

## Die W&P Current Perspectives: Wie billig sind Schweizer Immobilienfonds?

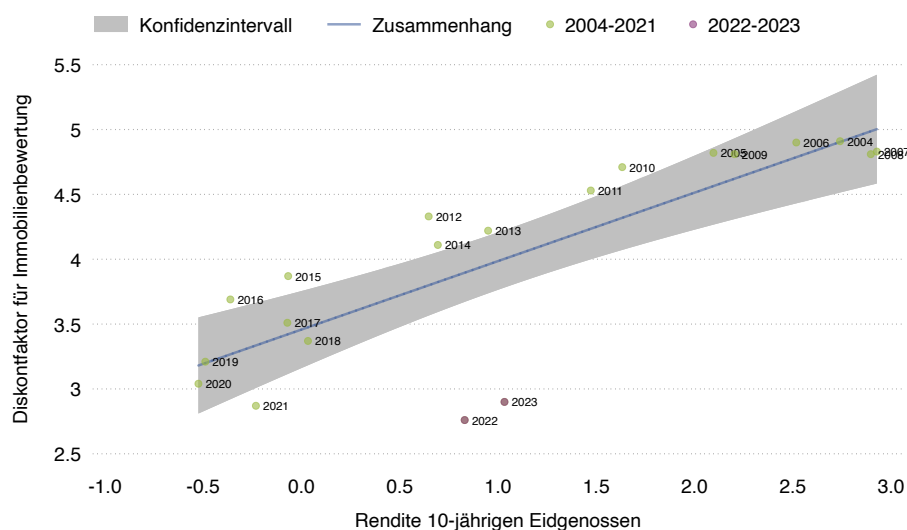
Der ausgewiesene Aufpreis auf Schweizer Immobilienfonds gegenüber ihrem inneren Wert hat sich seit 2022 halbiert und befindet sich aktuell auf historisch tiefen Niveaus. Sind Schweizer Immobilienfonds damit billig geworden? Im Gegenteil! Ausserdem bedrohen die zu hohen Immobilienbewertungen die Finanzstabilität der Schweiz. // Katja I. M. Gisler & Klaus W. Wellershoff

Die Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes ist ein wichtiges Thema, das uns in unserem Alltag und in der Politik berührt. Wohnraum wird stark nachgefragt und die Mieten bei Neuvermietungen steigen deutlich. Auch die Bestandsmieten, die zuvor über Jahre hinweg rückläufig waren, verzeichnen aufgrund des inflationsgetriebenen Zinsanstiegs erstmals wieder eine Zunahme. Steigende Zinsen sind aber nicht nur ein Problem für Mieter, sondern sie verteuern als Kosten für den Vermieter auch das Angebot an Mietwohnungen. Angesichts stark gestiegener Baukosten und eines zunehmend undurchdringlich werdenden Dickichts an Bau- und

Umweltvorschriften droht aktuell die Bauaktivität massiv einzubrechen.

Der Immobilienmarkt ist aber auch für unsere Altersvorsorge relevant. Unsere Altersvorsorgeeinrichtungen halten gut 18 Prozent ihres Vermögens in Immobilien. Hinzu kommen die zahllosen Vermögensanlagen von Privaten in direkte und indirekte Immobilienanlagen. Die Frage nach der Bewertung von Immobilien ist somit für praktisch alle Schweizer und Schweizerinnen von persönlicher Bedeutung, weil ihr Lebensstandard im Ruhestand davon abhängt.

### Zusammenhang zwischen Rendite 10-jähriger Eidgenossen und Diskontfaktor Immobilienbewertung



Die Grafik gibt den Zusammenhang zwischen der Verfallrendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen und dem durchschnittlichen Diskontfaktor, der bei der Bewertung der Immobilienvermögen durch Schweizer Immobilienfonds verwendet wurde, wieder. Dabei zeigt sich, dass in der Vergangenheit der Diskontfaktor zusammen mit dem Kapitalmarktzins gefallen ist. Seit 2022 ist der Diskontierungsfaktor angesichts des Anstiegs der langfristigen Zinsen allerdings als deutlich zu niedrig einzuschätzen.

Quelle: LSEG, Wellershoff & Partners

Die Bewertung dieser Immobilien kommt zurzeit aber deutlich unter Druck, was an den gestiegenen Zinsen liegt. In unserer Ausgabe «Immobilienmarkt in der Zeitenwende» der Reihe Current Perspectives vom April 2023 haben wir dies für die Entwicklung der direkten Immobilienanlagen veranschaulicht. In dieser Ausgabe wollen wir einen Blick auf indirekte Immobilienanlagen, genauer gesagt Immobilienfonds, werfen.

Immobilienfonds sind nichts anderes als Wertpapiere, die ein Sammelvermögen in Immobilien repräsentieren. Ihre Preise unterliegen dem üblichen Spiel von Angebot und Nachfrage an der Börse. Wobei, wie bei allen Finanzmarktpreisen, der erwartete zukünftige Wert des Immobilienbesitzes und der Mieteinnahmen die Basis der Anlagebewertung bilden.

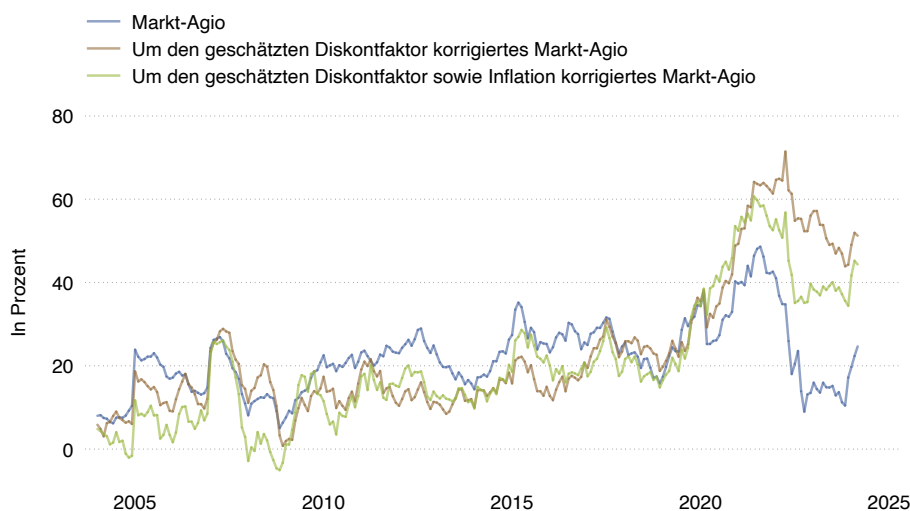
Dabei gehen zukünftige Erträge mit einem niedrigeren Wert in die Berechnung ein als heutige, weil ein Franken in zehn Jahre nicht den gleichen Wert haben wird wie ein Franken heute. Um den Gegenwartswert eines zukünftigen Franken zu berechnen, braucht man einen Zins, den sogenannten Diskontfaktor. Er setzt sich aus einem Zins für risikolose Anlagen, wie etwa Staatsanleihen, und einer Prämie zusammen, die für die eingegangenen Risiken des Immobilieninvestments entschädigen sollte.

Unsere erste Grafik veranschaulicht den Zusammenhang zwischen der Rendite von 10-jährigen Eidgenossen und diesem Diskontfaktor über die letzten 20 Jahre. Deutlich sichtbar ist, dass der Diskontfaktor seit dem Jahrhundertwechsel ziemlich gleichmässig gefallen ist. Dabei ist er jeweils um 0.5 Prozentpunkte zurückgegangen, wenn die Eidgenossenrendite um 1 Prozentpunkt abgenommen hat.

Hintergrund dieser Entwicklung war zum einen ein sehr deutlicher Rückgang der Inflation. Zum anderen sind die inflationsbereinigten Zinsen, also die Realzinsen, gesunken. Auf dieses Phänomen haben wir bereits im April 2023 aufmerksam gemacht. Damals haben wir davor gewarnt, dass die für die Immobilienbewertung verwendeten Diskontfaktoren angesichts des seit 2022 andauernden Inflations- und Zinsanstiegs zu tief sind. Eine Korrektur und ein entsprechend deutlicher Anstieg des Diskontfaktors hätte eine stark negative Wirkung auf die Immobilienbewertung.

Natürlich bestimmt nicht nur der Diskontfaktor den Wert einer Immobilie. Ganz zentral bei der Berechnung sind auch die Einnahmen, die eine Immobilie in der Zukunft erwirtschaften wird. Und Mieteinnahmen hängen, wie auch der Zins, von der Inflation ab. Wir haben daher für diese Ausgabe der Reihe Current Perspectives zusätzlich noch den Effekt der Inflation auf die Immobilienbewertung über die Ertragsseite

## Markt-Agio und korrigiertes Agio auf Schweizer Immobilienfonds



Die Grafik zeigt den ausgewiesenen Aufpreis auf Immobilienfonds (Markt-Agio), also die Differenz zwischen dem Marktpreis von Schweizer Immobilienfonds und dem Nettoinventarwert (NAV) der Liegenschaften, und unsere Agio-Schätzungen in Prozent. Gemäss unseren Schätzungen, welche die Inflationsentwicklung und den Diskontierungsfaktor für Immobilienbewertungen berücksichtigen, weicht der wahre Aufpreis seit 2022 deutlich von dem am Markt ausgewiesenen Wert ab.

Quelle: LSEG, Bloomberg, Wellershoff & Partners

berücksichtigt. Im Fokus steht damit die Frage, wie sich diese beiden Effekte auf den inneren Wert von Immobilien und damit direkt auf den Aufpreis auf Schweizer Immobilienfonds, also der Differenz zwischen dem Marktpreis und dem inneren Wert (NAV), auswirken.

Das Ergebnis dieser Überlegungen sehen wir in Grafik 2. Es zeigt sich, dass unsere Schätzung des fairen inneren Werts bis Ende 2021 nahe bei dem am Markt zu beobachtenden Wert liegt und sich folglich der Aufpreis auf ähnlichem Niveau befindet. Die tatsächlich verwendeten Diskontfaktoren zur Bestimmung des inneren Immobilienwertes befinden sich damit nahe an dem von uns geschätzten Wert. Daran ändert auch die Berücksichtigung der Inflation wenig, da die Inflation in dieser Periode nur einen geringen Einfluss auf die Mietentwicklung hatte.

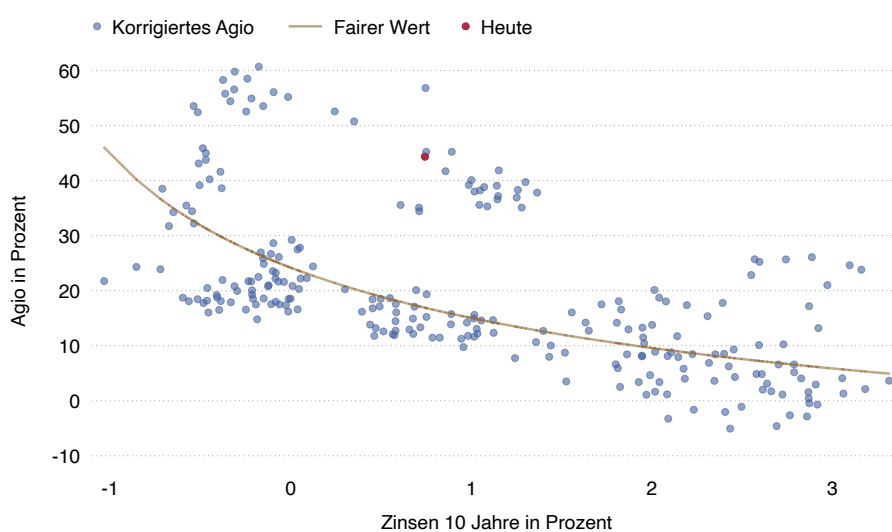
Seit Anfang 2022 divergieren die Bewertungen allerdings. Haupttreiber ist der Umstand, dass die verwendeten Diskontfaktoren zur Immobilienbewertung in den letzten zwei Jahren fast unverändert geblieben sind, während die Kapitalmarktzinsen deutlich angestiegen sind. Zur Erinnerung, seit 2022 sind die zehnjährigen Eidgenossen um etwa 0.80 Prozentpunkte gestiegen. Gemäss historischem Zusammenhang hätten die Diskontfaktoren um etwa 40 Basispunkte steigen müssen. Wird diese Entwicklung berücksichtigt,

sinkt die Immobilienbewertung deutlich und ergibt damit ein ganz anderes Bewertungsbild für Schweizer Immobilienfonds. Der zu zahlende Aufpreis auf Immobilienfonds verdoppelt sich von historisch tiefen 20 Prozent auf über 40 Prozent. Berücksichtigen wir die höhere Inflation, dann führt dies zwar zu einer höheren Bewertung, allerdings kann dieser wertsteigernde Einfluss den Wertverlust durch den Diskontfaktor nur in geringem Ausmass kompensieren.

Das bedeutet, dass der wahre innere Wert der Immobilienfonds deutlich tiefer liegen müsste, als er aktuell ausgewiesen wird. Als Folge liegt der wahre Aufpreis der Immobilienfonds in der jüngsten Vergangenheit markant höher, als es der Markt vermuten lässt. Der Unterschied ist dabei so gross, dass die vermeintlich günstigen Immobilienfonds gar als teuer anzusehen sind. Ein fairer, vom langfristigen Zinsniveau abgeleiteter Aufpreis entspräche bei einem Zinsniveau von 0.70 Prozent nämlich 20 Prozent. Der heutige Wert läge dementsprechend deutlich höher, wie Grafik 3 zeigt.

Die Immobilienfonds sind damit als deutlich überbewertet einzustufen. Diese Überbewertung ist noch akzentuierter, wenn wir davon ausgehen, dass wir uns aktuell bei einem nicht nachhaltig tiefen Zinsniveau befinden. Wie wir im letzten Current Perspectives «Trotz SNB-Entscheid: Der Schweiz droht ein Zinsanstieg» vom April aufgezeigt haben, besteht deutliches

### Fairer Aufpreis auf Immobilienfonds



Die Grafik zeigt den fairen, vom langfristigen Zinsniveau abgeleiteten Aufpreis auf Immobilienfonds basierend auf unseren um den Diskontfaktor und Inflation korrigierten Agios. Der faire Aufpreis liegt aktuell deutlich tiefer als der um die Inflationsentwicklung und den Diskontfaktor korrigierte Aufpreis. Damit sind die Immobilienfonds markant überbewertet.

Quelle: LSEG, Wellershoff & Partners

---

Aufwärtspotenzial für die langfristigen Zinsen. Mit steigendem Zinsniveau würde die Überbewertung noch weiter zunehmen. Vor diesem Hintergrund erachten wir Immobilienfonds als zu teuer und nicht besonders attraktiv.

Aber nicht nur für Anleger sind diese Beobachtungen von Bedeutung. Wenn wir annehmen, dass die tiefen, bei den Immobilienfonds ausgewiesenen, Diskontfaktoren repräsentativ für den Gesamtmarkt sind, stellt sich schnell einmal die Frage, ob hier nicht auch erhebliche Risiken für unser Bankensystem schlummern. Eine deutlich niedrigere Bewertung von beliehenen Immobilien kann aufgrund der Maximalbeleihungsgrenze, die der Schweizer Markt kennt, zu erheblichen Kreditausfällen führen. Das wäre historisch nicht unüblich. Phasen steigender Zinsen lösen einen erheblichen Druck auf die Banken aus. Dies insbesondere dann, wenn die Jahre vor dem Zinsanstieg, so wie aktuell, von einem massiven Anstieg der hypothekarischen Verschuldung geprägt sind. //

---

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Autoren // Katja I. M. Gisler, Klaus W. Wellershoff  
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.  
Redaktionsschluss: 6. Mai 2024