

# PENSIMON NEWSLETTER

Nr. 32 / Februar 2002

---

## ZUM INHALT

### **Fondsleitungsfusion nach dem revidierten Anlagefondsgesetz**

Seiten 2 - 3

Die Adimosa AG und die Verwaltungsgesellschaft für Investment-Trusts (VIT), beides hundertprozentige Tochtergesellschaften der Pensimo Management AG, wurden im vergangenen Dezember zu einer einzigen Gesellschaft fusioniert. Künftig wird die Adimosa AG die beiden Immobilienfonds Immovit und Swissinvest führen. Die Adimosa ist organisatorisch vollständig in die Pensimo Management AG integriert. Die Durchführung der Fusion - es ist die erste Zusammenlegung zweier Fondsleitungsgesellschaften - wurde der KPMG Fides in St. Gallen übertragen. Der Mandatsleiter, Rechtsanwalt Thomas Brauchli, hat für eine juristische Fachzeitschrift einen Aufsatz darüber geschrieben, den wir hier in einer Zusammenfassung veröffentlichen.

### **Immobilienfonds**

Seiten 4 - 7

Unter dem Titel «Grund und Boden» erschien in der Ausgabe vom 30. Januar 2002 der HandelsZeitung ein leicht abgeänderter Aufsatz aus der Feder des Geschäftsführers der Pensimo Management AG.

### **Halbjahresbericht Swissinvest per 31.12.2001**

Beilage

Für den von der Adimosa AG geführten schweizerischen Immobilien-Anlagefonds Swissinvest (Geschäftsjahr 1.7. - 30.6.) wurde auf den 31. Dezember 2001 der beiliegende Halbjahresabschluss erstellt.

Richard Hunziker

[richard.hunziker@pensimo.ch](mailto:richard.hunziker@pensimo.ch)

## ANLAGESTIFTUNG PENSIMO



Anlagestiftung Pensimo für  
Personalvorsorge-Einrichtungen

Rennweg 52, 8023 Zürich  
Telefon 01 227 13 20 Fax 01 227 13 21  
[welcome@pensimo.ch](mailto:welcome@pensimo.ch)  
[www.pensimo.ch](http://www.pensimo.ch)

## **Fondsleitungsfusion nach dem revidierten Anlagefondsgesetz**

*Die Adimosa AG, Fondsleitungsgesellschaft des Anlagefonds Swissinvest fusionierte im Dezember 2001 mit der Fondsleistungsaktiengesellschaft «Verwaltungsgesellschaft für Investment-Trusts (VIT)», Zürich. Es ist dies eine der ersten Fusionen zweier Fondsleitungsgesellschaften nach dem revidierten Anlagefondsgesetz.*

### *Gründe für die Fusion*

Die Adimosa AG wie auch die Verwaltungsgesellschaft für Investment-Trusts (VIT) sind beides 100%-ige Tochtergesellschaften der Pensimo Management AG, Zürich. Die Adimosa AG betreibt den Anlagefonds Swissinvest, die Verwaltungsgesellschaft für Investment-Trusts (VIT) den Anlagefonds ImmoVIT.

Neben betriebswirtschaftlichen Gründen, wie der Bündelung von Managementkapazitäten und Verhinderung von Doppelspurigkeiten, stand vor allem eine anlagefondsrechtliche Überlegung für die Fondsleitungsfusion im Zentrum. Bis anhin besaßen beide Fondsleitungsgesellschaften eine Ausnahmegenehmigung zur Führung einer kleinen Fondsleitungsgesellschaft. Durch die Zusammenlegung der Geschäftstätigkeiten verfügt die Adimosa AG nun über die geforderte geeignete Organisation, die zur Erteilung einer ordentlichen Bewilligung berechtigt.

### *Absorptionsfusion*

Die Fusion der beiden Fondsleitungsgesellschaften ist als Absorptionsfusion ausgestaltet worden. Die Adimosa AG übernahm sämtliche Aktiven und Passiven der Verwaltungsgesellschaft für Investment-Trusts (VIT). Die Verwaltungsgesellschaft für Investment-Trusts (VIT) ging im Zeitpunkt der Eintragung der Auflösung der Gesellschaft im Handelsregister unter.

### *Vorgängiges Publikations- und Genehmigungsverfahren nach dem Anlagefondsgesetz*

Einer Fondsleitungsfusion ist eigen, dass neben den aktienrechtlichen Fusionsbestimmungen auch anlagefondsspezifische Normen zwingend beachtet werden müssen. Auf diese Eigenheiten einer Fondsleitungsfusion wird im Folgenden kurz eingegangen. Nach Art. 15 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Anlagefonds (AFG) bedarf der schriftlich abzufassende Fusionsvertrag der Zustimmung durch die Depotbank des von der untergehenden Fondsleitung betriebenen Anlagefonds sowie der Genehmigung durch die Eidg. Bankenkommission. Vorgängig des Genehmigungsverfahrens vor der Eidg. Bankenkommission ist die untergehende Fondsleitungsgesellschaft verpflichtet, den Fondsleitungswechsel mindestens je zweimal in den Publikationsorganen des vom

Fondsleitungswechsels betroffenen Fonds zu publizieren. Ebenfalls vor Beginn des Genehmigungsverfahrens ist der Fondsleitungswechsel im Jahres- oder Halbjahresbericht des Anlagefonds der untergehenden Fondsleitung zu veröffentlichen. Die Anleger des Anlagefonds der untergehenden Fondsleitung können während 30 Tagen nach Veröffentlichung der Fondsleitungsfusion Einwendungen gegen den Fondsleitungswechsel erheben oder die Auszahlung ihrer Anteile verlangen. Die Einwendungsfrist beginnt am Tag nach der letzten Veröffentlichung des Fondsleitungswechsels in den Publikationsorganen des Anlagefonds.

Der Fondsleitungswechsel bedarf der Bewilligung durch die Eidg. Bankenkommission. Aus diesem Grund hat die untergehende Fondsleitungsgesellschaft der Eidg. Bankenkommission ein einlässlich begründetes Gesuch einzureichen. Sie hat im Gesuch den Fondsleitungswechsels zu begründen und den Nachweis zu erbringen, dass die aktienrechtlichen wie auch die anlagefondsgesetzlichen Vorschriften erfüllt sind und die Fortführung des Anlagefonds im Interesse der Anleger liegt. Dem Gesuch sind neben dem rechtsgültig unterzeichneten Fusionsvertrag, der Zustimmung der Depotbank zum Fondsleitungswechsel auch die Publikationen des Fondsleitungswechsels beizufügen. Zudem hat die Gesuchstellerin das aktuelle Fondsreglement des betroffenen Anlagefonds sowie den angepassten Fondsprospekt mit integriertem geändertem Fondsreglement beizufügen. Die Eidg. Bankenkommission genehmigt den Fondsleitungswechsel mit Verfügung. Haben die Anleger innert Frist keine Einwendungen gegen den Fondsleitungswechsel erhoben, ist die Verfügung der Eidg. Bankenkommission für die Anleger endgültig.

#### *Handelsregistereintragung sowie nachträgliches anlagefondsrechtliches Publikationsverfahren*

Gestützt auf die Genehmigungsverfügung der Eidg. Bankenkommission trägt der zuständige Handelsregisterführer die Fondsleitungsfusion unter Beilage der üblichen Fusionsdokumente im Handelsregister ein. Nach Genehmigung und Vollzug der Fusion muss die Eidg. Bankenkommission ihre Verfügung in den Publikationsorganen des Anlagefonds nachträglich publizieren. Die übernehmende Fondsleitungsgesellschaft ist zudem verpflichtet, den Text der Verfügung im nächsten Jahresbericht des betroffenen Anlagefonds zu veröffentlichen.

Das formalisierte anlagefondsrechtliche Publikationsverfahren dient dem Schutz der Anleger. Die Publikationsvorschriften müssen zwingend beachtet werden, ansonsten der Mangel nur durch Neupublikation geheilt werden kann. Eine Neupublikation zieht unweigerlich auch einen neuen Fusionsübernahmezeitpunkt mit sich.

## **Immobilienfonds**

*Die schweizerischen Immobilienfonds haben in den vergangenen Jahrzehnten einen eindrucklichen Leistungsbeweis erbracht und sind für die Zukunft gut gerüstet. Dank ihrer tiefen Korrelation mit Aktien und Obligationen sind sie ein ideales Diversifikationsinstrument für den ertrags- und risikobewussten Anleger.*

Die schlechte Performance der Aktien und tiefe Nominalzinsen einerseits sowie günstige Aussichten der Immobilienmärkte andererseits haben zu einer Neubewertung von Immobilien durch die Anleger geführt. Zeitgleich wurden neue Immobilienportefeuilles (Allreal, Maag, PSP, REG, SPS, Züblin) gebildet, welche die seit vielen Jahren als Immobilienanleger auftretenden Gesellschaften wie Intershop, LO-Holding und Warteck ergänzen. Das Instrument «Immobilien-gesellschaft» erlangte dadurch neue Bedeutung, was zu einer spürbaren Belebung des Marktes geführt hat. Von diesem Aufschwung profitierten auch die seit Jahrzehnten bestehenden Immobilienfonds.

### *Einebnung von Unterschieden*

Entschliesst man sich dazu, einen Teil seines Vermögens in indirekt gehaltenen Immobilien anzulegen, ist es nicht einfach, die passende Anlageform zu finden. Soll man in Immobilienfonds investieren oder bieten Immobiliengesellschaften mehr Vorteile? Welcher Fonds bzw. welche Immobiliengesellschaft ist am ehesten geeignet, die Erwartungen des Anlegers zu erfüllen?

Die prinzipiellen Unterschiede zwischen Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften ergeben sich aus der juristischen Konstruktion der beiden Anlagearten: Die Immobilienfonds unterstehen dem Anlagefondsgesetz, während die Immobiliengesellschaften dem Aktienrecht und den Börsenregeln folgen. Besonders zu erwähnen ist das Rückgaberecht, das den Eignern von Immobilienfondsanteilen zusteht. In ökonomischer Hinsicht sind die Unterschiede nicht so gross. Die Immobilienfonds haben sich rasch angepasst. Einige Fonds haben bei der Bewertung auf die DCF-Methode (Discounted Cashflow) umgestellt und ersetzt die frühere «buy and hold»-Strategie durch ein aktives Portefeuillemanagement. Das Anlagefondsgesetz schreibt eine einheitliche Rechnungslegung der Immobilienfonds vor, was eine hohe Transparenz bedeutet.

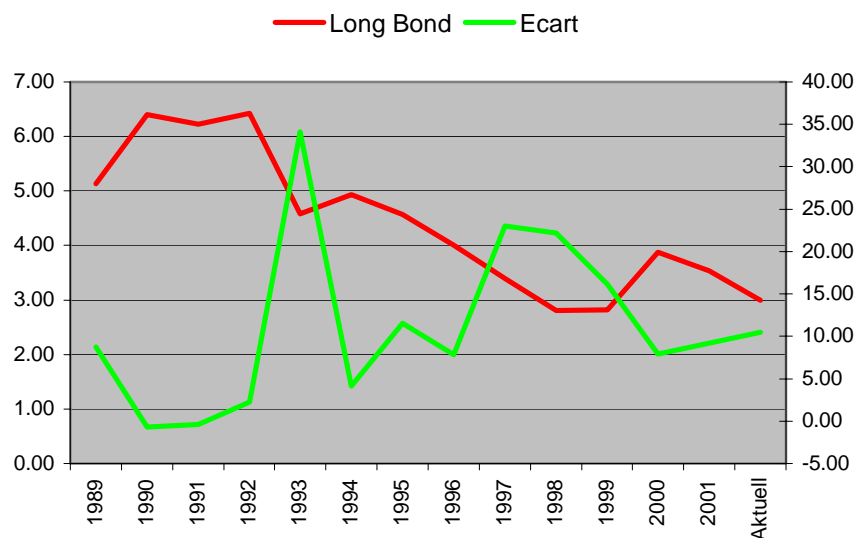
### *Unterschiedliche Behandlung der Bewertungsdifferenzen*

Ein nicht zu unterschätzender Unterschied zwischen Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften liegt in der Behandlung der Bewertungsdifferenzen. Bei den Immobilienfonds

schlägt sich die Höher- oder Tieferbewertung am Ende des Geschäftsjahres nicht auf das Betriebsergebnis nieder, sondern kommt lediglich in der Ermittlung des inneren Wertes (Inventorywert) zum Ausdruck. Demgegenüber werden bei den Immobiliengesellschaften auch nicht realisierte Wertveränderungen entsprechend den internationalen Rechnungslegungsvorschriften über die Erfolgsrechnung verbucht. Dies bedeutet, dass Bewertungsgewinne und -verluste die Ausschüttung beeinflussen.

*Performancefalle «Ecart»*

Weshalb entstehen bei den Immobilienfonds Ecart (= über/unter dem Rücknahmepreis liegender bezahlter oder Mittelkurs in Prozent)? Tiefe Zinsen veranlassen Investoren zum Wechsel von Obligationen in indirekte Immobilienanlagen, was - unabhängig vom inneren Wert - zu einer erhöhten Nachfrage und zu einem höheren Kurswert führt.



An sich gibt es keine fundamentalen Gründe, die dafür sprechen würden, Anteile an Immobilienfonds zu Preisen zu erwerben, die wesentlich über dem inneren Wert liegen. Wenn es Anleger gleichwohl tun, dann nur aus Renditeüberlegungen: Wenn in einer Tiefzinsphase langläufige Staatsanleihen zum Beispiel mit 3 % rentieren, kann es immer noch eine Alternative sein, Immobilienfondsanteile zu einem so hohen Preis zu kaufen, der eine Rendite von 4 % ergibt, obschon der Anteil auf der Grundlage des inneren Wertes eigentlich mit 5 % rentieren müsste. Allerdings muss man sich darüber im Klaren sein, dass ein Teil des Kaufpreises aus dem Ecart besteht, der bei einem Anstieg der Zinsen wieder verschwindet und in der Folge die Performance der Anlage erheblich beeinträchtigt.

Nicht börsenkotierte Immobilienfonds (z.B. der Swissinvest) folgen viel eher der Logik der

Immobilienmärkte (d.h. der direkten Immobilienanlagen). Sie sind wenig beeinflusst von der Entwicklung der Zinsen und Aktienmärkte. Ihr Wertverlauf orientiert sich in erster Linie am inneren Wert (Inventarwert). Allerdings ist die Verkäuflichkeit nicht kotierter Fondsanteile schlechter als dies bei börsengängen Titeln der Fall ist. Dieser Nachteil wird indessen durch das Rückgaberecht gemildert.

### *Mythos «Grösse»*

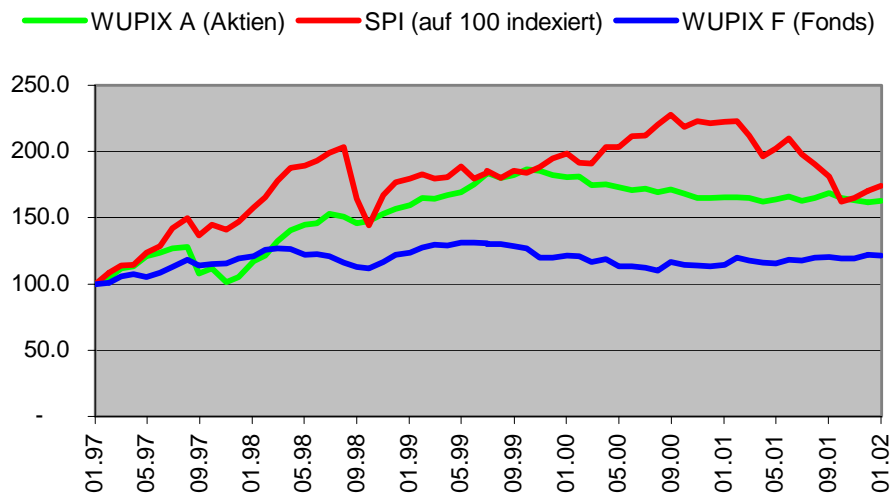
Die Vorstellungen über die wünschbare Grösse von Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften haben sich in jüngster Zeit stark gewandelt. Noch vor etwa zwei Jahren galt eine Portfeuillegrösse von einer Milliarde Franken als anzustrebender Zustand. Etwas später schien ein Konsens erneut bei einer Milliarde zu liegen, nun aber in Euro. In jüngster Zeit hört man oft die Zahl von 3 Milliarden Franken als ideale Grösse für ein Immobilienanlagegefäss.

Die Frage ist, wie stark ein Anleger das Kriterium der Portfeuillegrösse bei seinem Anlageentscheid gewichten soll. Abgesehen davon, dass kein signifikanter Zusammenhang zwischen Portfeuillegrösse und Liegenschaftserfolg besteht, sollte der Anleger mehr Gewicht auf die Rendite legen. Ein Portfeuille von 100 Millionen Franken kann ebenso effizient geführt sein wie ein solches von drei Milliarden Franken. Es liegt nahe, dass der Diversifikationseffekt mit der Grösse des Portfeuillees zunimmt. Etwas differenziert ist das Argument der besseren Handelbarkeit grösserer Fonds oder Gesellschaften zu betrachten: Immobiliengesellschaften haben oft Mehrheits- oder Grossaktionäre. Deshalb ist der fee float im Verhältnis zur Grösse gering. Dies führt dazu, dass selbst bei Gesellschaften mit einer beachtlichen Kapitalisierung relativ kleine Handelsvolumen genügen, um den Kurs des Titels spürbar zu beeinflussen.

### *Langfristigkeit des Betrachtungszeitraums*

Die Entwicklung der Immobilienfonds lässt sich am «Rüd Blass Immobilienfonds-Index (ehemals Lipper)» ablesen. Dieser Index umfasst die zehn bedeutendsten schweizerischen Immobilienfonds. Seit Beginn der Auswertung (Februar 1960 =100) hat sich der Wert dieser Fonds (mit Reinvestition der Dividendenerträge) verfünffzehnfacht (Dez. 2001 = 1'508.7).

In Zukunft ermöglichen die von Wüest & Partner entwickelten und auf den 1. Januar 1997 zurück berechneten Indices einen direkten Vergleich der Performance aller börsenkotierten Immobilienfonds (WUPIX-F) mit jener der in der Schweiz börsenkotierten Firmen, deren Kerngeschäft die Immobilien sind (WUPIX-A).



Die Zunahme des WUPIX-A in den Jahren 1998 und 1999 dürfte zunächst auf Umlagerungen von den Fonds in die Aktiengesellschaften zurückzuführen sein. Ausserdem ist zu beachten, dass die Immobiliengesellschaften im Gegensatz zu den Fonds primär in Geschäftliegenschaften investiert sind. Diese erfuhren in den letzten zwei Jahren zum Teil deutliche Aufwertungen.

Der Anleger ist gut beraten, sich nicht zu früh auf eine bestimmte Anlagekategorie festzulegen. Vielmehr sollte er jenen Titel aussuchen, der seinen Anforderungen am ehesten entspricht. Viele Argumente beziehen sich auf ein konkretes Produkt und nicht auf eine ganze Anlagekategorie (z.B. Strategie, Bewertungsmethode, Professionalität des Managements, Grösse und Diversifikationseffekt des Portefeuilles, Marktliquidität etc.).

Immobilienanlagen sind langfristige Prozesse. Es ist ratsam, sich bei der Wahl geeigneter Instrumente für indirekte Immobilienanlagen nicht von kurzlebigen Modeerscheinungen beeinflussen zu lassen, sondern sich vielmehr an die Megatrends zu halten. Wie ist der track record eines Titels? Wie ist die Qualität des Portefeuilles zu beurteilen? Ist dem Management zuzutrauen, die guten Marktleistungen der Vergangenheit auch in Zukunft zu erbringen? Diese Fragen sollte man sich stellen, damit man auch Morgen zu den Gewinnern des Wettbewerbs gehört.