

Anlagen in Bauprojekte durch Anlagestiftungen

Wolfgang Müller, Dr. iur., MBA, Rechtsanwalt, Zürich
Roland Kriemler, lic. iur./BBA, Geschäftsführer KGAST, Zürich

Der Ordnungsgeber hat sich entschlossen, Immobilien-Anlagen von Anlagestiftungen sehr detailliert zu regeln.¹ Er geht damit wesentlich über die Vorschriften für Vorsorgeeinrichtungen hinaus. So dürfen klassische Immobilien-Anlagegruppen maximal 30 Prozent ihres Vermögens in Bauprojekte anlegen. Art. 27 Abs. 3 Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) lautet wie folgt:

«Ausser bei Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte dürfen Bauland, angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte gesamthaft höchstens 30 Prozent des Vermögens der Anlagegruppe betragen.»

Nachfolgend gehen wir der Frage nach, was diese Bestimmung für klassische Immobilien-Anlagegruppen und für Bauprojekt-Anlagegruppen bedeutet. Die ASV befindet sich zurzeit zwar in Revision – die Vernehmlassungsfrist ist am 14. Dezember 2018 abgelaufen –, doch bezieht sich diese Teilrevision nicht auf Art. 27 ASV. Unsere nachfolgenden Vorschläge zur Anpassung von Art. 27 ASV wären daher in einer nächsten Revision zu berücksichtigen.

I. Klassische Immobilien-Anlagegruppen

Die oben zitierte Vorschrift besagt, dass Bauland, angefangene Bauten und sanierungsbedürftige Objekte (nachfolgend zusammen als **Bauprojekte** bezeichnet) maximal 30 Prozent des Anlagegruppen-Vermögens betragen dürfen. Die Quote ist jedoch nur auf *klassische Immobilien-Anlagegruppen* anwendbar. Dies folgt aus dem Wortlaut, dass *alle Anlagegruppen ausser Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte* die Vorschriften einzuhalten haben. Zu Quoten für *Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte* sagt die Bestimmung nichts.

Der Begriff *sanierungsbedürftige Objekte* wird im Erläuternden Bericht für die Vernehmlassung über die Änderungen der Verordnungen im Rahmen der Strukturreform in der beruflichen Vorsorge vom 12. November 2010 (S. 56) umschrieben. Darunter sind Liegenschaften zu verstehen, bei denen eine Gebäudesanierung ansteht, also eine durchgreifende Reparatur oder Erneuerung von Bauteilen, Gebäudeabschnitten oder des gesamten Gebäudes, etwa eine Altbausanierung. Diese Definition ist jedoch zu weit gefasst. Solange eine Liegenschaft genügend Rendite erzielt, besteht

keine Notwendigkeit, sie der 30-Prozent-Quote zu unterwerfen, zumal die Sanierungsbedürftigkeit bei manchen Liegenschaften schon früh erkannt wird, es bis zur effektiven Sanierung aber noch mehrere Jahre dauern kann. Erst wenn eine *sanierungsbedürftige* Liegenschaft nicht mehr rentabel vermietet werden kann, rechtfertigt sich eine Umqualifikation zu den *sanierungsbedürftigen Objekten* nach Art. 27 Abs. 3 ASV. Daher sollte der Begriff und die Definition der *sanierungsbedürftigen Objekte* in einer *nächsten Änderung der ASV* genauer umschrieben werden.

II. Bauprojekt-Anlagegruppen

Bei Immobilien-Anlagegruppen mit Anlagen in Bauprojekte stellt sich die Frage, ob und wenn ja, welche Vorgaben zu Quoten sie einzuhalten haben. In diesem Zusammenhang ist bei *Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte* der unbestimmte Rechtsbegriff *ausschliesslich* von besonderer Bedeutung und deshalb auszulegen. Die Frage stellt sich, ob *ausschliesslich* so zu verstehen ist, dass eine Anlagegruppe jederzeit zu 100 Prozent aus Anlagen in Bauprojekte bestehen muss.

Bei Projektanlagegruppen werden verschiedene Bauprojekte im Portfolio gehalten. Nach dem Projektende ist die Baute jedoch fertig erstellt und kann nicht mehr als Bauprojekt bezeichnet werden. Selbst wenn die fertig erstellte Baute verkauft werden soll, ist sie zumindest für einen gewissen Zeitraum als Bestandesliegenschaft zu führen. Denn dass der Verkauf der Immobilie gerade auf den Zeitpunkt der Fertigstellung (wenn überhaupt ein solcher genau definiert werden kann) fällt, ist unwahrscheinlich. Das bedeutet aber auch, dass jede *Anlagegruppe mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte* – zumindest für eine bestimmte, meist wohl etwas längere Dauer – auch fertige Bauprojekte, sprich Bestandesimmobilien, im Portfolio hält. Insofern kann *ausschliesslich* im vorliegenden Fall aus sachlogischen Gründen nicht bedeuten, dass eine Anlagegruppe zu jedem Zeitpunkt nur Anlagen in Bauprojekte hält. Und deshalb wäre ein daraus abgeleiteter Veräusserungszwang der Bauprojekte, welche in der Anlagegruppe mit *ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte* realisiert und fertig erstellt wurden (also in Bestandesimmobilien umqualifizierte Objekte), wenig sinnvoll.

A Maximale Quote für Bestandesimmobilien

Der Wortlaut von Art. 27 Abs. 3 ASV könnte nun so ausgelegt werden, dass *Anlagegruppen mit Anlagen in Bauprojekte* eine maximale Quote von 30 Prozent an Bestandesliegenschaften halten dürfen und mindestens 70 Prozent

¹ Eine Übersicht über die Bedeutung und Organisation der Anlagestiftungen sowie ihre Anlagemöglichkeiten, einschliesslich in Immobilien, findet sich bei SARAH BECHAALANY, in: BR/DC 2018, S. 85 ff.

Bauprojekte zu halten haben. Dies wäre also gerade die umgekehrte Verhältniszahl zu den klassischen Immobilien-Anlagegruppen, welche nach dem Wortlaut von Art. 27 Abs. 3 ASV maximal 30 Prozent Bauprojekte halten dürfen und mindestens 70 Prozent Bestandesliegenschaften halten müssen. Ob dies jedoch die Meinung des Verordnungsgebers war, ist fraglich. Denn würde die Bestimmung, wie oben beschrieben, ausgelegt, dann dürfte es nur Immobilien-Anlagegruppen mit maximal 30 Prozent Bauprojekten geben, nämlich die klassischen Immobilien-Anlagegruppen oder die Bauprojekt-Anlagegruppen mit mindestens 70 Prozent an Bauprojekten. Immobilien-Anlagegruppen mit einer Projektquote zwischen 30 und 70 Prozent wären demnach nicht erlaubt.

Bauprojekt-Anlagegruppe	Kriterium	Klassische Immobilien-Anlagegruppe
mind. 70%	Bauprojekte	max 30%
max 30%	Bestandesliegenschaften	mind. 70%

- Klarer Wortlaut nach Art. 27 Abs. 3 ASV
- Hergeleitet nach klarem Wortlaut
- Fragliche Auslegung

Abbildung: Limiten betreffend Bauprojekte.

B Nachteile bei maximaler Quote

Für eine Bauprojekt-Anlagegruppe würde die oben beschriebene Auslegung bedeuten, dass sie – könnte sie die maximale Quote von 30 Prozent Bestandesliegenschaften aufgrund vieler fertigerstellter Bauten (also neu zu qualifizierende Bestandesimmobilien) nicht halten – entweder fertigerstellte Bauten (Bestandesimmobilien) veräußern oder in eine klassische Immobilien-Anlagegruppe umstrukturiert werden müsste, bis der Anteil der noch nicht fertigerstellten Bauprojekte auf unter 30 Prozent gesenkt wäre.² Letzteres würde eine Veräußerung von Bauprojekten zur Folge haben, bis die maximale 30-Prozent-Quote an Bauprojekten erreicht würde: Also ein Verkauf von rund 40 Prozent der Investitionen in Bauprojekte innerhalb kurzer Zeit (von 70 Prozent minimale Bauprojektquote für Bauprojekt-Anlagegruppen auf 30 Prozent Bauprojektquote für klassische Immobilien-Anlagegruppen). Danach wäre sie zur

Sicherstellung der Transparenz in eine klassische Immobilien-Anlagegruppe umzufirmieren.

Diese Vorgehensweise, Bauprojekte zu veräußern und die Anlagegruppe in eine klassische Immobilien-Anlagegruppe umzuwandeln, ist für die Anleger jedoch mit Nachteilen verbunden. Abgesehen von zusätzlichen, aufgezwungenen Transaktionskosten beim Verkauf von Immobilien, ändert sich das Rendite-Risiko-Profil. Denn das Risiko bei Strategien mit Bauprojekten ist generell höher als bei klassischen Bestandesliegenschaften-Strategien. Anleger, die sich für eine Bauprojekt-Anlagegruppe entschieden haben, suchen bewusst ein höheres Rendite-Risiko-Profil. Kommt hinzu, dass bei einer Veräußerung fertig erstellter Bauprojekte mit den erzielten Verkaufserlösen auch laufend neue Bauprojekte in ausreichender Anzahl erworben werden müssten.³ Dies ist nur schon aus praktischen Gründen abzulehnen, da auf dem Markt nicht jederzeit in Bauprojekte im benötigten Umfang investiert werden kann. Auch würden die von der Anlagegruppe erstellten oder sanierten Bauten am Markt einen tieferen Verkaufspreis erzielen, zumal die Marktteilnehmer wüssten, dass ein Veräußerungszwang innerhalb eines gewissen Zeitraums vorliegen würde.

C Steuerliche Nachteile

Die Anleger müssten zudem auch steuerliche Nachteile gewärtigen. Hinsichtlich Grundstückgewinnsteuer ist es unwirtschaftlich, Anlageobjekte nach kurzer Haltedauer zu veräußern, da die Steuerbelastung mit zunehmender Haltedauer abnimmt. Eine schnelle Zwangsveräußerung führt auch bezüglich Performance zu einer Schlechterstellung gegenüber klassischen Immobilien-Anlagegruppen, da die Bauprojekt-Anlagegruppe höhere *latente Steuern* in Kauf nehmen muss. Dies wirkt sich wiederum auf die Nettoinventarwertberechnung aus und hat somit eine Renditeabnahme zur Folge.

D Auslegung zu den Quoten

Es ist nicht ersichtlich, dass der Verordnungsgeber eine maximale Quote an Bestandesliegenschaften für Bauprojekt-Anlagegruppen erlassen wollte. Hätte er dies gewollt, so hätte er es an gleicher Stelle verordnen können, indem er eine explizite Quote für Bestandesimmobilien festgehalten hätte. Dies hat er jedoch nicht getan. Eine Auslegung, welche eine solche Quote aus der Bestimmung herleitet, ist daher zu hinterfragen.

Die Abbildung zeigt, welche Quoten für klassische Immobilien-Anlagegruppen gelten (siehe rechte Spalte) und welche für Bauprojekt-Anlagegruppen aufgrund der Auslegung

² Zurzeit besteht eine Bauprojekt-Anlagegruppe, von der die Aufsicht die Veräußerung aller fertig erstellten Bauten innerhalb einer gewissen Frist und eine allfällige Umqualifikation in eine klassische Immobilien-Anlagegruppe verlangt.

³ Oder aber die Bauprojekt-Anlagegruppe hält eine hohe Liquidität oder schüttet die überschüssige Liquidität den Anlegern aus. Beides wird aber von den Anlegern nicht gewünscht. Sie wollen weiter in der festgelegten Strategie investiert bleiben.

der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) zur Diskussion stehen (siehe linke Spalte). Nach dem Wortlaut von Art. 27 Abs. 3 ASV darf – *e contrario* – eine klassische Immobilien-Anlagegruppe maximal 30 Prozent an Bauprojekten halten. Davon abgeleitet muss sie also mindestens 70 Prozent an Bestandesliegenschaften halten. Bei Bauprojekt-Anlagegruppen, also *Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte*, gilt dies jedoch nach klarem Wortlaut der Bestimmung nicht. Grammatikalisch ausgelegt sagt die Bestimmung nichts zu Quoten bei Bauprojekt-Anlagegruppen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass für Bauprojekt-Anlagegruppen keine Quoten gelten sollten. Die Bestimmung ist deshalb bezüglich Quoten für Bauprojekt-Anlagegruppen auslegungsbedürftig.

Von grosser Bedeutung ist somit die Auslegung des Begriffs *ausschliesslich*. Wie oben ausgeführt, kann sich *ausschliesslich* jedoch aus sachlogischen Gründen nicht auf die **bestehenden** Investitionen beziehen, wodurch eine Bauprojekt-Anlagegruppe **zu keinem Zeitpunkt** in Bestandesimmobilien investiert sein dürfte. *Ausschliesslich* muss sich deshalb auf die **Strategie der Anlagegruppe** beziehen, welche nur in Bauprojekte investieren soll. Dies muss sich auf den erstmaligen Zeitpunkt des Erwerbs der Investition beziehen.

Eine andere Meinung des Verordnungsgebers wäre nicht leicht zu begründen, zumal er es in den Händen gehabt hätte, auch für Bauprojekt-Anlagegruppen Quoten einzuführen. Die OAK BV legt die Bestimmung so aus, dass eine Bauprojekt-Anlagegruppe zu keinem Zeitpunkt mehr als 30 Prozent Bestandesliegenschaften halten darf. Nach dieser Auslegung hätte sie also immer mindestens 70 Prozent Bauprojekte zu halten. Diese Auslegung ist zu hinterfragen. Da es keine verordnete Quote zu Bestandesimmobilien im Portfolio gibt, kann eine Projektanlagegruppe die Vorschriften nach Art. 27 Abs. 3 ASV hinsichtlich Verhältnis Bauprojekte zu Bestandesimmobilien auch nicht verletzen. Es gibt schlicht keine Limite.

III. Mögliche verbesserte Regelung

Da die Bestimmung von Art. 27 Abs. 3 ASV zu Diskussionen in der Branche geführt hat, der Wortlaut keine Quote bestimmt und die Bestimmung der *ausschliesslichen* Investition in Bauprojekte auslegungsbedürftig ist, sollte bei einer *Teilrevision der ASV* Klarheit geschaffen werden. Die Bestimmung könnte wie folgt umformuliert werden (vorgeschlagerener, neu einzufügender Verordnungstext fett und kursiv):

Ausser bei Anlagegruppen, die im Zeitpunkt des Investitionsentscheids ausschliesslich Bauprojekte erwerben dürfen, dürfen Bauland, angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte gesamthaft höchstens 30 Prozent des Vermögens der Anlagegruppe betragen.

Diese leicht angepasste Formulierung ist lediglich eine Präzisierung des bisherigen Wortlauts, jedoch weniger auslegungsbedürftig. Mit der neu formulierten Bestimmung wird

indirekt klargestellt, dass Bauprojekt-Anlagegruppen erworbene Bauprojekte nach ihrer Fertigstellung nicht veräussern müssen. Lediglich zum Zeitpunkt des Erwerbs müsste die Investition ein Bauprojekt sein. Zu einer Quote bezüglich Bestandesliegenschaften oder Bauprojekten sagt eine solche Anpassung allerdings nichts.

Hingegen müsste eine Anlagestiftung mit einer Bauprojekt-Anlagegruppe angehalten werden, die Strategie und die Bezeichnung der Anlagegruppe offiziell zu ändern, wenn sie für einen längeren, zu definierenden Zeitraum mehrheitlich in Bestandesimmobilien investiert wäre. Dies im Sinne der Sicherstellung der Transparenz für die Anleger und aufgrund bilanztechnischer Wahrheits- und Klarheitsgründe.

Hinsichtlich Quoten für Bestandesliegenschaften und Bauprojekte sollte der Verordnungsgeber ebenfalls klarer legislieren. Neben einer expliziten Maximalquote für Bauprojekte (oder Minimalquote für Bestandesliegenschaften) bei klassischen Immobilien-Anlagegruppen könnte er auch eine explizite Maximalquote für Bestandesliegenschaften / fertig erstellte Bauprojekte (oder Minimalquote für Bauprojekte) bei Bauprojekt-Anlagegruppen einführen oder aber in den Erläuterungen präzise Auslegungshilfen zur Verfügung stellen. Eine Überschreitung der Quoten müsste jedoch möglich sein, solange dies für die Anleger ersichtlich ist. Auf eine solche Überschreitungsmöglichkeit müsste deshalb in den Anlagerichtlinien, im Prospekt und allenfalls auch im Geschäftsbericht hingewiesen werden. Zusätzlich müsste im Sinne der Transparenz eine geeignete Information an die Anleger sichergestellt werden, sobald die Quoten überschritten werden, und zwar für beide Arten, für die klassischen Immobilien-Anlagegruppen und für die Bauprojekt-Anlagegruppen. Dies könnte mittels einfacher Offenlegung der Quote in den Factsheets oder mittels Publikation bei der erstmaligen Überschreitung z.B. mit Deponentenschreiben an die investierten Vorsorgeeinrichtungen geschehen. Das wäre wohl ein zumutbarer Aufwand für die Anlagestiftungen und eine wertvolle Information für die Vorsorgeeinrichtungen. Die entsprechende Vorgabe für die klassischen Immobilien-Anlagegruppen könnte in Art. 27 Abs. 3 ASV als zweiter Satz eingefügt werden. Die Bestimmung könnte lauten (vorgeschlagerener, neu einzufügender Verordnungstext fett und kursiv):

Ausser bei Anlagegruppen [...] der Anlagegruppe betragen. Die Anlagestiftung muss die Überschreitung der 30 Prozent Begrenzung mit Angaben zum Ausmass mindestens einmal pro Quartal publizieren.

Für Bauprojekt-Anlagegruppen könnte, entsprechend der noch festzulegenden Quoten, eine ähnliche Formulierung gefunden werden.

Eine Meldung an die Aufsicht betreffend Überschreitung der Quoten ist weder nötig noch zu empfehlen, da die Vorsorgeeinrichtungen für ihre Anlagen und deren regelmässige Überprüfung selbstverantwortlich sind. Die Aufsicht muss lediglich sicherstellen, dass die Transparenz- und Informationspflichten eingehalten werden.