

Real Estate

Swiss Equity

yearbook

REAL ESTATE 2011

Wie attraktiv sind ausgepresste Zitronen?

Die Immobilienpreise befinden sich in einem Hoch, ebenso die entsprechenden Investitionsvehikel Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften. Anlagen in diesem Bereich sind mangels Alternativen attraktiv. Trotzdem weisen hohe Aufschläge auf eine mögliche Überbewertung hin.

Text: John Davidson und Simon Amrein

Die Finanzmärkte sind geprägt von Unsicherheit und Angst der Anleger. So kam es in den letzten Monaten bei fast allen Anlageklassen zu starken Verwerfungen. Doch der Blick zurück zeigt auf, dass die aktuellen Turbulenzen lediglich die Fortsetzung eines Trends sind, welcher mit der Finanzkrise Einzug gehalten hat: Anleger stossen risikoreiche Aktien sowie Obligationen ab und suchen vermehrt reale Werte wie Gold oder Immobilien.

Im Bereich der Immobilienanlagen steht Investoren ein weites Feld von Investitionsmöglichkeiten offen. So können Investitionen direkt über Liegenschaftskäufe getätigt werden. Dies erlaubt eine maxima-

le Mitbestimmung. Hingegen fehlt es bei kleinen Portfolios mit Direktinvestitionen häufig an Diversifikation. Deshalb bietet sich als Alternative eine Investition über Immobiliengesellschaften oder Immobilienfonds an.

Was die Preise hochtreibt

Die Preissteigerungen von direkten und indirekten Immobilienanlagen lässt sich massgeblich an zwei Indikatoren festmachen: dem Zinsniveau sowie der Entwicklung der Mieten. Während steigende Mieten einen positiven Einfluss auf die Immobilienpreise haben, besteht zwischen Zinsniveau und Immobilienpreisen eine inverse Abhängigkeit. Dazu bieten sich zwei Erklärungsansätze an. Zum einen führen tiefe Zinsen zu einer vermehrten Kreditnachfrage, was sich in Liegenschaftskäufen bemerkbar macht. Zum anderen hat die Diskontierung von erwarteten Cashflows mit tieferen Kapitalisierungssätzen höhere Bewertungen zur Folge.

Die aktuelle Konstellation, mit den historisch tiefen Zinsen, steigenden Mieten vor allem im Wohnsektor und markant ansteigenden Immobilienpreisen, trat zuletzt zu Beginn der Neunzigerjahre auf. Weiter ist zu beobachten, dass die oben aufgeführten Zyklen seit 1990 oft drei bis fünf Jahre dauern. Es ist somit denkbar, dass der aktuelle Zyklus durch fallende Mieten oder

AUTOREN

Prof. Dr. John Davidson, CAIA promovierte an der Universität Zürich zum Thema «MBO with Private Equity». 2005 bis 2009 war er als Vice President für Investmentfragen zu globalen indirekten Immobilieninvestitionen bei der Swiss Re tätig. Heute ist Davidson Co-Studienleiter MAS Immobilienmanagement, Dozent und Forschungsleiter «Real Estate» am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft. Seine neueste Publikation, ein Handbuch zu «Private Equity Real Estate», wird Mitte September 2011 publiziert.

Simon Amrein, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzdienstleistung Zug IFZ. Das IFZ ist ein Kompetenzzentrum der Hochschule Luzern – Wirtschaft. Die im Artikel behandelte Thematik von Immobilien und Pensionskassen wird unter anderem im Lehrgang MAS Immobilienmanagement und dem im Frühjahr 2011 neu lancierten Lehrgang MAS Pensionskassenmanagement behandelt.

ein ansteigendes Zinsniveau bald sein Ende findet.

Mit Fokus auf die jüngsten Preisanstiege von direkten und indirekten Immobilienanlagen lässt sich noch eine Reihe weiterer Faktoren finden, die in erster Linie kurzfristig ihre Wirkung auf Immobilienpreise entfalten. Erstens suchen ausländische Investoren nach Anlagemöglichkeiten in Schweizer Franken. Zweitens hat sich die Suche nach Realwerten, welche Inflationsschutz bieten, in den Preisen niedergeschlagen. Und drittens sind im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld Anlagen mit attraktiven Renditen, wie sie von indirekten Immobilienanlagen geboten werden, rar. Der Druck erhöht sich umso mehr, als dass die Liquidität der Anleger hoch ist und Aktien sowie ehemals vermeintlich sichere Papiere gemieden werden. Diese nachfrageseitigen Entwicklungen führen zu Marktabhängigkeiten der einzelnen Produkte. Deshalb sind die Renditen stark marktgetrieben und weniger durch die Portfolios einzelner Fonds oder Gesellschaften.

Ansprechende Renditen

Ein Blick auf die Renditen (Total Returns) zeigt, dass die Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften teilweise massive Performancesprünge vollzogen haben. Zwar verzeichneten Immobiliengesellschaften während der Finanzkrise Rückschläge, diese fielen aber im Vergleich zu den Aktienmärkten moderat aus. Immobiliengesellschaften waren stärker von der Finanzkrise betroffen als Fonds, haben die Rückgänge in den Jahren 2007 und 2008 jedoch mit sehr hohen Renditen in den letzten beiden Jahren gutgemacht.

Die Gesellschaften erzielten in den Jahren 2009 und 2010 jeweils Renditen von rund 20 Prozent. In den Renditeberechnungen ist Züblin jedoch nicht einbezogen, da diese mit dem Immobilienportfolio mehrheitlich

Marktzyklen

	Zinsniveau	Mieten	Preise
1990 – 1993	+	–	– –
1993 – 1997	=	–	–
1997 – 2002	–	+	+
2003 – 2008	=	+	+
seit 2008	–	+	++

Quelle: Zürcher Kantonalbank

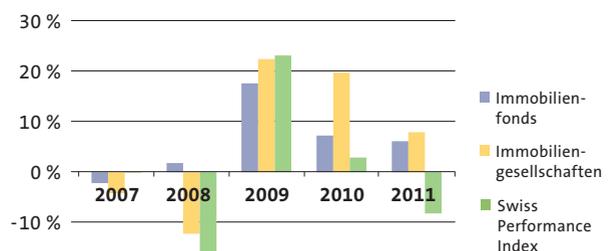
im Ausland engagiert ist. Bei den Immobiliengesellschaften ist zu berücksichtigen, dass die sehr positiven Renditen mit höheren Volatilitäten der Titel einhergehen.

Das Universum der Immobilienfonds weist im Vergleich zu den Gesellschaften tiefere Renditen aus. Per Ende Juli 2011 erreichten die Fonds eine Rendite von 6,2 Prozent (YTD), welche von den Immobiliengesellschaften mit fast acht Prozent deutlich übertroffen wurde. Die Renditeunterschiede haben nicht zuletzt mit der unterschiedlichen Ausrichtung und der Risikoexposition des einzelnen Fonds oder der Gesellschaft zu tun.

Unterschiedliche Fremdfinanzierung

Insbesondere die Immobiliengesellschaften nutzen das tiefe Zinsniveau, um billiges

Renditenvergleich



Quelle: Datastream

Performance und Agios von Immobilienanlagen

	Perf. 29.07.2011	Perf. 2010	Perf. 2009	Agio
Immobilien-gesellschaften				
Allreal	6,21 %	18,10 %	19,89 %	20,75 %
bfw liegenschaften	4,49 %	22,76 %	35,46 %	-19,01 %
Intershop	10,71 %	8,71 %	12,08 %	24,13 %
Mobimo	14,04 %	18,94 %	32,05 %	14,98 %
PSP Swiss Property	10,21 %	33,64 %	16,21 %	15,94 %
Swiss Prime Site	8,59 %	27,06 %	21,98 %	19,97 %
Warteck	1,34 %	9,10 %	19,89 %	27,98 %
Züblin	-5,80 %	-8,00 %	-11,76 %	-30,02 %
Mittelwert (ohne Züblin)	7,94 %	19,76 %	22,51 %	14,96 %
Immobilienfonds				
Bonhöte Immobilien	2,00 %	6,91 %	6,45 %	15,31 %
CS 1A PK Immo	2,66 %	11,67 %	13,14 %	18,24 %
CS Interswiss	5,58 %	3,10 %	23,61 %	21,84 %
CS LivingPlus	4,31 %	0,47 %	15,57 %	17,69 %
CS PropertyPlus	9,63 %	7,70 %	17,47 %	22,63 %
CS SIAT	8,43 %	0,30 %	21,82 %	28,16 %
FIR Fonds Immobilien Romand	4,31 %	4,79 %	21,95 %	24,20 %
Immo Helvetic	3,01 %	9,60 %	19,15 %	24,37 %
Immofonds	3,51 %	5,33 %	17,09 %	32,17 %
La Foncière	10,15 %	5,74 %	22,85 %	29,08 %
Procimmo	14,47 %	8,53 %	3,81 %	10,69 %
Realstone	4,51 %	n/a	n/a	13,05 %
Schroder ImmoPlus	3,41 %	14,67 %	24,34 %	22,48 %
Solvalor 61	2,55 %	3,33 %	16,70 %	52,79 %
Swisscanto IFCA	0,68 %	5,16 %	22,12 %	26,63 %
Swissinvest	7,85 %	-0,06 %	18,37 %	19,49 %
UBS ANFOS	6,14 %	7,62 %	14,66 %	27,86 %
UBS Direct Res	20,28 %	26,66 %	4,44 %	43,52 %
UBS Léman Foncipars	5,01 %	5,61 %	19,94 %	18,59 %
UBS SIMA	6,14 %	9,03 %	19,45 %	20,75 %
UBS Swissreal	5,18 %	9,99 %	29,74 %	14,31 %
Mittelwert	6,18 %	7,31 %	17,63 %	23,99 %

Quelle: Datastream, Sarasin

Kapital zu beschaffen. Dies im Gegensatz zu den Fonds, welche sich in einem restriktiveren Gesetzesrahmen bewegen. Dank der Refinanzierung der Marktteilnehmer zu attraktiven Zinsen werden sich allenfalls steigende Fremdkapitalkosten verzögert in den Erfolgsrechnungen niederschlagen. Aufgrund der tieferen Fremdkapitalquote von Fonds (im Schnitt 23 Prozent) sind Immobiliengesellschaften mit einer Fremdkapitalquote von 57 Prozent jedoch stärker exponiert. Weiter gilt es zu berücksichtigen, dass Immobiliengesellschaften in einem grösseren Ausmass in Geschäftsflächen (Büro und Einzelhandel) investiert sind. Dies steigert die konjunkturelle Abhängigkeit von Immobilienaktien. Im Gegensatz dazu fokussieren Immobilienfonds mehrheitlich auf Wohnimmobilien.

Äusserst hohe Aufschläge

Das wohl augenfälligste Merkmal von indirekten Immobilienanlagen sind die äusserst hohen Aufschläge (Agios), welche auf den Nettoinventarwert der Immobilien bezahlt werden. Die Agios der Fonds liegen mit 24 Prozent markant höher als jene von Immobiliengesellschaften mit 15 Prozent. Die Kurssteigerungen der indirekten Immobilienanlagen seit 2008 gingen einher mit einem Anstieg der entsprechenden Agios. Die Abbildung auf der folgenden Seite zeigt, dass die Agios in einem engen Zusammenhang mit dem Zinsniveau stehen. Der zu Beginn erläuterte Einfluss des Zinsniveaus auf die Immobilienpreise scheint auch für die Agios von Immobilienfonds zu gelten. Zinsniveau und Agios verlaufen tendenziell gegenläufig, sind somit negativ korreliert (Korrelation $-0,78$). Somit dürften bei Zinserhöhungen in der Zukunft die Agios zurückgehen. Der Spielraum für weitere Preissteigerungen der indirekten Immobilienanlagen ist somit begrenzt. Etwas plakativ ausgedrückt: Die Zitrone ist diesbezüglich wohl ausgepresst.

Auf der Suche nach Alternativen

Aufgrund des beschränkten Aufwärtspotenzials des Schweizer Marktes werden in der langen Frist besonders Investitionen in ausländische Immobilienanlagen an Auftrieb gewinnen. Kommt hinzu, dass das Investitionsvolumen für institutionelle Anleger in der Schweiz begrenzt ist. Institutionelle Anleger besitzen in der Schweiz lediglich Immobilien im Wert von 160 Milliarden Franken. Der grosse Teil des totalen Immobilienbestands (2330 Milliarden Franken) wird von Privaten gehalten und wechselt nur selten die Hand. Ausserdem erlaubt eine Auslandsinvestition zusätzliche Diversifikation innerhalb der häufig schweizerisch dominierten Immobilienportfolios. Ein stufenweiser Einstieg in ausländische Immobilienanlagen bietet sich deshalb für Schweizer Anleger derzeit an.

Indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz haben in der Vergangenheit mit starker Performance und attraktiven Ausschüttungen auf sich aufmerksam gemacht. In Zukunft sind jedoch erhebliche Unsicherheiten in Form von zwei Szenarien auszumachen. Einerseits kann eine konjunkturelle Abschwächung zu sinkenden Mieteinnahmen führen. Andererseits könnten Zinserhöhungen zu Rückgängen der Agios sowie einer tieferen Bewertung der Immobilienanlagen führen.

Aufgrund der Ausschüttungsrenditen und des positiven Spreads zur zehnjährigen Bundesobligation bleibt die indirekte Immobilienanlage als Kapitalanlage aus Sicht institutioneller wie privater Investoren in Niedrigzinszeiten attraktiv.

