Arbeit in Wohn- oder Mischzonen umgezont werden, denn Bauzonen Arbeit gibt es im Überfluss.

Hält eine Person im Ausland heute ein Grundstück in der Bauzone Arbeit, entstehen durch solche Umzonungen Probleme, indem dieses nicht im Sinne der Raumplanung entwickelt werden kann, ohne dass es

verkauft würde, sofern der Mindestwohnanteil ein Drittel übersteigt, was häufig der Fall sein dürfte (vgl. Abschnitt 6.1).

---

### 6.3 Einschätzung der Regulierungsfolgen

Die angestrebte Gesetzesänderung

- führt zu mehr Rechtssicherheit, weil der maximale Wohnanteil festgehalten wird;
- führt wohl zu einer unterschiedlichen Bedeutung in den Kantonen, weil aufgrund unterschiedlicher Attika- und Dachgeschossregelungen die effektive Nutzfläche unterschiedlich ausfallen könnte;
- führt zu einer Reduktion des zulässigen Wohnanteils und damit zu einer Vergrößerung der Gebiete, in denen Personen im Ausland keine Betriebsstätten mehr erwerben können;
- führt bei Umzonungen, die künftig vermehrt zu erwarten sind, dazu, dass Grundstücke nicht im Sinne der Raumplanung entwickelt werden (können).

## 7 Schlussfolgerungen

- Gemäss unserer Einschätzung ist es – wie bereits früher – heute nicht ausländisches Kapital, das primär die Transaktionsmärkte anheizt.<sup>3</sup> Falls künftig ausländisches Kapital abgewehrt werden soll bzw. muss, ist der Nutzen von (teil)-sektoralen Kapitalverkehrskontrollen fraglich, denn das Kapital würde in andere Anlageklassen fliessen. Es wären also eher gesamtheitliche Kapitalverkehrskontrollen angezeigt. Zudem wäre in einer solchen «Notsituation» davon auszugehen, dass die Aktionäre ihre Aktien nicht verkaufen würden und dass Erhöhungen des Aktienkapitals aufgrund von Verwässerungseffekten nicht erfolgten. Insofern können «Personen im Ausland» ihre Aktienanteile nicht einfach erhöhen.
- Die vorgeschlagenen Gesetzesänderungen bewirken auf den Investorenmärkten letztlich relativ wenig (geringer Einmaleffekt), auch bei restriktiver Umsetzung, führen aber zu Regulierungskosten, principal-agent-problem mit negativer Selektion sowie zu Erklärungsbedarf gegenüber dem Ausland. Dies insbesondere vor dem Hintergrund namhafter Vermögenseinkünfte der Schweiz aus Anlagen im Ausland.
- Auch auf den Nutzermärkten ist aufgrund der vorgeschlagenen Gesetzesänderung keine Entspannung der Situation zu erwarten. Gemäss unserer Einschätzung sind es nicht die Investoren, die die Mieten treiben, sondern die grosse Flächennachfrage die aufgrund langer Planungszeiten sowie der Nicht-Verfügbarkeit von Bauzonen zu steigenden Mieten führt.
- Die maximalen Wohnanteile bei ehemaligen Betriebsstättegrundstücken dürften künftig aufgrund zu erwartenden Umzonungen vermehrt zu raumplanerisch unerwünschten Effekten führen, auch ohne die vorgeschlagene Senkung des maximalen Wohnanteils.

Angesichts der Kosten der Regulierung, der Fraglichkeit der Durchsetzbarkeit sowie des höchstens geringen Nutzens könnte es für die Schweiz aus ökonomischer Sicht vorteilhafter sein, die bisherigen Regelungen zu belassen.

<sup>3</sup> «... noch Ende der achtziger Jahre die Überhitzungen auf dem Bodenmarkt zu verhindern. Inflation und Spekulation waren offenbar im Wesentlichen hausgemacht» (Expertenkommission EJPD 1995).

---

# Literaturverzeichnis

---

- BFS (2015)  
Berufliche Vorsorge – Detaillierte Daten: Ergebnisse der Pensionskassenstatistik:  
Betriebsrechnung. <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/13/02/03/data/01.html>.
- Bösch, P. (1986)  
Der Wohnanteilplan der Stadt Zürich. In: disP Nr. 83, S.22 ff / Jan. 1986.
- Bundesrat (2014)  
BVG-Kommission empfiehlt dem Bundesrat für 2015 die Beibehaltung des Mindestzinssatzes von  
1.75%. <https://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=54282>.
- Expertenkommission EJPD (1995)  
Bericht der Expertenkommission für die Prüfung der Folgen einer Aufhebung des Bundesgesetzes  
über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland. Erstattet dem Eidgenössischen  
Justiz- und Polizeidepartement.
- EY (2015)  
Kotierte Schweizer Immobiliengesellschaften. Bericht vom Juni 2015.
- Fahrländer, S. (2015)  
Vom Markt verschmäht. In: Halter (Hrsg.) Komplex Nr. 8, S. 86-89.
- FPRE (2014)  
Immobilien-Almanach Schweiz 2015.
- FPRE (2013)  
Immobilien-Almanach Schweiz 2014.
- FPRE (2008)  
Aufhebung der Lex Koller: Analyse der Auswirkungen aus ökonomischer Sicht (unter  
Ausklammerung der Zweitwohnungsmärkte). Bericht vom 31. März 2008. Hrsg.: BWO.
- Handelszeitung (2012)  
Credit Suisse: Uetlihof-Verkauf in trockenen Tüchern, 29. November 2012.
- JLL (o.J.)  
Case study: Credit Suisse – Uetlihof Office Complex, Zurich. <http://www.jll.com/case-studies/46/credit-suisse-uetlihof-office-complex-zurich>.
- Maerki Baumann & Co. (2015)  
Immobilienaktien 1. Juli 2015.
- Matter, D. et al. (2008)  
Bauzonen Schweiz: Wie viele Bauzonen braucht die Schweiz? Hrsg.: Bundesamt für  
Raumentwicklung ARE.
- NZZ (2014a)  
Heikle Folgen einer verschärften Lex Koller, 22. März 2014.
- NZZ (2014b)  
Mall of Switzerland kurz vor Baubeginn - Schindler steigt aus. NZZ online vom 30. Mai 2014.  
<http://www.nzz.ch/wirtschaft/newsticker/mall-of-switzerland-kurz-vor-baubeginn---schindler-steigt-aus-zus-1.18312539>.
- SPS (2015a)  
Swiss Prime Site. Medienmitteilung vom 13. Mai 2015.
- SPS (2015b)  
Swiss Prime Site. Medienmitteilung vom 28. Mai 2015.
- SPS (2015c)  
Swiss Prime Site. Mitteilung vom 28. Mai 2015.

---

# Impressum

---

**Projekt**

30115

**Auftraggeber**

Bundesamt für Justiz

Bundesrain 20

3003 Bern

**Kontakt**

Hermann Schmid

**Ersteller**

Fahrländer Partner AG

Raumentwicklung

Eichstrasse 23

8045 Zürich

+41 44 466 70 00

info@fpre.ch

**Bearbeitung**

Stefan Fahrländer

**Zeitraum**

Juli – August 2015