

## «Prämien für Fonds könnten leicht sinken»

**HANS HOLDENER** VR und Mitgründer von Helvetica, Anbieter diverser Immofonds



Herr Holdener, welches sind die wichtigsten Veränderungen im Immobilienmarkt wegen Covid-19?

Fundamental hat sich für den nach wie vor sehr gesunden Markt wenig verändert. Der Schweizer ist vorsichtig, was ich aber als richtig erachte, und der Abstand zwischen den zwar gesunkenen Nettoerträgen und den langfristigen Zinsen ist mit 300 Basispunkten immer noch ausreichend. Die neuen Fragen betreffen den Bedarf nach Büro und Retailflächen. Die Frage, ob Home Office die Büroökonomie umkrempelt, ist noch nicht beantwortet. Anders als in den letzten dreissig Jahren dürfte der Flächenbedarf pro Mitarbeiter zunehmen, weniger Open Space und mehr geschlossene Büros.

**Welche Veränderungen bleiben?**  
Retail und Logistik dürften näher zusammenrücken. Da erwarte ich einen Innovationsschub mit neuen Ideen, Konzepten und Erdgeschossflächen, die nicht mehr von Läden, sondern von Serviceunternehmen genutzt werden. Wohnen auf dem Land wird wieder attraktiver werden. Städte können nicht mehr das gleiche Wachstum erwarten wie bisher.

**Nur wegen Home Office oder wegen des Preisniveaus?**  
Es ist eine Kombination von beidem. Corona hat die Wahrnehmung verändert, Menschen wollen mehr Grün und etwas Ruhe einbauen in ihr Leben. Wichtig ist die Verbindung zu den Städten. Smarte Gemeinden können dies als Chance nutzen.

**«Zürich ist nicht falsch, aber Ost- und Zentralschweiz sind auch attraktiv.»**

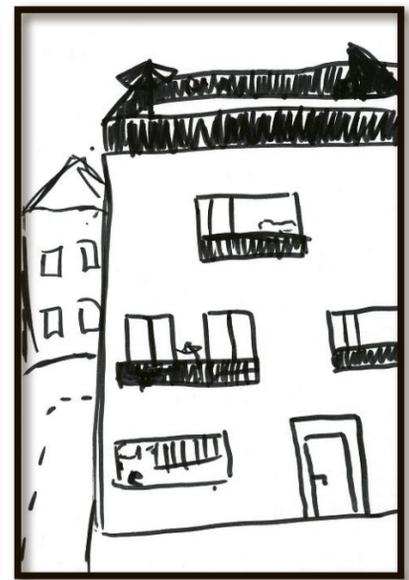
**Wo tauchen Sie derzeit nach Perlen?**  
Das Mietpotenzial in den Städten ist eingeschränkt, auch wegen der rotgrünen politischen Mehrheiten. Auf dem Land sieht das anders aus. Das Gleiche gilt für die Rendite. Warum soll ich in Zürich Objekte mit weniger als 2% Rendite kaufen, wenn ich im Thurgau über 5% Ertrag erzielen kann? In einer Perspektive von dreissig Jahren ist Zürich nicht falsch, aber Ost- und Zentralschweiz erachte ich auch als attraktiv. Cluster wie eine Logistikachse Zürich-Glarus-Gräubünden sind möglich. Ein Engagement braucht Mut, kann aber langfristig Erfolg bringen. Nehmen Sie als Vergleich den Kauf einer Uhr. Eine Rolex-Sportuhr, vor zehn Jahren in der Stahlversion gekauft, ist heute das Doppelte oder das Dreifache wert. Solche Träume sollten auch Immobilieninvestoren haben dürfen.

**Zurück zur Realität. 2020 haben die Fonds besser abgeschnitten als Aktien, doch die Bewertung ist bereits wieder sportlich. Ist die aktuelle Bewertungsdifferenz angemessen?**  
Einzelne Fondsprodukte, vor allem im Wohnbereich, werden sehr teuer gekauft, mit Prämien bis 60% und höher. Nach der schwachen Performance könnte das Interesse deshalb in Richtung Immobilienaktien gehen, was die Durchschnittsprämie für Fonds leicht senken könnte. Diese Harmonisierung ist auch okay. Dank ihrer Transparenz und Stabilität bleiben Fonds dennoch attraktiv.

Interview: Wolfgang Gamma



Stina, 8 Jahre



Lilo, 12 Jahre



Konstantin, 6 Jahre

«Eine grosse Wohnung in der Stadt. Ein Garten wäre schön.»

# Agios setzen der Nachhaltigkeit der Dividendenrendite Grenzen

**IMMOBILIENFONDS** Ein dynamischerer Fremdkapitaleinsatz ist möglich, erhöht aber das Risiko.

Remi Buchschacher

Die Nachhaltigkeit der Dividendenrenditen bei Immobilienanlagen wird heftig diskutiert. Ein agilerer Umgang mit der Fremdfinanzierung könnte die Lage für Anleger verbessern.

Die Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen bleibt seit Anfang Jahr sehr hoch, trotz generell hohen Bewertungsniveaus und leicht steigender Zinstendenz. Allerdings sinken die Renditen bei direkten und indirekten Investitionen seit Jahren. Für dieses Jahr wird mit einem weiteren Absinken der Rendite auf deutlich unter 4% gerechnet. Doch mit einer Differenz zwischen der aktuellen Dividendenrendite von Immobilienfonds von durchschnittlich 2,4% und einem Zins von -0,2% auf zehnjährigen Bundesobligationen bleibt die Anlagekategorie attraktiv.

**OPERATIVER ERTRAG ALS DECKEL**  
Allerdings nähern sich die Agios der 40-Prozent-Marke oder sind bei einzelnen Fonds bereits deutlich darüber. Da ist die Frage nach der Nachhaltigkeit der Dividendenrenditen angebracht. Denn diese werden von der weiteren Entwicklung des operativen Ertrags aus Vermietung bestimmt, der aktuell unter erheblichem Druck steht. Die Leerstände steigen und eine Erhöhung der Mieten ist durch den Referenzzinssatz limitiert.

«Kurzfristig mögen die Auflösung von Gewinnvorträgen und von Rückstellungen für Reparaturen ein allfälliges Defizit zwischen der Fortführung von Dividendenzahlung und rückläufigem operativem Ertrag kompensieren», sagt Johannes Schwab, Portfoliomanager bei Swiss Finance & Property Group. Er stelle aber fest, dass über 40% der kotierten Fonds zuletzt Ausschüttungen über ihrem operativen Ertrag ausweisen, bei kotierten Aktien

seien es 36%. Während bei Immobiliengesellschaften neben dem Erfolg aus Vermietung auch Erträge aus dem Promotions- und Dienstleistungsgeschäft für Dritte regelmässig zur Dividendenzahlung beitragen, sind die Immobilienfonds massgeblich auf den Mietertrag zur Zahlung ihrer Ausschüttung angewiesen.

«Die Entwicklung und den Verkauf von Einheiten als regelmässige Ertragsquelle beobachten wir aktuell nur bei einem Fonds – bei Streetbox. Die übrigen Fonds, die mehr als den operativen Ertrag ausschütten, müssen über die nächste Zeit den Leerstand senken oder durch Projektfertigstellung und erfolgreiche Erstvermietung den Mietertrag steigern, um das Niveau ihrer Dividendenzahlung fortzusetzen», ist Schwab überzeugt.

### KAUM STEIGERUNG MÖGLICH

Ist die Spitze in der Frage der Dividendenrendite bei den meisten Fonds also erreicht? Insgesamt identifiziert Schwab «nur wenige Fonds, die in den nächsten Jahren ihre Ausschüttung werden steigern können». Umgekehrt beobachtet er «diverse Dividendenkürzungen».

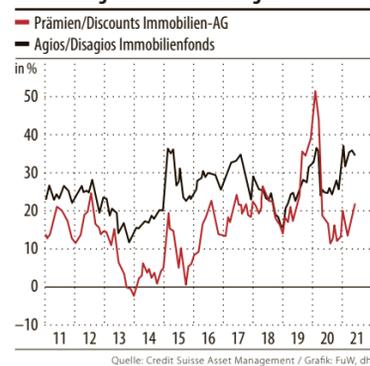
Anders ist es bei den Aktiengesellschaften: Ausser Swiss Prime Site – die nach dem Verkauf des operativen Geschäfts der Tertianum diese Einnahmen aus den laufenden Immobilienentwicklungen wieder kompensieren muss – verzeichnen die meisten Gesellschaften eine robuste Ertragsentwicklung. So auch aus dem Entwicklungs- und Dienstleistungsgeschäft.

### Immobilienindizes im Vergleich

	Kurs am 16. Juni	Jahrestief	Jahreshoch	in % seit Anfang Jahr
SXI Immobilienaktien Total Return	3216,3	2905,6	3244,7	+5,3
SXI Immobilienfonds Total Return	510,7	465,3	512,6	+5,6
Immobilienanlagen indirekt, gesamt	2687,5	2465,0	2695,0	+5,5
Top fünf Aktien	3466,2	n.v.	n.v.	+5,0
Top zehn Fonds	2650,0	n.v.	n.v.	+6,2

n.v. = nicht verfügbar

### Entwicklung von Prämien und Agios



Quelle: Credit Suisse Asset Management / Grafik: FuW, dh

Eine Analyse der Immobilienfonds und -aktiengesellschaften zeigt, dass Immobiliengefässe mit mehr Fremdfinanzierung in der Regel höhere Eigenkapitalrenditen aufweisen. Ein dynamischerer Einsatz von Fremdkapital in diesem günstigen Zinsumfeld könnte demnach zu verbesserten Renditen führen. «Die Renditen haben davon profitiert, dass im vergangenen Jahrzehnt die Zinsen stärker zurückgegangen sind als die Anfangsrenditen. Dieser Effekt konnte stärker kapitalisiert werden durch Immobiliengefässe, die höher fremdfinanziert waren», sagt dazu Pascal Gantenbein, Professor für Finanzmanagement an der Universität Basel. Hinzu kamen die Aufwertungen auf dem Immobilienbestand.

Ein weiterer Rückgang der Zinsen werde am Markt als wenig wahrscheinlich

eingeschätzt. «Die Renditen können somit rein finanzierungstechnisch nur gehalten werden durch höhere Verschuldungsquoten. Mit einer Erhöhung des Leverage nehmen aber nicht nur die Aussichten auf höhere Eigenkapitalrenditen zu, sondern auch die Risiken», warnt Gantenbein.

Verunsichern die hohen Agios die Anleger, rückt ein Segment in den Fokus, in dem fast keine Agios gezahlt werden müssen: nichtkotierte Immobilienfonds. Sie sind aber weniger liquide als kotierte Fonds, und die Informationen sind weniger transparent. Der Lienhardt & Partner Index für nichtkotierte Immobilienfonds stieg im Mai 0,3% auf 114,63. Das Volumen war im Vergleich zum Vormonat zwar geringer, doch die Nachfrage nach nichtkotierten Immobilienfonds bleibt hoch.

### SEGMENTE MIT UNTERSCHIEDEN

«Die Spreu vom Weizen trennen ist durchaus möglich», sagte Laure Carrard, Geschäftsführerin von Investir Partners, dem Immobilienportal Immoday. «Sie brauchen sich nur an Kapitalerhöhungen nichtkotierter Fonds zu beteiligen. Dann entfällt das Agio, es bleiben nur die Emissionsgebühren.» Sofortige Anlagen, ohne eine Kapitalerhöhung abzuwarten, gibt es aber nur mit Agio-Zahlung. Gemäss Carrard liegt dieses mit durchschnittlich rund 7,5% unter der Prämie für kotierte Fonds. Zu beachten ist der Unterschied in den Segmenten: Prämien für Wohnimmobilienfonds liegen deutlich über dem Zuschlag für kommerziell genutzte Immobilien.

Für Volatilität im Markt sorgen die angekündigten Kapitalerhöhungen im Umfang von 600 Mio. Fr., die Zusammenlegung der Realstone-Fonds und bevorstehende Kotierungen. Die Nachfrage insgesamt wird aber die Bewertung stützen.

Remi Buchschacher, Redaktionsleiter Real Estate Report