

Immobilienanlagen gehören in jedes Depot

Die starke Wertentwicklung der letzten Jahre werden Schweizer Immobilienaktien und -fonds kaum wiederholen können. Langfristig spricht aber vieles für die Aufnahme dieser Anlageformen ins Portfolio.

Von Ulrich Braun und Pascal Roth
Economic Research
Credit Suisse, Zürich

Aufgrund der Immobilienkrise und der Börseneuphorie sank gegen Ende des 20. Jahrhunderts der Anteil von Immobilienanlagen in den Portfolios von Schweizer Investoren. Die Korrektur an den Aktienmärkten bis 2003 führte dann aber sowohl bei privaten als auch bei institutionellen Anlegern zu einem Umdenken und einer konservativeren Anlagepolitik. Die klassischen Eigenschaften von Immobilien – z.B. Einkommensstabilität und Werthaltigkeit – werden seither vermehrt geschätzt. Die Investoren interessieren sich wieder für Immobilien. Indirekte Anlagen wie Immobilienfonds und -gesellschaften profitierten von dieser Tendenz und zeigten in den letzten Jahren eine ansprechende Wertentwicklung (s. Abbildung). Seit Januar 2001 verzeichnen Immobilienfonds eine durchschnittliche Jahresrendite von 7,3%. Immobilienaktiengesellschaften übertrafen mit jährlich 11,0% die Performance von Schweizer Anleihen (4,5%) und Aktien (1,8%) sogar deutlich.

Der Markt für indirekte Immobilienanlagen

Gemäss Schätzungen der Ökonomen der Credit Suisse weisen die Immobilien in der Schweiz insgesamt einen Wert von 2800 Mrd. Franken auf. Immobilienfonds und -aktiengesellschaften investieren allerdings v.a. in Mehrfamilienhäuser, Bürogebäude, Läden und Einkaufszentren. Werden nur diese Kategorien berücksichtigt, verringert sich der für indirekte Immobilienanlagen relevante Markt auf noch 1070 Mrd. Franken. Diese Grössenordnung entspricht aber immer noch dem Marktwert aller an der Schweizer Börse gehandelten Aktien. Der weitaus grösste Teil dieser Immobilien wird je-

doch nach wie vor direkt von Privaten oder in Form von Betriebsliegenschaften von Unternehmen gehalten. Die Schweizer Immobilienaktiengesellschaften und -fonds weisen zusammen ein Anlagevermögen von lediglich 20 Mrd. Franken auf. Anders ausgedrückt: Nur 2% des für Immobilieninvestoren relevanten Schweizer Immobilienmarktes sind heute in börsengehandelten indirekten Immobilienanlagen gebunden.

Was unterscheidet die indirekte von der direkten Immobilienanlage? Eine Direktanlage weist erhebliche Nachteile auf, insbesondere bei tiefem Investitionsvolumen. Diese liegen vor allem in den bei Erwerb und Veräusserung der Objekte anfallenden hohen Transaktionskosten. Obwohl die Transaktionskosten von Immobilien in der Schweiz im internationalen Vergleich relativ tief sind, ist der Markt auch hierzulande stark reglementiert. Neben der Grundstückgewinnsteuer müssen bei Handänderungen verschiedene Gebühren entrichtet werden, beispielsweise Notargebühren oder Maklerprovisionen. Zudem entstehen nicht nur bei Anschaffung und Verkauf, sondern auch bei der Bewirtschaftung einer

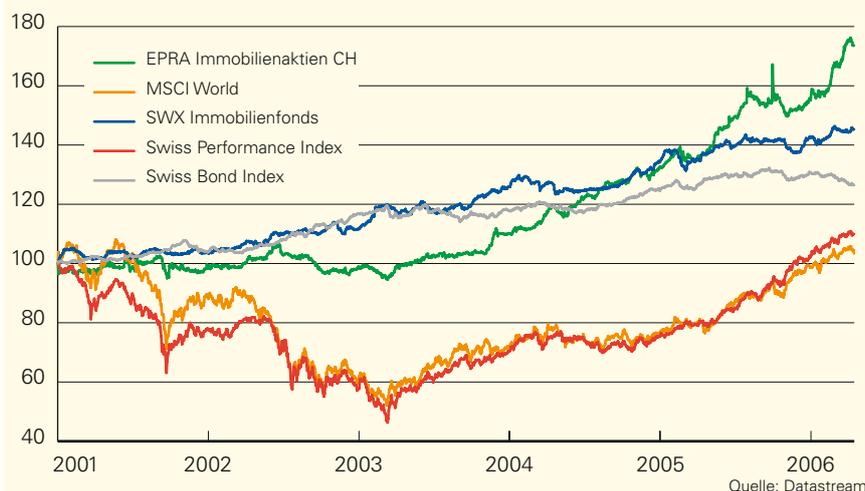
Immobilie beachtliche Kosten, da für eine effiziente Verwaltung weitgehende betriebswirtschaftliche und rechtliche Kenntnisse erforderlich sind. Schwierigkeiten resultieren zudem aus der eingeschränkten Risikostreuung, die sich vor allem bei geringem Kapitaleinsatz einstellt.

Während die meisten schweizerischen Immobiliengesellschaften erst vor fünf bis sechs Jahren damit begonnen haben, ihre Aktien an der Börse zu handeln, wurde der erste Immobilienfonds in Europa bereits 1938 in der Schweiz gegründet. Beide Anlageformen konzentrieren sich geographisch auf die Grossstädte Zürich, Genf, Bern, Basel und Lausanne sowie deren Agglomerationen. Meist befinden sich zwischen 60 und 90% der Liegenschaften an diesen Standorten.

Hinsichtlich der Nutzungsarten ist hingegen eine klare Unterscheidung zwischen Immobiliengesellschaften und -fonds festzustellen: Das Schwergewicht der Investitionen liegt bei Fonds in der Regel bei Wohnliegenschaften, während sich Aktiengesellschaften stark auf Bürobauten fokussieren und nur in geringem Masse in Wohnbauten anlegen.

Performance verschiedener Anlageklassen seit Januar 2001

indexiert, 2.1.2001 = 100 / Gesamttrendite in CHF



Besonderheiten

von indirekten Immobilienanlagen

Bei Wertschriftenfonds wird der Preis für den Kauf bzw. die Rückgabe von Anteilen, der sogenannte Inventarwert, täglich basierend auf den Kursen der gehaltenen Wertschriften ermittelt. Der Anleger hat so die Möglichkeit, jederzeit zu einem fairen Preis solche Fonds zu erwerben oder zu verkaufen. Bei den Immobilienfonds gestaltet sich die Ermittlung des fairen Werts um einiges aufwendiger, müssen doch professionelle Schätzer engagiert werden und bei grösseren Fonds mehrere hundert Liegenschaften, meistens mittels Augenschein vor Ort, geschätzt werden. Dieser Aufwand wird bei den Fonds einmal jährlich betrieben. Es besteht deshalb unter dem Jahr ein Unterschied zwischen dem zuletzt ermittelten Inventarwert und dem theoretischen, momentanen Inventarwert.

Die weitaus grössten Schwankungen der Gesamterträge von indirekten Immobilienanlagen werden durch die Entwicklung des Agios respektive der Prämie ausgelöst. Darunter versteht man die Abweichung zwischen dem Börsenwert und dem Inventarwert. Ein Agio von 24% – was etwa dem Durchschnittswert im April 2006 entspricht – bedeutet somit für einen Investor, dass er für den Besitz eines Immobilienfondsanteils im Wert von 100 Franken bereit ist, an der Börse 124 zu zahlen.

Der starke Kursverlauf der vergangenen fünf Jahre spiegelt eher die hohe Nachfrage nach Immobilieninvestitionen wider als die Entwicklung des zugrundeliegenden Immobilienmarktes. Die Performance ist entsprechend weniger auf einen Wertzuwachs als auf den Anstieg der Prämien bzw. der Agios gegenüber dem Netto-Inventarwert zurückzuführen.

Aus der ausgezeichneten Wertentwicklung der letzten Jahre lässt sich aber keine anhaltend überdurchschnittliche Rendite von indirekten Immobilienanlagen ableiten. Die ökonomische Theorie zeigt, dass höhere Risiken bei Anlagen in der langen Frist auch mit höheren Renditen einhergehen. Aufgrund ihrer Risikostruktur bieten Immobilienaktien und -fonds über die lange Frist eine Rendite, die zwischen Aktien und Obligationen liegt.

Real estate – a useful addition to every portfolio

Swiss real estate stocks and funds are hardly likely to keep up their strong performance of recent years. However, there are many long-term arguments for adding these investment types to a portfolio.

In the wake of the property crisis and owing to general stock market euphoria, Swiss investors began dropping real estate from their portfolios in the late 1990s. The correction in equity prices up until 2003 resulted in both private and institutional investors rethinking their investment policies and adopting a more conservative approach. The classic features of real estate – like earnings stability and value retention – have met with growing appreciation ever since. Indirect investments, such as real estate funds and real estate companies, are benefiting from this trend. Since January 2001, real estate funds have posted an average annual return of 7.3%. And with an overall annual yield of 11.0%, real estate investment companies outperformed Swiss bonds (4.5% p.a.) and Swiss equities (1.8%).

We estimate the overall value of the real estate market in Switzerland at 2800 billion francs. Real estate funds and property investment companies, however, tend to invest mainly in multi-family dwellings and office buildings as well as retail outlets and shopping centers. If we confine our estimates to these categories alone, then the market relevant to indirect real estate investments declines to 1070 billion – a nevertheless substantial figure equivalent to the market value of all the stocks traded on the Swiss exchange. However, by far the largest part of this real estate is owned directly by private individuals or takes the form of commercial property held by the corporate sector. Taken together, Swiss real estate investment companies and funds have assets worth only 20 billion francs. In other words, only 2% of the relevant Swiss property market is currently tied up in exchange-traded indirect property investments.

While shares in most Swiss real estate companies only began exchange trading five or six years ago, the very first real estate fund in Europe was set up in Switzerland way back in 1938. For both types of investment, activity is concentrated in the main population centers in and around Zurich, Geneva, Berne, Basel and Lausanne. In terms of use, however, a clear distinction emerges between real estate funds and real estate companies: fund investments usually concentrate on residential properties, while investment companies focus on office buildings.

In the long run, owing to their risk structure, real estate stocks and funds offer a return somewhere between stocks and bonds. In our view, value retention, attractive yields and a defensive risk profile combine to make real estate investments a crucial long-term addition to any portfolio. Investors can look forward to an overall return of between 5.5 and 6.5% on property stocks and funds.

Real estate stocks have a low correlation with bonds and a moderate correlation with equities. In other words, losses in one asset class may partly be offset by gains on indirect real estate investments. The unquestionable strength of investing in property lies in its great contribution to diversification. A real estate exposure of between 15 and 25% would be thoroughly justified on the grounds of portfolio optimization. Alongside Switzerland, consideration should be given to the U.S., the EU and the emerging markets in Asia or Eastern Europe.

Langfristig gehören

Immobilienanlagen in jedes Depot

Wegen der Werthaltigkeit, der attraktiven Ausschüttungsrenditen und des defensiven Risikoprofils erachten die Ökonomen der Credit Suisse Immobilienanlagen langfristig als sehr sinnvolle Portfolioergänzung. Der Investor kann bei Immobilienaktien und -fonds mit einer Totalrendite von rund 5,5 bis 6,5% rechnen, da die Gesellschaften über den Konjunkturzyklus eine Eigenkapitalrendite in dieser Grössenordnung erzielen dürften.

Immobilienaktien besitzen eine geringe Korrelation zu Anleihen und eine

mittlere Korrelation zu Aktien. Mit anderen Worten: Verluste in anderen Anlagekategorien können durch Gewinne bei indirekten Immobilienanlagen teilweise ausgeglichen werden. Die klare Stärke von Immobilienanlagen liegt somit in ihrem hohen Diversifikationsbeitrag. Immobilienanteile zwischen 15 und 25% eines Portfolios lassen sich aufgrund von Portfoliooptimierungen durchaus rechtfertigen. Neben der Schweiz sollten dabei auch die USA, die EU sowie aufstrebende Märkte in Asien oder Osteuropa berücksichtigt werden. ●