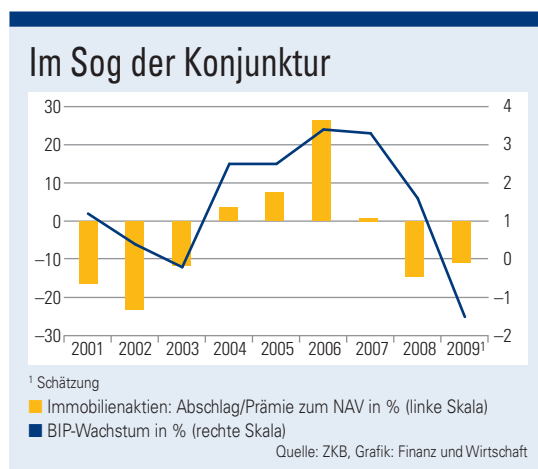


Die nach den neuen Rechnungsvorschriften ab 2009 anzuwendende Marktbewertung von im Bau befindlichen Entwicklungsobjekten hat bei PSP Swiss Property und Swiss Prime Site zu einer leichten Aufwertung im ersten Quartal 2009 geführt. Die Neubauprojekte auf dem Toni- und dem Coop-Areal in Zürich-West lassen auch für Allreal und Mobimo Aufwertungen im ersten Semester 2009 erwarten. Das verschlechterte Marktumfeld dürfte sich insgesamt jedoch negativ auf die Bewertung der Immobilienportfolios per Ende 2009 auswirken.



schaften, weshalb sie im volatilen Marktumfeld weiterhin eine gefragte Anlage sein werden.

Wir bevorzugen aufgrund der moderaten Fremdkapitalbelastung und der attraktiven Bewertung die beiden Gesellschaften PSP Swiss Property und Jelmoli. Das von Swiss Prime Site (nach Redaktionsschluss des Magazins) angekündigte Übernahmeangebot für Jelmoli wurde vom Jelmoli-Verwaltungsrat in einer ersten Reaktion abgelehnt, was für zusätzliche Fantasie in Jelmoli sorgen dürfte.

Markus Waeber

Zürcher Kantonalbank

Die Favoriten

Der Druck auf die Büro- und Verkaufsmieten wird den Ertrag der Gesellschaften beeinträchtigen. Ebenfalls erwarten wir einen leichten Anstieg der Diskontierungssätze, was zu Abwertungen auf den kommerziellen Immobilien führen wird. Wir bevorzugen daher Immobiliengesellschaften mit einer konservativen Finanzierungsstruktur und einer moderaten Fremdkapitalbelastung der Immobilien.

Die Aktien der grösseren Schweizer Immobiliengesellschaften Allreal, PSP Swiss Property und Swiss Prime Site wurden nach ihrer Börseneinführung im Jahr 2000 mit einem Abschlag zum Nettoinventarwert (NAV) gehandelt. Mit der guten Konjunktur-entwicklung hat sich der Bewertungsabschlag ab 2004 in eine Prämie gewandelt und 2006, als das BIP-Wachstum auf 3,4% lag, den stolzen Wert von 26% erreicht. Auffällig ist, dass die Immobilienaktien seit 2001 nur bei BIP-Wachstumsraten von über 2% mit einer Prämie zum NAV gehandelt wurden (vgl. Grafik).

Für Fantasie ist gesorgt

Angesichts der verhaltenen Konjunkturaussichten dürften die Immobilienaktien vorderhand mit einem Abschlag zum NAV gehandelt werden. Die erwartete Ausschüttungsrendite 2009 von durchschnittlich 4,6% verleiht den Immobilienaktien defensive Eigen-

Immobilienfonds

Anlegermythen

Schweizer Immobilienfonds gelten als Hort der Sicherheit. Besonders im Wohnungsmarkt investierte Fonds sollen sich dem Einfluss der Finanzkrise weitgehend entziehen können. Pauschale Mythen sollten aber nie Grundlage für den Anlageentscheid sein.

In den letzten Monaten wurden Immobilienfonds von Anlageberatern oft zum Kauf empfohlen, mit dem Argument, sie seien billig, und der Schweizer Wohnungsmarkt könne sich weitgehend dem Einfluss der Finanzkrise entziehen. Seit Jahresbeginn hat der Immobilienfondsindex SWIIT eine Performance von über 7% erzielt.

Einige Immobilienfonds sind allerdings nicht mehr als billig zu betrachten, sondern als teuer. Ebenfalls werden nicht alle die Auswirkungen der Finanzkrise gleich gut bewältigen. Da es nur wenig aussagekräftige Quervergleiche zu den einzelnen Fonds gibt, lassen sich Investoren von pauschalen Mythen leiten und treffen dadurch vielfach falsche

Anlageentscheide. Einige dieser Mythen sollen daher überprüft werden.

Selektion und Rendite

Ein Mythos ist, die Auswahl eines Immobilienfonds sei einfach und eine laufende Überwachung daher nicht nötig. Die Auswahl des richtigen Immobilienfonds gestaltet sich ähnlich komplex wie die Auswahl der richtigen Aktie. Zuerst muss die Analyse der Wirtschaftslage aufzeigen, in welche Region und welchen Sektor man investieren sollte, anhand dieser Resultate kann dann der Fonds ausgewählt werden. Dabei spielen die Bewertung, das Fondsmanagement, die Strategie, der



Bild: Sihlcity

Innenhof des Zürcher Shoppingcenters Sihlcity. Investoren und Eigentümer sind Immobilienfonds der Credit Suisse und die Swiss Prime Site.

Track Record und die Kostenstruktur eine wichtige Rolle. Wurde ein Entscheid getroffen, muss er ständig hinterfragt und jeder Änderung der Situation angepasst werden.

Ein Mythos ist, seriöse Immobilienfonds investierten einzig in Wohnliegenschaften. Es ist zwar unbestritten, dass Geschäftliegenschaften konjunkturell anfälliger sind als Wohnliegenschaften. Dafür bieten sie in einem Wirtschaftsaufschwung mehr Potenzial, vor allem mit Objekten an erstklassigen Standorten und mit gutem Ausbaustandard. Zudem weisen Geschäftliegenschaften, unabhängig vom Konjunkturverlauf, Vorteile gegenüber Wohnliegenschaften auf, wie langfristige Mietverträge, tiefere Bewirtschaftungskosten und weniger restriktive Mietrechtsbestimmungen.

Es sind nicht alle Geschäftliegenschaften im selben Umfang von einem Wirtschaftsabschwung betroffen. Büroliegenschaften verhalten sich anders als Verkaufsflächen oder Bildungszentren, die langfristig (von staatlichen Institu-

Hohe Prämien signalisieren Überbewertung

Name	Rücknahmepreis inkl. aufgel. Zinsen in Fr.	Kurs per 5. Juni in Fr.	Ausschüttungsrendite in %	Ecart in % ¹	Performance in % ²
Bonhôte Immobilier	104.35	103.90	3,3	-0,4	-2,4
CS 1A Immo PK	1078.00	1150.00	4,6	6,7	0,9
CS Ref Property Plus	105.45	116.50	3,3	10,5	6,0
CS Ref Interswiss	167.60	205.00	4,2	18,7	7,6
CS Ref LivingPlus	94.50	113.50	2,0	20,1	9,2
CS Ref Siat	117.80	150.00	3,5	27,3	10,0
Dynamic Real Estate Fund	1010.00	985.00	2,6	-2,5	4,8
FIR	95.40	110.50	3,4	15,8	3,3
Immfonds	286.25	363.50	3,8	27,0	10,8
La Foncière	515.80	650.00	3,1	26,0	8,3
Immo Helvetic	145.00	177.50	3,7	22,4	10,2
Procimmo Swiss Comm Fund	105.10	107.50	2,4	2,3	-0,5
Solvalor «61»	163.80	240.00	2,6	46,5	8,5
Schroder ImmoPlus	774.60	815.00	1,5	5,2	5,2
Swisscanto (CH) Ref IFCA	81.40	107.00	3,2	31,4	14,4
Swissinvest REIF	103.30	114.00	3,8	10,4	2,8
UBS Swiss Res. Anfos	47.25	57.00	3,6	20,6	12,9
UBS Léman Res. Foncipars	59.45	69.40	3,5	15,2	12,5
UBS Swiss Mixed SIMA	71.40	83.25	3,9	16,6	11,5
UBS Swiss Com. Swissreal	56.45	57.40	4,5	-0,8	8,8

¹ gegenüber Rücknahmepreis

² Total Return seit 1. Januar 2009

Quelle: MV Invest

tionen) gemietet werden. Aufgrund dieser unterschiedlichen Anlage- und Risikoprofile sollten nicht einfach die Bruttorenditen der Fonds verglichen werden, da dies zwangsläufig falsche Entscheide hervorbringt.

Prämie gleich Qualität?

Der undifferenzierte Vergleich der letztbezahlten Ausschüttung kann ebenfalls zu bösen Überraschungen führen. Eine hohe Rendite ist nämlich nicht generell Beweis für einen guten Fonds. Die Anleger sind gut beraten, die Ausschüttungen genau unter die Lupe zu nehmen. Ist die Ausschüttung effektiv aus dem operativen Cashflow erwirtschaftet worden, oder wurde sie teilweise aus der Auflösung von Reserven finanziert? Wird die Ausschüttung über mehrere Jahre aufgebläht, kann dies nur zulasten der Substanz der Liegenschaften gehen, was zwangsläufig den künftigen Ertrag gefährdet.

Ob allenfalls mit einer negativen Entwicklung zu rechnen ist, lässt sich an der Pay-out Ratio ablesen. Diese Kennzahl setzt die Ausschüttung ins Verhältnis zum Cashflow. Liegt sie über 100%, ist eine detaillierte Analyse angezeigt.

Auch eine hohe Prämie ist kein ausschliessliches Qualitätsmerkmal. Eine teilweise Erklärung für das Phänomen hoher Prämien liefert der Renditevergleich zwischen Immobilienfonds und Obligationen. Strebt der Anleger in Zeiten tiefer Obligationenrenditen beispielsweise eine Rendite von 4% an, wird er einen Börsenkurs akzeptieren, der ihm diese Rendite «garantiert».

Einfluss der Zinsen

Diese einfache Preisermittlung vernachlässigt jedoch wichtige Faktoren wie die Prämie gegenüber dem Verkehrswert oder die Entwicklung der Ausschüttung. Zuverlässiger ist die Berechnung durch Abzinsung des künftigen Fondsertrags auf den heutigen Zeitpunkt. Dieses Verfahren erlaubt die Berücksichtigung eigener Erwartungen zum künftigen Zinsverlauf, zur Entwicklung der Immobilienpreise und der Ausschüttungen.

Liegt der ermittelte Barwert über dem Börsenkurs, ist die Prämie weder mit der Qualität des Portfolios noch mit dem Wachstumspotenzial des Fonds zu begründen. Es könnte sein, dass ein solcher Immobilienfonds von einem guten Marketing profitiert. Dies ist allerdings

keine Gewähr für eine überdurchschnittliche Performance.

Immer wieder wird angeführt, Immobilienfonds seien extrem zinssensitiv. Natürlich beeinflusst das Zinsniveau über den Diskontierungssatz den Barwert eines Immobilienfonds. Auch die

Anzeige



Bauen mit Begeisterung

Die ARIGON Generalunternehmung steht im Dienst von Bauherren mit hohen Ansprüchen. Ob Neubau, Umbau oder Renovation: Jedes Projekt wird qualitätsbewusst, kostenoptimal und termingerecht realisiert. Von der Studie bis zur erfolgreichen Realisation – jeder Bau ist eine Referenz.

o.l.: Alterszentrum Hottingen, Asylstr. 26, 8032 Zürich
o.r.: Wohn- und Geschäftshaus, Guyer-Zeller-Str. 27, 8620 Wetzikon
u.l.: Mehrfamilienhaus, Agnesstr. 6, 8406 Winterthur



ARIGON Generalunternehmung AG - Leutschenbachstrasse 55 - CH-8050 Zürich
Telefon +41 (0) 44 308 25 75 - Telefax +41 (0) 44 308 25 76 - www.arigon.ch

Fremdfinanzierung und die Mieten sind vom Zinsniveau abhängig. Dass Immobilienfonds aber extrem zinssensitiv sind, lässt sich anhand empirischer Untersuchungen nicht bestätigen.

Bis vor einigen Jahren wurde der Immobilienfondsmarkt von wenigen, grossen Anbietern dominiert. Dieses Bild hat sich in den letzten Jahren gewandelt. Verschiedene Anbieter haben realisiert, dass die Immobilienfonds nicht nur für Anleger attraktiv sind, sondern auch für die Fondsleitungen und die -manager. Die Fondsgebühren sind nicht abhängig von der Leistung des Managements, sondern von der Grösse des Portfolios und den Dienstleistungen wie beispielsweise dem Kauf und Verkauf von Liegenschaften, dem Baumanagement etc.

Dies hat in den letzten Jahren zur Lancierung von verschiedenen kleineren Fonds, teilweise mit eigener Fondsleitung, geführt. Während grosse Vehikel dem Anleger meistens genügend Liquidität bieten, um auch grosse Positionen zu verkaufen, ist dies bei kleineren Fonds oft nicht der Fall. Einem aussteigewilligen Investor bleibt dann nur die Möglichkeit der Rücknahme, dies ist aber nur sinnvoll, wenn der Fonds zu einem Abschlag gehandelt wird.

Kostenstruktur prüfen

Die Entwicklung, dass immer mehr neue Marktteilnehmer die Möglichkeit nutzen, Immobilienfonds aufzulegen, führt je länger, je mehr zu einer Zersplit-

terung. Dies könnte auf längere Sicht den guten Ruf und die Stabilität des Immobilienfondsmarktes gefährden. In Zukunft wird es noch wichtiger sein, beim Anlageentscheid das Management, den Track Record und die Kostenstruktur detailliert zu prüfen.

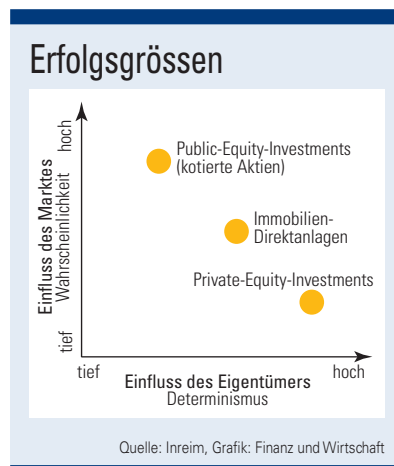
Werden für den Anlageentscheid die Hausaufgaben gemacht, sind Immobilienfonds eine sinnvolle und rentable Kapitalanlage für Private und Institutionelle. Auf Basis unserer laufenden detaillierten Analyse sämtlicher Immobilienfonds gehören gegenwärtig folgende Produkte zu unseren Favoriten: UBS Swissreal, FIR Immobilien Romand und Bonhôte Immobilien, wo wir die Fusion mit DREF als sehr positiv beurteilen. **Martin Meili, MV Invest**

Direktanlagen

Unternehmerisch handeln

Die am besten geführten Schweizer Immobilienfonds und -anlagestiftungen weisen eine doppelt so gute Performance auf wie die weniger erfolgreichen. Entscheidend sind langfristige Performanceziele, unternehmerischer Freiraum und die Leistung des Managements.

Vermögende Privatpersonen und teilweise auch institutionelle Anleger investieren oft direkt in einige wenige Liegenschaften und gehen damit ein Klumpenrisiko ein. Ein Grund dürfte sein, dass der Investor damit anders als mit kotierten Anlagen Einfluss auf den Geschäftsgang nehmen kann. Dieser Spielraum kann als Option verstanden und grundsätzlich auch so bewertet werden. So können Sanierungen dann ausgelöst werden, wenn dies aus Steuer- oder Liquiditätsgründen günstig ist. Ebenfalls kann eigene Arbeitsleistung in das Investment einfließen.



Anders als bei Private-Equity-Investments ist der Einfluss des Immobilien-eigentümers auf den Anlageerfolg (Alpha) sowohl in positiver wie auch in negativer Richtung beschränkt: Auch wenn ein Weltkonzern in einer Garage geboren werden kann, wird aus der Garage selbst kaum je ein Weltkonzern.

Anlagen mit Bondcharakter

Umgekehrt kann die Garage in ihrer physischen Existenz nicht in Konkurs gehen, sie kann selbst nach Jahren ohne Ertrag wieder auferstehen. Die Perfor-