



## Die Top 20

Sechs Fonds erzielen ei

Rang	ISIN
	SWIIT
1	CH0014420852
2	CH0009778769
3	CH0014420878
4	CH0002782263
5	CH0124238004
6	CH0014420829
7	CH0100778445
8	CH0014586710
9	CH0034995214
10	CH0026168846
11	CH0037430946
12	CH0012913700
13	CH0037237630
14	CH0031069328
15	CH0002785456
16	CH0120791253
17	CH0192940390
18	CH0014420886
19	CH0107006550
20	CH0026725611

\*% OF PORTFOLIO GROSS RENT

# Rendite mit Betongold

Schweizer Immobilienfonds sind hoch im Kurs. Sie liefern verlässlich Gewinne und bieten eine solide **Performance**. Ein Überblick über die letzten fünf Jahre.

JÜRIG ZULLIGER

**M**it Immobilien lässt sich ruhig schlafen. Viele Anleger halten Immobilienfonds für eine solide, aber etwas langweilige Kapitalanlage. Andere sehen gerade darin den Charme von Grund und Boden, denn selbst in turbulenten Zeiten erwirtschaften sie sehr verlässliche Ausschüttungsrenditen.

Die Titel werden täglich an der Börse gehandelt. Jeder Kleinanleger kann schon mit ein paar hundert Franken investieren. Bei der Performance lassen die Besten dieser Anlageklassen andere Kapitalanlagen weit hinter sich: Der Gesamtindex der kotierten Immobilienfonds kam über die letzten fünf Jahre auf einen Total-Return von 8 Prozent pro Jahr. Im gleichen Zeitraum haben einige Top-Fonds den Gesamtmarkt sogar deutlich überflügelt: Besonders erfolgreich waren der UBS Foncipars mit rund 13 Prozent, gefolgt vom Immofonds mit rund 11 Prozent. Zu den besten gehören auch UBS Sima, La Foncière, Rothschild Real Estate Swiss und UBS Anfos (siehe Tabelle).

#### Eigenmittel sind wichtig

Johannes Schwab, Portfolio-Manager bei Swiss Finance & Property, ist fürs neue Jahr optimistisch: «Selbst wenn die Leerstände in der Vermietung steigen sollten, werden praktisch alle diese Anlagegefässe nach wie vor attraktive Ertragsrenditen erwirtschaften.» Bei den im Moment besonders beliebten Fonds, die in Schweizer Wohnliegenschaften investieren, beträgt die durchschnittliche Dividendenrendite pro Jahr 2,2 Prozent.

Doch mit etwas Abstand stellen sich für Anlegerinnen und Anleger einige kritische Fragen: Ist der Zenit nicht längst überschritten? Immerhin sind wir fast täglich mit Begriffen wie «Ungleichgewicht auf dem Immobilienmarkt» oder «Bubble-Index» konfrontiert. Zunächst muss man sich im Klaren darüber sein, dass die Risiken vor allem dort lauern, wo Private investieren – etwa wenn sie aggressiv kleine Mehrfamilienhäuser oder Eigentumswohnungen als Kapitalanlage kaufen und dazu in grösserem Umfang Hypotheken aufnehmen.

Der Markt der professionellen Investoren und der Immobilienfonds tickt anders. Die Immobilienfonds finanzieren viele ihrer Projekte zu 80 bis 90 Prozent aus eigenen Mitteln, ein elementarer Unterschied also. Kommt dazu, dass die Immobilienfonds aufgrund gesetzlicher Auflagen streng reguliert sind (siehe Box rechts). Etliche Fundamentalfaktoren sprechen dafür, nach wie vor einen Teil des Vermö-

gens in Grund und Boden zu investieren: Die Schweiz profitiert von einer Bevölkerungsentwicklung, die deutlich über den Wachstumsraten in anderen europäischen Ländern liegt. Sogar im Krisenjahr 2020 gab es zum Beispiel in der Vermietung von Wohnungen kaum Ertragsausfälle – im Gegenteil, die Ertragslage erweist sich als ausgesprochen krisenfest. Bei Büro- und Gewerbeliegenschaften ist zwar eher mit Schwankungen und je nach Standort und Nutzung mit Leerständen zu rechnen. Doch auch hier gilt: Wenn sich die Wirtschaft weiter erholt und neue Stellen besetzt werden, steigt die Nachfrage nach Geschäfts- und Büroflächen.

#### Kurze Kaufliste

Doch die Immobilienfonds sind an der Börse hoch bewertet. Das Agio gegenüber dem Inventarwert beträgt teilweise 50 bis 60 Prozent und liegt über dem, was selbst fantasievolle Szenarien rechtfertigen würden (siehe Glossar). Vor allem Wohnimmobilienfonds sind hoch bewertet. Lohnt sich ein Investment jetzt noch?

«Das müssen wir schon im Zusammenhang mit den Zinsen sehen», antwortet Ken Kagerer, Analyst bei der Zürcher Kantonalbank (ZKB). Die Anlagen in Immobilien seien ja massgeblich deshalb so gut gelaufen, weil man sich in einem Tiefzinsumfeld bewege. Wenn nicht exogene Faktoren oder ein starker Zinsanstieg die Ausgangslage völlig verändern, wird das Interesse an Immobilienfonds nicht abflachen. Die Liste der Fonds, die bei der ZKB unter dem Titel «Übergewichten» geführt werden, ist allerdings kürzer geworden – vor allem wegen der immer noch hohen Bewertungen. ZKB-Analyst Ken Kagerer empfiehlt derzeit nur wenige zum Kaufen, insbesondere den Immofonds und den Immo Helvetic.

Vergleichsweise attraktiv sind auch Gewerbefonds wie UBS Swissreal. Andere Fonds wie etwa der CS Logistics oder Solvalor 61 sind auf der Einstufung «Untergewichten».

Nach der Einschätzung von Johannes Schwab von Swiss Finance & Property sollten Anleger nicht zu sehr auf diese eine magische Kennzahl – eben das Agio – abstellen. Anhand längerfristiger Daten hat er untersucht, woher im Kern die Performance kommt: «Der wesentliche Faktor ist ganz klar die vergleichsweise attraktive Dividendenrendite von rund 2,5 bis 3 Prozent.» Der innere Wert der Fondsliegenschaften, der Net Asset Value (NAV), schlägt ebenfalls positiv zu Buche. Die kontinuierliche Steigerung des NAV ist mit rund 1 bis 1,2 Prozent pro Jahr der zweitwichtigste Performancetreiber. Die Änderung der Aufpreise an der Börse stellt hingegen keinen wesentlichen Performancetreiber dar. Also folgert Schwab: «Der Mehrjahresvergleich zeigt, dass das Niveau der Agios für

ne Jahresrendite von über 10 Prozent

Name	16.12.2016 -17.12.2021	17.12.2021					
	Annualized Return	Marktkapitalisierung (Mio. Franken)	Agio	Dividenden- rendite	Payout Ratio	Fremdfinanzierungs- quote	Housing Sector*
SWIIT Index	8,00%	64095	38,8%	2,40%			
UBS Foncipars	12,89%	2028	49,1%	1,79%	75%	15%	86%
Immofonds	11,09%	2170	66,8%	2,18%	99%	22%	78%
UBS Sima	10,78%	10587	47,0%	2,20%	103%	24%	50%
La Foncière	10,78%	2142	68,2%	1,40%	75%	15%	74%
Rothschild RE Swiss	10,42%	2294	35,5%	2,16%	108%	22%	67%
UBS Anfos	10,32%	3278	45,4%	1,95%	94%	17%	78%
CS Green	9,44%	3443	45,1%	1,94%	108%	21%	32%
Fonds Immob. Romand	8,84%	1824	54,3%	1,78%	83%	14%	90%
Patrimonium Swiss RE	8,74%	1088	33,0%	1,83%	76%	25%	76%
Swissinvest	8,66%	1192	49,4%	2,02%	104%	19%	74%
Swisscanto Ifca	8,64%	1832	41,2%	1,90%	89%	25%	85%
CS Siat	8,43%	4012	57,9%	2,13%	100%	22%	63%
Streetbox	8,28%	224	57,0%	2,87%	108%	33%	2%
CS Living Plus	8,24%	3747	56,1%	2,00%	101%	22%	55%
Solvalor 61	7,99%	1671	55,3%	1,61%	96%	13%	95%
SF Sustainable Pr.	7,40%	1269	17,2%	2,32%	104%	24%	85%
UBS Direct Urban	6,18%	531	21,9%	2,24%	101%	18%	54%
UBS Swissreal	6,02%	1694	18,0%	3,58%	101%	26%	8%
Polymen Fonds	5,92%	436	18,9%	1,99%	119%	29%	61%
Bonhôte Immobilier	5,78%	1181	32,3%	1,93%	90%	25%	73%

QUELLE: BLOOMBERG (PERFORMANCE)/SWISS FINANCE & PROPERTY. ALLE KENNZAHLEN PER 17.12.2021. AGIO NACH LATENTEN STEUERN BERECHNET



einen langfristigen, strategischen Investitionsentscheid nicht massgeblich sein sollte.»

#### Die These mit der Bewertungsreserve

Auch Maciej Skoczek, Analyst bei der UBS, hat sich intensiv mit den Immobilienfonds befasst. Auf die Frage, ob die Bewertungen an der Börse fair oder zu hoch seien, antwortet er: «Wir halten die aktuelle Bewertung teilweise für gerechtfertigt, insbesondere wegen der tiefen Zinsen.» Zum einen sei es gerade für institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen naheliegend, sich an diesen Anlagen mit vergleichsweise interessanten Ausschüttungen zu beteiligen. Dies eben als Ersatz für Unternehmens- oder Staatsanleihen, die gar keinen oder einen negativen Ertrag einbringen. Maciej Skoczek geht weiter davon aus, dass viele Anleger die Börsenbewertungen der Fonds und die in den Büchern aufgeführten Bewertungen der Fondsliegenschaften im Kontext durchaus richtig beurteilen können. Im Klartext: «Vieles spricht dafür, dass es da noch Bewertungsreserven gibt.»

Vor allem bei Fonds, die schon seit längerer Zeit im Immobiliengeschäft tätig sind, dürften eher konservative Nettobuchwerte ausgewiesen sein. Da die Preise für direkt gehaltene Anlagen am Transaktionsmarkt stark gestiegen sind, könnten die Preise im Falle eines Verkaufs höher geschätzt werden. Hinzu kommen einige technische Aspekte. So werden die Rücknahmewerte, also der innere Wert eines Fonds, unter Berücksichtigung von latenten Steuern gerechnet. Würde man diesen Aspekt – also rein theoretische Steuern – ausser Acht lassen, ergibt sich aus dieser Optik ein geringeres Agio.

#### Fonds wollen 2022 expandieren

Kommen wir schliesslich von den Bankanalysten zu den Fondsmanagern. Da gibt es offenbar einen gemeinsamen Nenner: Die meisten verfolgen weiter eine expansive Strategie, oft kombiniert mit neuen Projekten und Erneuerungen im Bestand. Nehmen wir als Beispiel den Westschweizer Fonds La Foncière, der immer wieder durch eine überdurchschnittliche Performance aufgefallen ist: «Das Jahr 2022 wird für unser Management herausfordernd», betont Thomas Vonaesch, Leiter des Portfoliomanagements. Derzeit realisiert der Fonds das ambitionöse Projekt Côté Parc in Genf mit 216 Neubauwohnungen und einem Hotel mit 99 Zimmern.

Der grösste Teil aller Fondsliegenschaften stammt aus den 1950er bis 1970er Jahren. Laut Thomas Vonaesch bietet ein älteres Fondsportfolio durchaus Vorzüge: «Viele unserer Liegenschaften verfügen über Mietzinsreserven.» Der Fonds ist sehr gut finanziert und verfolgt eine massvolle Ausschüttungs-

politik. Mit gutem Grund: Der Fonds muss laufend Renovationen durchführen und erhebliche Mittel in den Bestand investieren, damit die Angebote auf dem Wohnungsmarkt attraktiv bleiben. Unter dem Strich sind aber die älteren, etablierten Fonds gegenüber den neuen meist doch im Vorteil: Denn sie konnten ihre Projekte noch auf einem wesentlich tieferen Preisniveau akquirieren. Ein Fondsmanager, der 2022 auf Einkaufstour geht, muss hingegen teuer einkaufen – bei entsprechend mickriger Bruttorendite.

#### Strategie verstehen

Ein erstes Fazit: Wer in solche Fonds investieren will, sollte die Geschichte, den Anlagefokus und die Strategie des jeweiligen Fonds verstehen. Liegen die Objekte in den grossen Wirtschaftszentren oder eher in der Peripherie? Sind Wohn- oder Kommerzliegenschaften im Fokus? Etliche Fonds wie der La Foncière oder der Immo Helvetic erwirtschaften die Erträge vor allem im Sektor Wohnen. Mehrfamilienhäuser gelten als besonders stabile Ertragsquelle. Im direkten Vergleich erwirtschaften Wohnfonds im Schnitt über eine längere Zeitperiode eine leicht höhere Performance. Allerdings ist die Bandbreite zwischen den wirklich guten und schlechten Fonds sehr gross. Das verlangt von den Anlegern ein äusserst selektives Vorgehen. Andere Anlageprodukte wie Schroder ImmoPlus oder UBS Swissreal investieren vornehmlich in Büroliegenschaften. Dieses Geschäftsfeld ist ausgeprägten Zyklen unterworfen, birgt aber in einem sehr guten Konjunkturmilieu überdurchschnittliche Gewinnaussichten. Einzelne Fonds wie der UBS Sima fahren eine Strategie mit einem gemischten Portfolio.

Manche Fondsprodukte sind so gestaltet, dass sie auch aus steuerlichen Gründen für Privatanleger attraktiv sind. Denn wenn sie vergleichsweise hohe Dividenden auszahlen und diese auch noch steuerfrei sind, profitiert der Anleger gleich doppelt. In den letzten Jahren sind immer mehr Fonds in diesem Sinne steueroptimiert gestaltet worden – so dass die Erträge und zum Teil sogar das Vermögen für die Anleger steuerfrei sind. Dazu zählen unter anderem Fonds wie Bonhôte, CS Hospitality oder Patrimonium.

Vieles spricht also dafür, dass die Erfolgsgeschichte der Immobilienfonds noch nicht zu Ende ist. Auf dem aktuell hohen Bewertungsniveau sind gewisse Kurseinbussen nie auszuschliessen. Ängste vor einem Zinsanstieg oder weitere Kapitalerhöhungen am Markt könnten Schwankungen nach sich ziehen. Wer eine längerfristige Anlage mit sicherer Ertragsbasis sucht, wird dies als Einstiegsmöglichkeit sehen.

Bauen im Zentrum:  
Der Trend hält an,  
Anleger profitieren.

## ► KLEINES ABC DER SCHWEIZER IMMOBILIENFONDS

Immobilienfonds sind derzeit eine gefragte Anlageklasse. Es sind vor allem die regelmässigen, sehr sicheren Erträge aus der Vermietung, die Musik in den Ohren vieler Anleger sind. Auch wenn die Börsenbewertungen schwanken und historisch gesehen hoch sind – die Ausschüttungen von rund 2 bis 3 Prozent pro Jahr sind im aktuellen Tiefzinsumfeld sehr attraktiv.

#### Finma als Aufsicht

In der Schweiz zählen sie zu den ältesten Fonds überhaupt: Der erste ist 1938 aufgelegt worden. Sie müssen hinsichtlich Transparenz und Anlegerschutz hohen Anforderungen genügen. Die wesentlichen Punkte sind im Kollektivanlagengesetz (KAG) geregelt. Die Immobilienfonds werden ausschliesslich von der Finanzmarktaufsicht (Finma) zugelassen und überwacht. Aktuell sind an der Schweizer Börse 39 Immobilienfonds kotiert. Deren Marktkapitalisierung liegt bei rund 62 Milliarden Franken. Der Gesamtmarkt ist in den letzten Jahren aufgrund mehrerer Faktoren stark gewachsen: Die Banken und andere Anbieter haben laufend neue Fonds aufgelegt. Hinzu kamen Kapitalerhöhungen der bestehenden Fonds und auch die höheren Bewertungen haben zum höheren Volumen beigetragen. Nicht nur private Anlegerinnen und Anleger, sondern auch Pensionskassen und Versicherungen haben in den letzten Jahren vermehrt investiert. Die Gründe sind naheliegend: In Zeiten von extrem tiefen oder sogar negativen Zinsen von Anleihen locken die Immobilienfonds mit attraktiven Erträgen. Ein triftiger Grund ist auch die geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen. Aufgrund der strengen Regulierung haben die Fonds vor allem die Bewirtschaftung bestehender Liegenschaften im Fokus. Fremdkapitalien wie etwa eine eigene Generalunternehmertätigkeit oder eine hohe Fremdverschuldung (mehr als ein Drittel) sind untersagt. Da die Immobilienfonds für viele Anleger quasi ein Ersatz für Obligationen darstellen, gelten sie allerdings als ausgesprochen zinsensensitiv. Steigen die Zinsen, geht die Nachfrage an der Börse zurück. Weil die Zinsen zugleich eine wesentliche

Stellschraube bei der Bewertung der Liegenschaften sind, hätte ein Zinsanstieg früher oder später tiefere Bewertungen zur Folge. Fachleute der Branche betonen aber, dass die Zinssensitivität geringer als bei Obligationen sei. Denn Immobilienfonds können steigende Zinsen operativ kompensieren. Die Mieten im Wohnungsmarkt sind an den Referenzzinsen gekoppelt und im kommerziellen Geschäft mit Büro- und Geschäftsflächen sind die Verträge oft an den Teuerungszinssindex gebunden.

#### Ertragsperlen erkennen

Die sogenannte Payout Ratio (siehe Glossar) verrät einiges über die Dividendenpolitik und die operative Stärke eines Fonds. Die Zahlen zeigen klar auf, dass eher konservative und an der Börse hoch bewertete Fonds aus dem Vollen schöpfen. Fonds wie La Foncière, UBS Foncipars oder Patrimonium schütten die operativ erwirtschafteten Erträge nur zu etwa 75 Prozent aus. «Damit bilden sie einige Reserven, etwa zur Finanzierung von Sanierungen und Reparaturen, die für alle Portfolios früher oder später anfallen», sagt Johannes Schwab von Swiss Finance & Property. Eine tiefe Payout Ratio können Anleger auch als Hinweis werten, dass der Fonds die heute ausbezahlte Ausschüttung nachhaltig sichern kann. Denn selbst gewisse Einbussen im operativen Geschäft führen so nicht gleich zu einer Kürzung der Ausschüttung. Wenn hingegen die Payout Ratio nahe bei 100 Prozent liegt, wird der Spielraum schon enger. Es fehlen die Reserven und im ungünstigen Fall drohen sogar unpopuläre Kürzungen der Dividende. Vergleichsweise hoch liegt diese Quote von operativem Ertrag und Ausschüttungen unter anderem bei den Fonds Polymen, CS Logistics Plus, CS Interwiss und Swiss Life REF Swiss Properties. Von Fall zu Fall mag dies gerechtfertigt sein, etwa wenn ein Fonds einzelne Objekte in einem Geschäftsjahr mit Gewinn verkauft. Doch da Immobilien meist mit langfristiger Strategie erfolgreich sein müssen, gelten stabile und attraktive Erträge aus der Vermietung als wesentlicher Erfolgsfaktor – und sie leisten den grössten Beitrag zur Performance.

## ► IMMOBILIENFONDS-GLOSSAR

► **Agio:** Prozentuale Differenz zwischen dem aktuellen Börsenkurs eines Fondsanteils und dem Nettoinventarwert, dem Net Asset Value (NAV). Ein hohes Agio von aktuell 40 oder sogar 50 Prozent ist ein Indiz dafür, dass der Markt den Fonds als attraktiv einschätzt und die Anleger bereit sind, einen hohen Preis dafür zu zahlen.

► **Ausschüttungsrendite:** Bruttoertrag in Prozent des Börsenkurses des Fondsanteils.

► **Ausschüttungsquote (Payout Ratio):** Die Immobilienfonds werden vor allem an ihren Ausschüttungen gemessen. Die Payout Ratio verdeutlicht, ob die Ausschüttungen operativ auch erwirtschaftet wurden. Einzelne Fonds haben in den letzten Jahren mehr ausgeschüttet, als sie verdient haben.

► **Nettoinventarwert:** Wert der Fondsliegenschaften abzüglich der Fremdfinanzierung geteilt durch Anzahl ausstehender Fondsanteile.

► **Écart zum Rücknahmepreis:** Differenz zwischen aktuellem Börsenkurs und Rücknahmepreis eines Fondsanteils.

► **Performance:** Gesamttrendite eines Fondsanteils innerhalb einer bestimmten Zeitperiode in Prozent des Börsenkurses zu Beginn des betrachteten Zeitraums.

► **Rücknahmepreis:** Entspricht dem dann ermittelten Nettoinventarwert abzüglich Spesen, latenten Steuern, Kommissionen für die Rücknahme und allfälligen Liquidationskosten.

► **Rücknahme:** Jeder Anleger hat das Recht, seinen Fondsanteil unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von zwölf Monaten jeweils auf Ende eines Rechnungsjahres zurückzugeben (als Alternative zum Börsenhandel).

► **Fondsbetriebsaufwandquote beziehungsweise Total Expense Ratio (TER):** Entschädigungen für das Management sowie alle weiteren Kommissionen und Kosten für die Verwaltung eines Fonds, inklusive Ausgaben für Schätzung, Liegenschaftsverwaltung und anderer Aufwände.

► **Fremdfinanzierungsquote:** Fremde Mittel in Prozent des Verkehrswertes. Das Gesetz setzt eine klare Limite für die Fremdfinanzierung: Sie darf im Durchschnitt aller Grundstücke höchstens einen Drittel des Verkehrswertes der Liegenschaften betragen.

► **Mietzinsausfallrate:** Mietzinsausfälle in Prozent der Soll-Nettomietzinsen. Diese Kennzahl gibt Aufschluss darüber, in welchem Umfang die Liegenschaften tatsächlich Erträge erwirtschaften.