

«Immobilienaktien haben die Korrektur eskomptiert»

FUW-SAMSTAGINTERVIEW MARTIN MEILI Partner Immosuisse MV Invest

Martin Meili führt zusammen mit seinem Partner Roland Vögele den im Oktober 2008 aufgegebenen Anlagefonds MV Immoextra Schweiz. Dieser investiert in kotierte und nicht kotierte schweizerische Immobilienaktien und Immobilienfonds. Um Marktineffizienzen und Spezialsituationen zu nutzen, kann vom Anlagevermögen, das per Ende Januar bereits knapp 90 Mio. Fr. erreicht hat, ein Anteil von bis zu 25% in kurzfristige Short-Long-Strategien eingesetzt werden. Es wird kein Leverage angewandt. Der Investitionsgrad übersteigt daher nie 100%. Seit der Lancierung weist der Fonds in einem für indirekte Immobilienanlagen schwierigen Umfeld eine Performance von -7,4% aus. Der Buchwert (NAV, Net Asset Value) der Anteilsklasse für private Investoren beträgt 92.45 Fr. per Ende Januar.



BILD: PD

«Die Immobiliengesellschaften werden für 2008 operativ gute Resultate ausweisen», ist Martin Meili überzeugt.

□ Herr Meili, welche Auswirkungen haben Finanzkrise und Konjunkturerbruch auf den Schweizer Immobiliensektor?

Die globale Finanzkrise hatte im vierten Quartal einen direkten Einfluss auf den kotierten Immobilieninvestmentbereich der Schweiz. Schweizer Immobilienaktien und auch Immobilienfonds kamen stark unter Druck. Auf den Immobilienmarkt wird die schlechte Konjunkturlage erst im 2009 vermehrt negative Auswirkungen zeigen. Die Nachfrage nach Büro- und Verkaufsfächen wird zurückgehen. Als Folge werden Mieten und Preise für Geschäftsliegenschaften rückläufig sein.

□ Erwarten Sie, vergleichbar wie im Ausland, eine massive Korrektur der Preise für Büroimmobilien und für Wohnneigentumsliegenschaften?

Nein, einen generellen massiven Preiseinbruch erwarte ich in der Schweiz sowohl bei den Büroliegenschaften als auch bei den Wohnliegenschaften nicht.

□ Was gibt Ihnen die Gewissheit, dass der Schweizer Immobilienmarkt defensiver ist als ausländische Märkte?

Hohe Verschuldung und riskante Geschäfte wie in den USA und in vielen europäischen Staaten hat es in der Schweiz fast nicht gegeben. Im Gegensatz zum Ausland haben sich in der Schweiz die Immobilienpreise in den letzten Jahren fundamental vernünftig entwickelt. Eine eigentliche Immobilienblase, die platzen könnte, gibt es in der Schweiz nicht.

□ Gibt es Marktbereiche, in denen sich aufgrund der immer noch regen Bautätigkeit ein Überangebot abzeichnet?

Ja. Im Büroflächenmarkt und bei Verkaufsfächen wird es zu einem Angebotsüberhang kommen. Dies wird zu einem härteren Konkurrenzkampf führen, wobei vor allem die Liegenschaften an schlechten Lagen und von schlechter Qualität die Verlierer sein werden.

□ Wie schlägt die Entwicklung auf indirekte Immobilienanlagen wie Immobilienaktien und Immobilienfonds durch?

Der kotierte Immobilienmarkt hat die Befürchtungen eines sich abschwächenden Geschäftsflächenmarktes im Herbst 2008 eskomptiert. Ich erwarte keine grösseren Korrekturen mehr, im Gegenteil, die operativen Gewinnaussweise der Gesellschaften und der Fonds für 2008 dürften teilweise sogar besser ausfallen als 2007. Allfällige Bewertungskorrekturen werden sehr moderat ausfallen.

□ Wie werten Sie die Kurskorrekturen der Fonds und der Aktien seit Herbst 2008?

Im Sog der einbrechenden Finanzmärkte wurden auch die Immobilienaktien massiv verkauft und die bis zu diesem Zeitpunkt bei vielen Titeln für 2008 positive Performance realisiert. Die Anleger flüchteten in Liquidität. Zusätzlich wurde die Angst der Anleger durch einige sehr negative Analystenberichte geschürt. Es gilt aber auch zu beachten, dass einzelne Titel davor eine nicht zu rechtfertigende hohe Prämie aufwiesen. Der Markt tendiert immer zu Übertreibungen, auf beide Seiten.

bilienanlagen profitieren zwar von den tiefen Zinsen, aber wohl nur wenige Anleger kaufen Immobilienfonds als Obligationenersatz. Vielmehr spielen andere Vorteile, wie die tiefe Korrelation mit anderen Anlageklassen, beim Investitionsentscheid eine Rolle.

□ Setzen die Immobilienfonds ihre Outperformance fort?

Kurzfristig wohl ja. Es herrscht fast schon eine Euphorie, was die Immobilienfonds betrifft. Viele Fonds haben wieder hohe Prämien aufgebaut. Mittelfristig sehe ich für Immobilienaktien ein grösseres Potenzial. Spätestens 2010 dürfte die Performance der Aktien über den Fonds liegen.

□ Was sind die wichtigsten Bilanzkenngrößen für den Entscheid, in Immobilienaktien und -fonds zu investieren?

Es gibt eine Vielzahl von Kenngrößen, die wir analysieren und in den Entscheidungsprozess einbeziehen. Wichtig sind das operative Ergebnis, die Fremdfinanzierung, die Nettorendite, die Kapitalisierungssätze, die Entwicklung des Leerstands et cetera. Von entscheidender Bedeutung für den Investitionsentscheid sind immer die Qualität des Portfolios sowie die Fähigkeit des Managements, die Liegenschaften nachhaltig zu bewirtschaften und Mehrwert zu schaffen.

□ Wie gewichtet der MV Immoextra den Anteil Fonds und Aktien?

Aktie oder Fonds ist nicht das entscheidende Argument in unseren Anlageentscheidungen. Der Sektor und die Region sind für uns die Kriterien. In den letzten Monaten waren wir sehr stark im Wohnsektor investiert. Dadurch lag unsere Fondsquote auf circa 70%.

□ Was sind die Kriterien für Ihre Unterscheidung zwischen langfristigen und kurzfristigen Engagements?

Das langfristige Engagement, das mindestens 75% unseres Portfolios ausmacht, spiegelt unsere Erwartung, wie sich der Immobilienmarkt in den nächsten zwölf Monaten entwickeln wird. Mit den kurzfristigen Engagements nutzen wir Übertreibungen und Opportunitäten.

□ Welche Sektoren und welche Gesellschaften sind Ihre Favoriten?

Wir sind nach wie vor im Wohnsektor übergewichtet. Es gibt eine ganze Reihe von interessanten Gesellschaften. Unter den reinen Wohnimmobilienfonds gehören UBS Anfos und ImmoFonds schon lange zu unseren Favoriten, aber auch Nischenplayer wie Bonhöte Immobilier oder Swissinvest gehören dazu. Von den hauptsächlich im Geschäftsflächenbereich engagierten Immobilienaktiengesellschaften weist Mobimo ein grosses Potenzial auf. Mobimo wird von vielen zu Unrecht mit hohen Entwicklungsrisiken in Verbindung gebracht, und dabei wird das substanzstarke Anlageportfolio zu wenig beachtet. Auch SPS Swiss Prime Site ist auf dem heutigen Kursniveau attraktiv.

□ Der Fonds kann Short-Positionen eingehen. Sie erwarten Kurseinbrüche?

Nein. Es ist eine Long-Short-Strategie, mit der wir kurzfristige Übertreibungen ausnutzen. Dadurch können wir die Volatilität im Portfolio deutlich senken.

□ Rechnen Sie mit Spezialsituationen wie etwa Zusammenschlüssen unter den Immobilienaktiengesellschaften oder dem Going Private einer Gesellschaft?

Übernahmekandidaten wären vorhanden, aber dass es tatsächlich zu einem Zusammenschluss in absehbarer Zeit kommt, bezweifle ich. Hingegen könnten unter den Immobilienfonds Veränderungen anstehen. Da einige der neuen Fonds allein zu klein sind und ähnliche Strategien verfolgen, würden Zusammenschlüsse Sinn ergeben. Sobald sich die Finanzmärkte etwas stabilisieren, werden neue Produkte lanciert, die in den letzten Monaten zurückgestellt wurden.

□ Signalisieren die tiefen Bewertungen der Immobilienaktien und -fonds gute Einstiegschancen?

Teilweise ja. Für einige Immobilienfonds gehören die tiefen Bewertungen jedoch schon wieder der Vergangenheit an. Der Markt bietet aber nach wie vor einige attraktive Anlagemöglichkeiten. Jeder Titel für sich muss aber im Detail analysiert werden, um beurteilen zu können, ob die Bewertung tatsächlich attraktiv ist.

□ Bedeutet der Discount zum NAV der Immobilienaktien nicht einfach, dass der Markt bereits Wertberichtigungen in den Portfolios der Gesellschaften erwartet?

Ja, der Markt hat bereits eine Abkühlung des Geschäftsflächenmarktes vorweggenommen. Allerdings erwarte ich keine massiven Wertberichtigungen per Ende 2008. Die in den Kapitalisierungssätzen berücksichtigte höhere Risikoprämie ist durch die tiefen Zinsen neutralisiert.

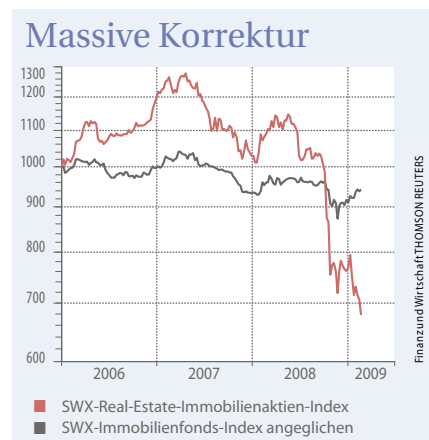
Die schlechte Konjunktur wird am Büro- und Geschäftsflächenmarkt erst 2009 negative Auswirkungen haben. Mieten und Preise werden sinken.

□ Immobilienaktien gelten als Renditeperlen: Werden die Gesellschaften die bisherige Ausschüttung halten können?

Da die Gesellschaften bisher die Dividende aus dem operativen Gewinn bezahlt haben und die operativen Resultate 2008 im Rahmen von 2007 liegen werden, gehe ich davon aus, dass sich die Ausschüttungsquoten im Rahmen des letzten Jahres bewegen werden. Wir erwarten durchschnittliche Renditen zwischen 5 und 6%.

□ Wie verhalten sich Immobilienfonds, die historisch als zinsabhängig gelten, im gegenwärtigen Zinsumfeld?

Die Korrelation zwischen Zinsen und Immobilienfonds wird überbewertet. Immo-



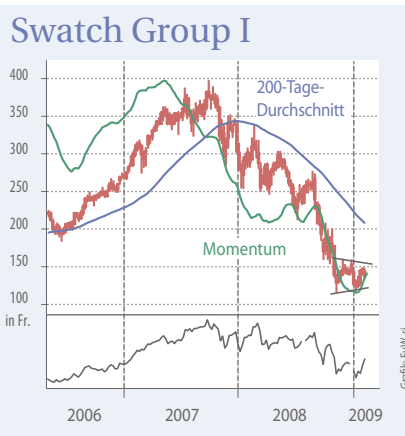
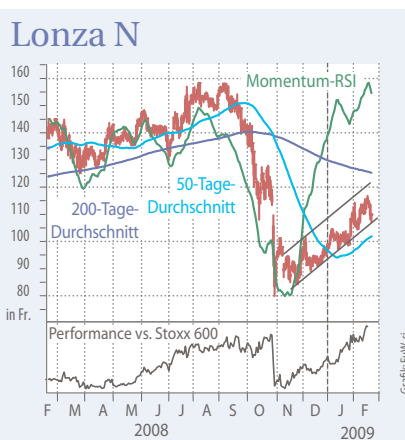
Technische Analyse in der Praxis

Kein Markt für prozyklisches Agieren

Für Swatch Group Inhaber haben sich die qualitativen Parameter verbessert. Die Reizschwelle für einen Kaufauftrag haben sie damit zwar noch nicht erreicht, doch es ergibt sich aus der charttechnischen Situation heraus eine taktisch reizvolle Ausgangslage. Die Titel kosten heute noch ein Drittel der 390 Fr. die vor fünfzehn Monaten bezahlt werden mussten. Mehr als die Hälfte des Kursrückgangs fand letzten Herbst innerhalb von nur knapp drei Monaten statt. Dass sich zwischen September 2008 und Januar 2009 die Wahrnehmung vieler Investoren geändert hat, zeigt die eingebrochene relative Stärke

Dreieckstruktur

Im Chart haben sich für Swatch Group Inhaber über die vergangenen drei Monate positive Divergenzen, aber auch vage dreieckförmige Ansätze ausgebildet. Dreiecke sind Konsolidierungsstrukturen. Positive Divergenzen bilden sich,



wenn Nachfrage und Angebot ein neues Gleichgewicht gefunden haben. Wir aber suchen Nachfrageüberhang. Aus technisch-struktureller Sicht sehen wir zwei Möglichkeiten, wie es zu einem solchen Überhang kommen kann.

Entweder, die Richtungslosigkeit der vergangenen drei Monate hält einige Zeit an, während sich die relativen Daten weiter verbessern. Wahrscheinlich dürfte der Kurs dann nach oben aus dem Seitwärtstrend ausbrechen. Ein Vorstoss bis 170 Fr. (+20%) würde dann wegen des dort verlaufenden Widerstands gebremst, um sich dann zeitlich gedehnt fortzusetzen. Der Kurs könnte jedoch auch nach unten aus dem Band fallen. Aufgrund der sich qualitativ verbessernden Situation bedingt dies aber starke kurzfristige Kräfte, sodass die Situation bald nach unten überspannt wäre.

Welche Strategie nun zur Situation passt, hängt von den Sachzwängen des Investors ab. Wer kein Trader ist, könnte Swatch Group mit einer Viertelposition kaufen und grössere Limiten um 100 Fr. setzen. Zwar wäre ein Teil der Titel in diesem Fall zu teuer gekauft worden. Noch wichtiger aber ist, dass damit vermieden wird, nach einem Direktanstieg auf 160/170 Fr. unter Hast prozyklische Kaufentscheidungen zu treffen. Denn für prozyklische Kaufentscheidungen ist auch für Swatch Group die Langfristtechnik noch nicht stark genug.

Flaggensignale

Über die vergangenen drei Monate hat sich im Chart der Lonza-Titel eine Flagstruktur aufgebaut. Innerhalb solcher trendkanalähnlicher Flags steigen die Kurse entgegen dem noch intakten Haupttrend. In diesem Fall wird das Flag begleitet von der Entwicklung der relativen Stärke. Das lenkt den Blick vom Primärtrend weg.

Kurzfristig gibt es noch keine eindeutigen Verkaufssignale. Investoren sind aber sicher gut beraten, ihre Wunschverkaufskurse und Stopps zu definieren. Prozyklisches Kaufverhalten ist etwas für Bull Markets, eignet sich aber nicht in Marktverhältnissen, die aktuell noch herrschen.

ROLAND VOGT www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht jener der Redaktion entsprechen.

Clean Up!

Um deutlich klarzustellen, dass in dieser Zeit Transparenz unser wichtigstes Geschäftsprinzip ist, werden wir in Zukunft die Tresorräume nicht mehr schliessen!

