

IMMOBILIENFONDS

EMISSIONSPREISE UND ENTSTEHUNG VON AGIOS

CHRISTOPH WIDMER

Bei einer Kapitalerhöhung eines Immobilienfonds entstehen Agios, allenfalls auch Disagios. Weshalb entstehen sie und in welchem Zusammenhang stehen sie mit dem festgelegten Emissionspreis?

Das Verhältnis aus der Differenz zwischen Marktpreis und Emissionspreis und dem Emissionspreis selbst nennt man Agio, sofern das Verhältnis grösser als Null ist, Disagio, falls das Verhältnis kleiner Null ist. Agios und Disagios wiederum haben selbst einen Marktpreis.

Agio/Disagio = $\frac{\text{Marktpreis} - \text{Emissionspreis}}{\text{Emissionspreis}}$

Erhöht ein Immobilienfonds das Kapital, ist bei der Bestimmung des Emissionspreises einiges zu beachten. Die Rahmenbedingungen sind im KAG/KKV¹ geregelt und die SFAMA² stellt eine spezifische Fachinformation zur Verfügung, die als Leitfaden von den Fondsleitungen und SICAV³ anzuwenden ist. Weitere Fachinformationen und Richtlinien der SFAMA müssen sinngemäss hinzugezogen werden. Ein Immobilienfonds kann grundsätzlich jederzeit neue Anteile ausgeben;

allerdings müssen diese immer zuerst den bisherigen Anlegerinnen und Anlegern angeboten werden.

Drei Phasen der Kapitalerhöhung

Kapitalerhöhungen können in drei Phasen aufgeteilt werden: In der ersten Phase wird der Kapitalbedarf ermittelt. Kapital kann zur Reduktion von Fremdkapital, für neue Immobilien, für Immobilienprojektentwicklungen und für andere renditeversprechende Vorhaben verwendet werden. In der zweiten Phase werden der Emissionspreis und das Bezugsverhältnis ermittelt. Zum Emissionspreis werden neue Fondsanteile ausgegeben. Die geplante Anzahl neuer Fondsanteile berechnet sich aus dem Kapitalbedarf dividiert durch den Emissionspreis. Anhand dieses theoretischen Wertes wird ein Bezugsverhältnis bestimmt, auf dessen Basis die maximal mögliche Kapitalerhöhung berechnet werden kann. Das Bezugsverhältnis sagt aus, wie viele neue Anteile einem bestehenden Anleger für einen gehaltenen Anteil angeboten werden müssen.

In der dritten Phase werden die Bezugsrechte den bestehenden Anlegern offe-

riert. Über eine bestimmte Zeit können diese entweder an der Börse oder ausserbörslich über die Depotbank gehandelt werden. Diese Zeitspanne wird durch die Fondsleitung bestimmt. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass ein Handel der Bezugsrechte nicht zwingend ist. Die für die Kapitalerhöhung verantwortliche Fondsleitung kann Bezugsrechte von verzichtenden Anlegern zurücknehmen und vernichten.

Emissionspreisberechnung

Der Emissionspreis kann auf zwei Arten berechnet werden. Im ersten Verfahren wird dem Nettoinventarwert [NAV] eine Ausgabekommission zugeschlagen und die real anfallenden Nebenkosten für die geplante Investition in Immobilien, Immobilienprojekte usw. dem Fondsvermögen belastet. Im zweiten Verfahren werden dem NAV nicht-real anfallende Nebenkosten zugeschlagen: Man berechnet einen Durchschnitt aus den in der Vergangenheit effektiv angefallenen Kosten und setzt diese ins Verhältnis zur Kapitalerhöhung. Die Nebenkosten werden somit geschätzt. Welches Verfahren im Einzelfall angewendet wird, ist im jeweiligen Fondsvertrag geregelt. Nebenkosten sind Hand-

änderungssteuern, Notariatskosten, Gebühren, marktkonforme Courtagen, Abgaben usw.

Der wesentliche Unterschied der zwei Verfahren ist die Zuteilung der erwarteten Liegenschaftstransaktionskosten auf die Anleger. Da im ersten Verfahren die effektiven Nebenkosten dem Fondsvermögen belastet werden, tragen alle Anleger ihren Anteil bei. Im zweiten Verfahren werden die Nebenkosten zu einem grossen Teil durch die Bezugsrechtbezügler bezahlt. Da diese vergangenheitsbasierte Berechnung nicht mit den in der Zukunft anfallenden Nebenkosten aus Immobilientransaktionen übereinstimmen kann, gibt es einen Verwässerungseffekt. Ein professioneller Anleger preist diesen Verwässerungseffekt ins Agio/Disagio ein.

Weil die Nebenkosten vom Preis der Immobilien abhängen und sich dieser über die Gesamtlaufzeit der Transaktion än-

dern kann, wird das erste Verfahren selten angewendet.

Im Zentrum der Emissionspreisermittlung steht der Nettoinventarwert zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung. Die Tabelle unten zeigt vereinfacht, wie aus dem letzten geprüften NAV der Emissionspreis berechnet werden kann. Der Anteil nicht-realisierte Gewinne auf Liegenschaften und der Anteil am Erfolg sind zwei Komponenten, die bei jedem Fonds mit jeder NAV-Berechnung bestimmt werden. Sie schützen die bestehenden Anleger in einem bestimmten Mass von Verwässerungseffekten. Die Ausgabekommission ist eine Vergütung für die Zusatzaufwände der involvierten Parteien, typischerweise sind es die Fondsleitung, die Depotbank und der Portfolio Manager.

Die Berechnung des Emissionspreises wird dem Anleger nicht in diesem De-

tailierungsgrad offengelegt. Mindestinhalt der Emissionskonditionen sind die geplante Anzahl neuer Anteile, das Bezugsverhältnis, der Emissionspreis, die Berechnungsformel für den Bezugsrechtpreis und verschiedene Daten zum Ablauf der Emission. Häufig publizierte Preisinformationen sind Emissions-NAV, Ausgabekommission und Emissionspreis. Weiter kann man davon ausgehen, dass die Anleger den letzten NAV und die letzte Dividende kennen.

Rechenbeispiel

Wie das Beispiel in der Tabelle zeigt, spielt der zuletzt berechnete und geprüfte NAV eine zentrale Rolle. Im Gegensatz zu einem Anlagefonds mit börsengehandelten Wertschriften, bei denen es für (fast) jede Wertschrift einen Marktpreis gibt, basiert die Bewertung der Wertschriften (= Liegenschaften) in Immobilienfonds auf der Basis anerkannter Schätzmethode. Meistens wird die DCF-Methode (Discounted Cashflow-Methode) angewandt, bei der alle zukünftigen Geldströme auf den Bewertungszeitpunkt hin abdiskontiert werden.

Berechnung des Emissionspreises

Bestandteil	Beispiel	Bemerkung
Letzter geprüfter NAV	106.65	Beispielsweise per 31.03.2017
Ausschüttung	2.05	Bereits an die Anleger ausbezahlte Dividende
Allfällige Verkehrswertkorrekturen	0.00	*
NAV nach Ausschüttung	104.60	
Anteil nicht-realisierte Gewinne auf Liegenschaften	0.07	Könnte auch ein Verlust sein
Anteil am Erfolg	1.44	Entspricht dem Einkauf in die laufenden Erträge
Zeitlich angepasster NAV	106.11	
Anteil an Kaufnebenkosten	1.20	Dieser Wert entspricht den durchschnittlichen Nebenkosten aus dem Erwerb der bereits gekauften Liegenschaften
Emissions-NAV	107.31	
Ausgabekommission	1.34	Beispielsweise 1.25%
Emissionspreis	108.65	

* Eine Überprüfung der Verkehrswerte der Liegenschaften ist gemäss Praxis der FINMA nicht erforderlich, wenn die Emission bis längstens 60 Tage nach der Frist zur Veröffentlichung des Jahresberichtes durchgeführt wird. Hat die Fondsleitung Kenntnis von wesentlichen Wertveränderungen, müssen diese aber berücksichtigt werden.

Finanzielle Detailkenntnisse wie Mietverhältnisse oder geplante Investitionen über eine bestimmte Periode einer Liegenschaft bestimmen den einen Pfeiler der Bewertung: Sie bilden die Cashflows der Methode. Der für die Abzinsung angewandte Diskontsatz ist der zweite Pfeiler, der alle nicht in den Cashflows enthaltenen Risiken und Erwartungen beinhaltet. Ob dieser berechnete Schätzwert im Markt realisiert werden könnte, hat für die DCF-Methode und somit für die Berechnung eines NAV eines Immobilienfonds keine Bedeutung, es zählt lediglich der durch die Schätzungsexperten ermittelte Verkehrswert. Er hat aber durchaus eine Bedeutung im Zusammenhang mit dem Agio: Kommen Anleger zum Schluss, dass die Schätzmethode zu ungenauen Resultate liefert, werden sie wie bei den Nebenkosten bereit sein, einen Aufpreis zu bezahlen, oder verlangen einen Abschlag im Bezugsrechtshandel.



Christoph Widmer

Leiter Fondsadministration Schweiz/
Luxemburg, GAM Investment
Management (Switzerland) AG, Zürich.

Handel und Zuteilung der Bezugsrechte

In der dritten Phase werden die neu auszugebenden Anteile den bestehenden Anlegerinnen und Anlegern angeboten. Sie müssen sich aktiv entscheiden, ob sie ihr Bezugsrecht ausüben wollen oder ob sie die Bezugsrechte verkaufen möchten, die nur während einer bestimmten Zeit gehandelt werden. Für börsennotierte Fonds werden sie an der Börse gehandelt, für nicht börsennotierte Fonds übernimmt die Depotbank eine administrative Rolle in der Verwaltung der zum Kauf oder Verkauf angebotenen Bezugsrechte; es findet aber kein offizieller Bezugsrechtshandel statt.

Während die Preise bei börsengehandelten Bezugsrechten nach dem Prinzip «Angebot und Nachfrage», aber unter Einhaltung und strenger Überwachung des Börsenreglements bestimmt werden, vergütet die Depotbank die Bezugsrechte nach

einem Einheitspreis. Die Formel zur Berechnung des Einheitspreises muss im Emissionsprospekt offengelegt werden. Wesentlich für die Berechnung des Einheitspreises sind die im ausserbörslichen Handel bezahlten Preise der bereits im Umlauf sich befindenden Anteile.

Für börsengehandelte Bezugsrechte gibt es folglich pro abgewickelter Transaktion ein (Dis-)Agio. Für Emissionen ohne Börsenhandel der Bezugsrechte gibt es ein (Dis-)Agio für alle Marktteilnehmer.

Bewertungsunschärfen und Verwässerungseffekte

Aigos/Disagios von börsengehandelten Bezugsrechten können als eine Art Schätzfehlerkorrektur aus Sicht der Investoren interpretiert werden: Aus ihrem Wissen über den Immobilienfonds, den öffentlichen Informationen über die Kapitalerhöhung und allen zusätzlich einflussenden Informationen aus dem Markt gelangen Investoren zur

Bereitschaft, mehr oder weniger als den Emissionspreis zu bezahlen.

Eine solche Schätzfehlerkorrektur gesteht man auch den nicht börsengehandelten Bezugsrechten zu, und er wird mit der Formel zur Berechnung des Einheitspreises berechnet. Dieser Preis weicht vom Emissionspreis ab und es entsteht ein Agio oder Disagio. In den Agios und Disagios widerspiegeln sich die Auffassungen der Anleger über Bewertungsunschärfen aus den Verkehrswertschätzungen der Liegenschaften und der Verwässerungseffekte aus der Berechnung der Ertrags- und Kapitalgewinnkomponente.

Dieser Artikel entstand im Rahmen des Masters of Advanced Studies «Immobilienmanagement» an der Hochschule Luzern.

- ¹ KAG = Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, KKV = Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
- ² SFAMA = Swiss Funds and Asset Management Association
- ³ SICAV = Investmentgesellschaft mit variablem Kapital