

«Kapitalerhöhungen haben messbare Auswirkungen auf den Markt»

Wie im Vorjahr ist das Volumen der Kapitalerhöhungen sehr hoch. «Die entscheidende Frage ist nicht nur, ob der Markt in der Lage ist, diese Volumen aufzunehmen, sondern vor allem, zu welchem Preis», sagt Nicolas Di Maggio, CEO der Swiss Finance & Property AG. Kapitalerhöhungen werden messbare Auswirkungen auf den Markt haben.

Der Schweizer Immobilienmarkt wird momentan häufig als «teuer» bezeichnet, sowohl im direkten als auch im börsenkotierten Segment. Spiegeln die aktuell wieder sehr hohen Bewertungen die tatsächlichen Werte wider?

Nicolas Di Maggio: Es ist wichtig, zwischen dem absoluten und dem relativen Bewertungsniveau zu unterscheiden. Bei einem Agio von rund 32 Prozent für den SWIIT kann der Markt auf den ersten Blick teuer erscheinen. Setzt man dieses Agio jedoch ins Verhältnis zum Zinsniveau, liegt es weniger als eine Standardabweichung über seinem theoretischen Niveau. Damit bewegen wir uns weiterhin in einem Bereich, der im historischen Vergleich keineswegs aussergewöhnlich ist.

Zudem sollte der Schweizer Immobilienmarkt nicht als homogenes Ganzes betrachtet werden. Zwischen den einzelnen Segmenten bestehen erhebliche Unterschiede: Der kommerzielle Sektor wird mit einem Agio von rund 12 Prozent gehandelt, während dieses im Wohnsegment je nach Region zwischen 37 Pro-



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

zent und 42 Prozent liegt. Diese Unterschiede zeigen, dass die Bewertungsfrage für jedes Segment separat analysiert werden muss.

Die hohen Bewertungen wurden über weite Strecken massgeblich durch das sinkende Zinsumfeld und die damit verbundenen Bewertungs- beziehungsweise Diskontierungseffekte begünstigt. Besteht mittlerweile ein Überbewertungsrisiko?

Der Zusammenhang zwischen Agios und Zinsen ist sowohl mechanisch als auch historisch sehr stabil. Kurzfristig können jedoch andere Faktoren dazu führen, dass die Bewertungen über längere Zeit von ihrem theoretischen Niveau abweichen, beispielsweise Änderungen der Geldpolitik, Liquiditätsschocks oder Veränderungen der institutionellen Nachfrage. Die Dividendenrenditen weisen in dieselbe Richtung. Die verschiedenen Segmente werden heute mit Spreads gehandelt, die unter ihrem Zehnjahresdurchschnitt liegen, aber weiterhin positiv sind. Das Hauptrisiko liegt daher nicht zwingend in einer absoluten Überbewertung, sondern vielmehr in der Sensitivität der Bewertungen gegenüber steigenden Zinsen. Eine Normalisierung des zehnjährigen Zinssatzes auf 1,5 Prozent würde mechanisch zu einem theoretischen Agio führen, das deutlich unter dem heute beobachteten Niveau liegt. Dieses Szenario gilt es daher in erster Linie im Auge zu behalten.

Die Benchmark-Daten über 15 Jahre zeichnen ein klares Bild: Seit 2010 resultierte über alle Nutzungsarten hinweg eine durchschnittliche Gesamt-performance (Total Return) von 5,7 Prozent pro Jahr. Wie ist die langfristige Stabilität des Total Return zu interpretieren?

Die Stabilität des Total Return lässt sich zu einem grossen Teil durch seine Zusammensetzung erklären. Langfristig stammt der Grossteil der Performance aus zwei relativ wiederkehrenden Quellen: der Entwicklung des inneren Werts und den Ausschüttungen. Das Agio, das die zyklischste Komponente der Performance darstellt, hat lediglich rund 10 Prozent zur Gesamtrendite beigetragen. Mit anderen Worten: Nahezu 90 Prozent der Performance lassen sich durch fundamentalere und wiederkehrende Faktoren erklären.

Diese Stabilität betrifft allerdings eher den Index als die einzelnen Fonds. Die Performancedifferenzen

zwischen den verschiedenen Anlagevehikeln haben im Laufe der Zeit deutlich zugenommen. Der Marktdurchschnitt bleibt somit relativ stabil, doch die Auswahl des richtigen Anlagevehikels spielt heute eine wesentlich grössere Rolle als noch vor zehn oder fünfzehn Jahren.

Der SWIIT-Index der kotierten Fonds bleibt YTD per Ende Juli leicht negativ, während kotierte Immobilienaktien eine Performance von über 6 Prozent aufwiesen. Weshalb besteht ein so grosser Unterschied zwischen Immobilienfonds und kotierten Immobiliengesellschaften?

Die in diesem Jahr beobachtete Differenz lässt sich zunächst durch das Zinsumfeld erklären. Die SNB ist auf 0 Prozent zurückgekehrt, während mehrere ausländische Zentralbanken weiterhin mit einer hartnäckigeren Inflation konfrontiert sind. Diese Divergenz hat die relative Attraktivität von Schweizer Anlagen erhöht, insbesondere jene von kotierten Immobiliengesellschaften, die als defensiv wahrgenommen werden und zusätzlich von der Attraktivität des Schweizer Frankens profitieren.

Gleichzeitig waren Immobilienfonds mit einer starken Aktivität am Primärmarkt konfrontiert. Kapitalerhöhungen und neue Listings haben das Angebot an Wertpapieren deutlich erhöht und einen erheblichen Teil der verfügbaren Liquidität gebunden. Die zu Jahresbeginn beobachtete Entkopplung ist somit das Ergebnis zweier gegenläufiger Dynamiken: positive Käuferströme bei den Immobiliengesellschaften einerseits und ein erheblicher Angebotsdruck bei den Fonds andererseits. Die Performancedifferenz hat sich in den vergangenen Monaten allerdings bereits deutlich reduziert.

Weshalb sind die Agios seit ihren Höchstständen im Februar zurückgegangen?

Der Rückgang der Agios lässt sich nicht primär durch die Zinsentwicklung erklären, da die zehnjährige Rendite weiterhin niedrig geblieben ist. Vielmehr handelt es sich in erster Linie um ein angebotsbedingtes Phänomen. In den Jahren 2024 und 2025 bauten sich die Agios nach dem Tiefpunkt von 2023 wieder auf, und zwar in einem Umfeld, in dem die Nachfrage das Angebot deutlich überstieg. Heute präsentiert sich die Situation anders. Die Bewertungen sind wieder auf ein hohes Niveau gestiegen,

während gleichzeitig ein beträchtliches Volumen an Neuemissionen vom Markt absorbiert werden muss. In diesem Umfeld stellt der Rückgang der Agios gewissermassen den Anpassungsmechanismus dar, durch den der Markt Platz für die Neuemissionen schafft. Je höher die Bewertungen sind, desto geringer ist der Spielraum, zusätzliches Angebot aufzunehmen, ohne dass es zu Kursanpassungen kommt.

Wie im Vorjahr ist das Volumen der Kapitalerhöhungen sehr hoch. Über alle Fonds (kотиert und nicht kottiert) wurden bereits CHF 2.8 Mrd. gezeichnet, weitere CHF 1.1 Mrd. sind für den Rest des Jahres angekündigt. Wie lange kann der Markt diese Liquiditätsvolumen absorbieren?

Die entscheidende Frage ist nicht nur, ob der Markt in der Lage ist, diese Volumen aufzunehmen, sondern vor allem, zu welchem Preis. Das Kapitalaufnahmeumfeld hat sich grundlegend verändert. Während die Volumina zwischen 2017 und 2019 bei rund CHF 4 Milliarden pro Jahr lagen, übersteigen sie im Zeitraum 2024–2026 im Durchschnitt CHF 11

Milliarden, wenn man das gesamte Anlageuniversum berücksichtigt. Unsere Analysen zeigen zudem, dass Kapitalerhöhungen messbare Auswirkungen auf den Markt haben. Historisch gesehen verliert ein Titel in den Wochen vor einer Kapitalerhöhung durchschnittlich rund 2 Prozent, bevor er sich im darauffolgenden Monat wieder erholt. Eine Emission bindet zudem innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums ein Liquiditätsvolumen, das mehreren Monaten des üblichen Handelsvolumens entspricht. Der Markt nimmt das Kapital somit weiterhin auf, doch diese Absorptionsfähigkeit schlägt sich inzwischen stärker in Preisanpassungen nieder.

Diese Zuflüsse wirken sich offenbar direkt auf die Performance der Fonds aus. So weisen Fonds mit abgeschlossenen oder angekündigten Kapitalerhöhungen 2026 sowohl im Median als auch im Durchschnitt eine um über 3 Prozentpunkte tiefere YTD-Performance aus als die Gruppe ohne Kapitalerhöhung. Weshalb schneiden Fonds, die Kapital aufgenommen haben, schlechter ab?



Im Bereich der direkten Immobilienanlagen basiert Wachstum vor allem auf einer erhöhten Akquisitiondisziplin sowie auf der Wertschöpfung innerhalb der bestehenden Portfolios.



Der Einfluss von Kapitalerhöhungen auf die Kurse ist kein neues Phänomen. Seit 2010 zeigt die Analyse von mehr als 200 Transaktionen eine durchschnittliche Underperformance von rund 2 Prozent vor der jeweiligen Kapitalerhöhung. Das Besondere an 2026 ist vor allem, dass eine schnelle Erholung nach der Ankündigung ausbleibt. In den Jahren 2024 und 2025 konnten die Fonds Kapitalerhöhungen in einem sehr günstigen Marktumfeld problemlos absorbieren. Einige Fonds legten sogar in den Wochen vor der Transaktion weiter zu. Seit Beginn des Jahres 2026 zeigt sich ein anderes Bild: Im gleichen Zeitraum sind Rückgänge von 4 bis 8 Prozent möglich. Diese Entwicklung stellt nicht zwingend eine negative Beurteilung der Qualität der Transaktionen dar. Vielmehr spiegelt sie das hohe Bewertungsniveau und das grosse Emissionsvolumen wider. Wenn die Kurse bereits deutlich über dem Wert der Portfolios liegen, verfügt der Markt über weniger Spielraum, um zusätzliches Kapital ohne Preisanpassungen aufzunehmen.

Die Risiken von Immobilienprodukten sind heute höher als noch vor 15 Jahren. So ist die Volatilität des SREAL (SWIIT+REAL) in diesem Zeitraum von 6,5 % auf 8,5 % gestiegen. Wird die steigende Volatilität zu einem Problem?

Der Anstieg der Volatilität ist real, scheint jedoch eher zyklischer als struktureller Natur zu sein. In den vergangenen fünfzehn Jahren schwankte die Volatilität des SWIIT zwischen rund 5,5 Prozent und 9,5 Prozent, wobei Phasen steigender Volatilität in der Regel mit verschiedenen Zinsschocks zusammenfielen. Mit derzeit rund 8,6 Prozent bleibt sie erhöht, liegt aber bereits wieder unter den Höchstständen der Jahre 2022 und 2023. Besonders interessant ist jedoch die Portfoliokonstruktion. Ein Portfolio, das zu 100 Prozent aus Immobilienfonds besteht, weist eine Volatilität von rund 8,6 Prozent auf. Werden 20 Prozent kotierte Immobiliengesellschaften beige-mischt, die für sich genommen mit rund 9,8 Prozent sogar volatiler sind, sinkt die Volatilität des Gesamtportfolios auf 7,6 Prozent. Bei einer hälftigen Aufteilung zwischen Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften reduziert sie sich weiter auf rund 7,2 Prozent.

Wie wichtig ist hier die Diversifikation?

Dieses Ergebnis mag auf den ersten Blick kontraintuitiv erscheinen, verdeutlicht jedoch gerade den Nutzen der Diversifikation. Ein Portfolio, das ausschliesslich aus Immobilienfonds besteht, ist somit nicht zwangsläufig das risikoärmste Portfolio. Das Hauptrisiko liegt weniger in der isolierten Volatilität

eines einzelnen Segments als vielmehr in einer übermässigen Konzentration auf eine einzige Kategorie von Anlagevehikeln.

Das erste Halbjahr war mit Fondslancierungen und drei Börsengängen sehr aktiv geprägt. Nun folgt per 30. September 2026 der rechtliche Vollzug der Fusion der drei UBS-Fonds LivingPlus, Hospitality und Residentia zum neuen UBS LivingPlus. Welche Auswirkungen sind von der UBS-Fusion zu erwarten?

Der neue LivingPlus wird zu einem der bedeutendsten Akteure auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Er dürfte zum grössten direkt gehaltenen Schweizer Wohnimmobilienfonds werden und rund 5 Prozent des Index ausmachen. Zum Zeitpunkt des rechtlichen Vollzugs der Fusion, der für den 30. September vorgesehen ist, erwarten wir allerdings keine wesentlichen Auswirkungen auf die Kurse. Der Grossteil des Re-pricings hat bereits seit der Ankündigung der Transaktion stattgefunden. Die Agios der drei Anlagevehikel haben sich weitgehend angeglichen, was darauf hindeutet, dass die Arbitrage am Markt mittlerweile grösstenteils erfolgt ist. Der interessantere Effekt könnte an anderer Stelle liegen. Da Direct Residential nicht Teil der Transaktion ist, wird der Fonds innerhalb des UBS-Angebots an klassischen, direkt gehaltenen Mietwohnimmobilien zu einem vergleichsweise seltenen Anlagevehikel. Diese Knappheit zeigt sich bereits in seinem Agio, das deutlich über jenem der von der Fusion betroffenen Fonds liegt. Allgemeiner betrachtet veranschaulicht diese Transaktion einen Konsolidierungstrend im Markt, der sich in den kommenden Jahren voraussichtlich fortsetzen wird.

Wo sehen Sie derzeit Wachstumsmöglichkeiten für die Fonds von SFP?

Im Bereich der direkten Immobilienanlagen basiert Wachstum vor allem auf einer erhöhten Akquisitionsdiziplin sowie auf der Wertschöpfung innerhalb der bestehenden Portfolios. In einem Umfeld, in dem Wohnimmobilien teuer sind, wird eine Strategie, die ausschliesslich auf Akquisition und langfristiges Halten ausgerichtet ist, weniger attraktiv. Wachstum erfolgt daher zunehmend über den gezielten Einsatz von CAPEX und die Weiterentwicklung des bestehenden Portfolios: Renovationen, Verdichtungen, die Schaffung zusätzlicher Mietflächen, die Optimierung der Liegenschaften sowie ein aktives Mietermanagement.

Worin liegt das Potenzial?

Im Bereich der indirekten Immobilienanlagen liegt das Potenzial in der Fähigkeit, Anlagevehikel aktiv auszuwählen. Unser Mehrwert besteht darin, Fonds überzugewichten, deren Portfolioqualität und Bewertung ein attraktives Profil bieten, und jene unterzugewichten, bei denen das eingegangene Risiko nicht mehr ausreichend entschädigt wird. Dieser Ansatz ist im aktuellen Marktumfeld besonders relevant. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Anlagevehikeln haben deutlich zugenommen. In einem seitwärts tendierenden Markt, in dem die Ausweitung der Agios weniger zur Performance beiträgt, gewinnen die Fundamentaldaten wieder an Bedeutung. Der innere Wert, die Dividende und die Qualität der Selektion spielen dann eine zentrale Rolle. Genau in einem solchen Umfeld kann aktives Management den grössten Mehrwert schaffen.

Interview: Remi Buchschacher