

«Der Markt wird die Ungleichgewichte korrigieren»

Die Agios bei den Immobilienfonds sind wieder auf hohe Niveaus gestiegen. Doch sind diese Prämien gerechtfertigt? «Wir gehen davon aus, dass der Markt die Ungleichgewichte durch Börsenkurse und unterschiedlich hohe Agios zwischen den einzelnen Fonds korrigieren wird», sagt Nicolas Di Maggio, CEO der Swiss Finance & Property AG. Es sei deutlich schwieriger geworden, Wertsteigerungen zu erzielen, ohne aktiv an den Immobilienobjekten zu arbeiten und durch gezielte Massnahmen Mehrwert zu schaffen.

Mit den aktuellen Agios von 35 Prozent sind viele Fonds, hauptsächlich im Wohnbereich, wieder auf hohe Niveaus gestiegen. Ist dieses hohe Niveau in Bezug auf die Bewertungen gerechtfertigt?

Nicolas Di Maggio: Aktuell liegt das durchschnittliche Agio für den Markt bei 25.4 Prozent und die durchschnittliche Prämie für Wohnfonds bei 27.5 Prozent, was dem oberen Bereich der historischen interquartilen Spannweite entspricht. Ende September lag der 10-jährige Schweizer Zinssatz bei 0.41 Prozent, was bei den aktuellen Agio-Niveaus im Vergleich weniger überrascht. Der Spread zwischen Dividendenrenditen und risikofreien Zinsen bleibt im Wohnsektor bei 1.8 Prozent (historischer Durchschnitt: 1.1 Prozent) und im Gesamtmarkt bei 2.1 Prozent (historischer Durchschnitt: 1.2 Prozent). Dies erklärt teilweise, warum die Prämien auf diese Niveaus gestiegen sind. Sollten die langfristigen Zinssätze jedoch auf 1.0 Prozent steigen, würde dies die Situation grundlegend ändern und wahrscheinlich zu einer Kurskorrektur an den Börsen führen.



Nicolas Di Maggio ist CEO der Swiss Finance & Property AG.

Kritik müssen die Bewerter von verschiedenen Seiten über sich ergehen lassen. Es wurde kritisiert, dass die verwendeten Diskontfaktoren bei der Immobilienbewertung angesichts des seit 2022 andauernden Inflations- und Zinsanstiegs zu tief gewesen seien. Ist diese Kritik berechtigt?

Die Problematik der Bewertungen ist nicht neu und kann nicht einheitlich für den gesamten Immobilienmarkt behandelt werden. In den letzten fünf Jahren ist der Nettoinventarwert (NAV) des ersten Quartils der Fonds um mehr als 20 Prozent gestiegen, während das letzte Quartil einen Rückgang von 1.5 Prozent hinnehmen musste. Zu behaupten, dass die Diskontierungsfaktoren nicht ausreichend angehoben wurden, wirft die Frage auf, ob die vorherigen Senkungen ebenfalls unzureichend waren, was die Genauigkeit der Bewertungen in Frage stellt. Es besteht kein Zweifel, dass einige Immobilien derzeit überbewertet sind im

Vergleich zu den Verkaufspreisen, die in den nächsten drei bis sechs Monaten erzielt werden könnten, während andere wahrscheinlich unterbewertet sind. Diese Varianz gilt auch für die verschiedenen Fondsportfolios. Wir gehen davon aus, dass der Markt diese Ungleichgewichte durch Börsenkurse und unterschiedlich hohe Prämien und Agios zwischen den einzelnen Fonds korrigieren wird.

Es gilt also die lange Sicht?

Ja. Hinzu kommt, dass die Gutachter die Immobilien nicht zwingend auf der Grundlage kurzfristiger Transaktionen bewerten, sondern eine theoretische Liquidationsbewertung unter normalen Marktbedingungen vornehmen. Am Ende zeigt sich bei der langfristigen Betrachtung eindeutig, dass die Entwicklung der Bewertungen die Marktentwicklung widerspiegelt und die Qualität der verschiedenen Portfolios klar erkennbar ist.



Nach einer kurzen Korrekturphase tendieren die Transaktionspreise für Schweizer Mehrfamilienhäuser seit Mitte letzten Jahres wieder mehrheitlich aufwärts.

Die Mieteinnahmen sind nach zwei Anhebungen des Referenzzinssatzes und der Anpassung an die Inflation weiter gestiegen. Nun sinken die Zinsen und der Referenzzinssatz wird wohl auch sinken. Sehen Sie Potenzial für Mietzinssenkungen?

Man kann davon ausgehen, dass bei einer zeitnahen Senkung des Referenzzinssatzes, zahlreiche Mietverträge betroffen sein werden, die erst vor Kurzem eine Erhöhung erfahren haben. Es ist zu erwarten, dass unter diesen Umständen die Wahrscheinlichkeit einer Mietsenkung deutlich höher sein wird als nach einer langen Phase der Stabilität. Allerdings wird das Ausmass der Mietsenkungen wahrscheinlich auf etwa 3 Prozent begrenzt sein, da der Preisindex seit der letzten Zinserhöhung weiterhin gestiegen ist, wenn auch langsamer. Dies kann zur Kompensation der durch den Referenzzinssatz gerechtfertigten Senkungen genutzt werden. Dazu kommt, dass Mietsenkungen nur sehr selten proaktiv gewährt werden. Der Umstand, dass die Anträge rechtzeitig und in einer bestimmten Form eingereicht werden müssen, schränkt die Wahrscheinlichkeit ein, dass alle dazu berechtigten Mieter einen Antrag stellen werden und dass auf all diese Anträge eine Mietsenkung folgt.

Zurzeit führen einige Immobilien-Manager neue Kapitalerhöhungen durch. Die Frage ist nun, ob sie auch wirklich in neue Objekte investieren, oder nur Schulden abbauen?

Viele Immobilien-Manager haben eine Reihe von Renovierungsprojekten geplant, was die gestiegenen Ausgaben im Rahmen der ESG-Ziele ihrer Fonds und den Anforderungen zur Reduzierung von CO₂-Emissionen und Energiekosten erklärt. Diese Projekte können nicht allein durch den freien Cashflow nach Zahlung der Dividenden finanziert werden, denn die operativen Ausschüttungsquoten der Fonds liegen in der Regel nahe bei 100 Prozent. Das bedeutet, dass ein Teil der Kapitalerhöhungen in Tat und Wahrheit für diese Ausgaben verwendet wird. Dies kann man entweder positiv als Investition in die Zukunft sehen, oder aber als notwendige Massnahme, um Dividenden trotz geplanter Renovierungsmassnahmen auf einem hohen Niveau zu halten.

Steht der Erwerb von neuen Objekten immer noch vor dem Problem der tiefen Renditen?

Was den Kauf neuer Objekte betrifft, so wurde in den letzten Jahren eine Erhöhung der direkten Anfangsren-

den und der Anzahl verfügbarer Immobilien festgestellt. Dies deutet darauf hin, dass ein Teil der aufgenommenen Mittel tatsächlich in neue Investitionen fliesst. Insgesamt hängt es jedoch stark von den individuellen Strategien der Manager ab, wofür das zusätzliche Kapital eingesetzt wird – zur Schuldentilgung, für ESG-konforme Investitionen oder den Erwerb neuer Objekte.

Wie schwierig ist es zurzeit, durch aktives Management Wertsteigerungen zu realisieren?

Im direkten Immobilienmarkt ist es offensichtlich, dass der Markt trotz der weiterhin äusserst positiven Basis in den letzten Jahren weniger Rückenwind hatte – hauptsächlich bedingt durch die Normalisierungsphase der Zinssätze im Zusammenhang mit einer höheren Inflation. Das bedeutet, dass es mittlerweile deutlich schwieriger ist, Wertsteigerungen zu erzielen, ohne aktiv an den Immobilienobjekten zu arbeiten und durch gezielte Massnahmen Mehrwert zu schaffen.

Was bedeutet das für den indirekten Markt?

Für indirekte Investoren sind die Leistungsunterschiede zwischen den verschiedenen Produkten weiter gestiegen, was zeigt, dass es nach wie vor Möglichkeiten gibt, durch aktives Management Mehrwert zu generieren. Die Übernahme des Immobiliengeschäfts der Credit Suisse durch die UBS könnte potenziell einen negativen Einfluss auf die Marktliquidität haben, allerdings sind diese Auswirkungen bislang noch nicht spürbar. Zudem wird diese Konsolidierung aktive Manager nicht davon abhalten, weiterhin für ihre Kunden eine attraktive Rendite zu erzielen.

Nach einer kurzen Korrekturphase tendieren die Transaktionspreise für Schweizer Mehrfamilienhäuser seit Mitte letzten Jahres wieder mehrheitlich aufwärts und lagen im ersten Quartal 2024 um durchschnittlich zwei Prozent über dem Vorjahreswert. Wie schätzen Sie die Entwicklung im SWIT ein?

Auf der einen Seite sehen wir, dass die Korrekturen der NAV in den kommenden Quartalen sowohl in ihrem Ausmass als auch in der Anzahl der betroffenen Produkte sehr begrenzt sein werden. Auf der anderen Seite hat der indirekte Markt bereits im Oktober 2022 seinen Tiefpunkt erreicht, was die Fähigkeit der Finanzmärkte zur Vorwegnahme oder möglicherweise zur Überreaktion verdeutlicht. Ich würde nicht allzu viel von der Bestätigung steigender Transaktionspreise als zusätz-

lichen Treiber für den Rest des Jahres erwarten. Mittel- bis langfristig jedoch wird dies eindeutig die Attraktivität von Immobilien als unverzichtbare Anlageklasse in der Vermögensallokation unterstützen.

Auf dem Schweizer Büroflächenmarkt präsentiert sich die Einnahmesituation anspruchsvoller als im Segment der Mehrfamilienhäuser. Bei Geschäftsliegenschaften konzentriert sich die Nachfrage vorwiegend auf ESG-konforme Objekte an Bestlagen. Wie sehen Sie die Vermietungsperspektiven für Gebäude, die einen signifikanten Sanierungsbedarf aufweisen und sich an Randlagen befinden?

Mit wenigen Ausnahmen sehe ich die Vermietungsperspektiven für Gebäude mit erheblichem Sanierungsbedarf in peripheren Lagen eher negativ. Es gibt allerdings positive Ausnahmen, die den gesamten Sektor stützen. Die Bautätigkeit ist relativ begrenzt, während die Bevölkerungszahl jährlich um etwa ein Prozent wächst. Sollte dieser Trend anhalten, könnten auch Gebiete, die momentan als schwierig wahrgenommen werden, langfristig wieder an Attraktivität gewinnen und sich erholen. Allerdings muss bei der Akquisition solcher Immobilien ein ausreichendes Budget eingeplant werden, um eine Neupositionierung des Objekts zu ermöglichen. Besonders wichtig ist es, das Potenzial für eine erfolgreiche Neupositionierung frühzeitig zu erkennen und diese konsequent umzusetzen, was nicht allen Immobilienmanagern gleichermassen gelingt. So oder so vermeidet man erhebliches Risiko, indem man sich auf die besten Lagen und Prime Assets im Nicht-Wohnbereich konzentriert.

Die Zusammenführung der Immobiliengefässe von UBS und CS haben einen enormen Einfluss auf die Schweizer Fonds-Landschaft. Wie beurteilen Sie die gegenwärtige Situation?

Die Situation hat sich seit der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS nur wenig verändert. Viele Antworten sowohl hinsichtlich der fortgeführten Produktpalette (regional und sektoral oder eher themenbezogen) als auch bezüglich der Preisgestaltung der verschiedenen Produkte stehen noch aus. Bisher konnte man in diesen Bereichen eher von Komplementarität oder Differenzierung zwischen den beiden Banken sprechen. Es ist ebenfalls sehr wahrscheinlich, dass eine Reihe von Produktfusionen notwendig sein wird, um der gesamten Produktpalette wieder mehr Konsistenz zu verleihen. In diesem Zusammenhang kann sich

jeder vorstellen, was machbar ist, doch es liegt an der UBS, dies im Interesse der Anleger umzusetzen. Denn auch wenn die Fusionen auf der Grundlage der NAVs erfolgen, sind die Anleger zu Börsenpreisen investiert.

Interview: Remi Buchschacher