

# Buy and Hold – auch bei Fonds?

## Der Swissinvest Immobilienfonds behauptet sich auf dem ersten Platz

Der NZZ Real Estate Award 2017 geht an den Fonds Swissinvest von Pensimo. Der frische Wind auf den vorderen Rängen blieb erneut aus.

Andreas Loepfe\*

Zum siebten Mal sind anlässlich der NZZ Real Estate Days 2017 die Real Estate Awards verliehen worden. Mit der Auszeichnung wird das erfolgreichste Management von kollektiven Immobilienanlagen der vergangenen fünf Jahre geehrt. Sieger wurde der von Pensimo geführte Swissinvest – ein «Wiederholungstäter», hatte der Fonds doch bereits 2015 die Nase vorn gehabt.

Berücksichtigt wurden dieses Jahr alle an der SIX kotierten Immobilienfonds. Letztes Jahr waren die Aktiengesellschaften ausgezeichnet worden. Für die Beurteilung werden die Bewertung an der Börse und die Einschätzung durch die externen Immobilienbewerter (Fundamentalanalyse) gleichwertig berücksichtigt. Die Jury gewichtet die Risikofaktoren und adjustiert die Performance (vergleiche Tabelle).

Die Performanceunterschiede der einzelnen Titel waren wiederum erheblich: Der beste Fonds wies eine Performance am Kapitalmarkt von 9,5 % auf, während das Schlusslicht noch auf 2,7 % kam. Im Durchschnitt aller Fonds lag die Kapitalmarktperformance mit 7 % weit über dem fundamentalen Wert von 5,1 %, was auf einen weiteren Ausbau der Agios hinweist. Die durchschnittliche Gesamttrendite von Direktanlagen, gemessen am MSCI-Index (früher IPD), lag mit 6,3 % im Vergleich dazu 1,2 Prozentpunkte über der fundamentalen Leistung der Immobilienfonds.

### Die Herde sucht den sicheren Hafen

Der Swissinvest überzeugte mit der besten Performance sowohl am Kapitalmarkt als auch bei fundamentaler Betrachtung. Der von Michel Schneider (Fondsleitung) und dem Portfoliomanager Christian Germann geführte Swissinvest hat seine Wurzeln in den 1960er-Jahren und investiert vor allem in mittelständische Wohnbauten in den Ballungsräumen von Basel und Zürich. Der Fonds ist nur wenig gewachsen, weitgehend durch Entwicklungen im Be-

### NZZ RED Award Ranking 2017

Performance (Total Return) der letzten fünf Jahre\*

		TOTAL: 100 %	BEWERTUNG KAPITALMARKT: 50 %		FUNDAMENTALE BEWERTUNG: 50 %		AUF-/ABSTEIGER	
Rang 2017		durch Jury risiko-adjustierte Performance insgesamt	Performance am Kapitalmarkt (Veränderung Börsenkurs + Ausschüttung)	durch Jury risiko-adjustierte Performance am Kapitalmarkt***	Fundamentale Performance (Veränderung NAV + Ausschüttung)	durch Jury risiko-adjustierte fundamentale Performance***	Rang 2015	Auf-/Absteiger +/- zu 2017
1	Swissinvest	7,8	9,5	9,0	7,0	6,7	1	0
2	FIR**	7,5	8,8	8,8	6,1	6,1	2	0
3	La Foncière	7,1	9,2	8,9	5,6	5,3	3	0
4	Foncipars	6,7	8,4	7,8	6,1	5,5	7	+3
5	Swisscanto IFCA	6,5	7,9	7,6	5,9	5,3	12	+7
6	Siat	6,4	8,3	7,7	5,9	5,1	8	+2
7	Procimmo	6,0	7,8	7,4	5,5	4,7	4	-3
8	Patrimonium	5,5	7,8	7,3	5,0	3,8	–	neu
9	Bonhôte	5,4	7,6	7,1	4,1	3,7	13	+4
9	Direct Residential	5,4	7,9	7,3	4,5	3,6	–	neu
9	Residentia	5,4	7,6	7,2	4,5	3,6	–	neu
9	Schroder ImmoPlus	5,4	6,8	6,0	5,3	4,8	9	0
9	Sima	5,4	5,8	5,4	6,2	5,3	6	-3
14	Solvalor	5,2	6,4	6,1	4,6	4,4	18	+4
15	Immofonds	5,1	6,2	5,8	4,9	4,4	5	-10
16	Immo Helvetic	4,9	6,4	5,9	5,2	4,0	11	-5
17	Anfos	4,8	5,6	5,1	5,1	4,6	10	-7
17	Rothschild Swiss	4,8	6,5	6,1	3,9	3,5	–	neu
19	Realstone	4,6	6,9	6,2	4,5	3,1	–	neu
20	Living Plus	4,1	5,9	5,3	3,7	2,8	17	-3
21	Swissreal	3,9	4,0	3,5	4,7	4,2	14	-7
22	Interswiss	3,1	2,7	2,0	4,7	4,2	16	-6

\* Periode am Kapitalmarkt: 30.6.2012 bis 30.6.2017, Periode fundamental: Geschäftsberichte per 31.03.2012 bis 31.03.2017

\*\* Fonds mit dem niedrigsten Risiko am Kapitalmarkt als auch bei fundamentaler Betrachtung = Referenzwert ohne Adjustierung

\*\*\* Folgende Risikofaktoren wurden berücksichtigt: Kapitalmarkt: Volatilität, Börsenkapitalisierung / fundamental: Leerstand, Anteil Entwicklungen, Leverage

Maerki Baumann & Co. AG

stand. Wie bereits in der Vorperiode profitierte er von der markanten Aufwertung der zentralen Lagen, in denen auch andere ältere Fonds investiert sind. Als «Selbsthilfeorganisation» hat Pensimo zudem die Managementkosten im Griff. Generell zeigt sich ein stark negativer Zusammenhang zwischen Performance und den Risikofaktoren «Leerstand» und «Anteil Bauland und angefangene Bauten». Dies erscheint vor dem Hintergrund der zunehmenden Herausforderungen auf den Flächenmärkten zunächst verständlich. Die grossen Performanceunterschiede können allerdings nicht mit unterschiedlich hohen Einkommensrenditen erklärt werden; deren Ursache liegt in der weit stärkeren Aufwertung der als sicherer geltenden Anlagen. Die von Bewerter und Kapitalmarkt gleichermaßen getragene Flucht in die «Qualität» löst Fragen nach dem richtigen Pricing aus: Eigentlich müssten die als riskanter betrachteten Anlagen so bewertet sein, dass sie eine bessere Performance erwarten lassen als die sichereren Liegenschaften. Aus heutiger Sicht sieht es so aus, als wären die

riskanten Liegenschaften früher zu hoch bewertet gewesen. Denkbar ist allerdings auch, dass die «sicheren» Liegenschaften heute überbewertet sind. Zahlreiche Marktbeobachter warnen seit Jahren vor einer Nachhaltigkeitsblase. So oder so sind «schlechte» Liegenschaften in den letzten Jahren relativ betrachtet – attraktiver geworden.

### A Straight Walk Down Bahnhofstrasse

Im seinem berühmten Buch «A Random Walk Down Wall Street» aus dem Jahre 1973 postulierte der Princeton-Ökonom Burton Gordon Malkiel eine Zufallsverteilung der Börsenkurse: Die Börse sei insofern effizient, als sich aus den öffentlich zugänglichen Informationen – im Besonderen aus der vergangenen Kursentwicklung – keinerlei Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung ableiten liessen. Er war damit Vorreiter des heute weitverbreiteten passiven, indexorientierten Anlagestils. Erstaunlich ist nun, dass bei den Immobilienfonds nicht nur der erste Rang,

sondern auch die Plätze zwei und drei exakt gleich besetzt sind wie vor zwei Jahren. Die Konstanz an der Spitze geht sogar noch weiter zurück: Die aktuelle Nummer zwei (FIR) war die Gewinnerin im Jahr 2012, und Rang drei (La Foncière) gewann bereits in den Jahren 2010 und 2014. Bei Immobilienfonds sieht es somit nicht nach einem effizienten Markt aus. Dafür spricht auch, dass die Performance bei gleicher Gewichtung aller Titel den mit der Marktkapitalisierung gewichteten SWX-Immobilienfonds-Index bei Weitem schlägt. Immobilienfonds scheinen – unabhängig von ihrer Performance – im grossen Stil passiv gehalten, vergleichbar mit der bei Direktanlagen verbreiteten «Buy and Hold»-Strategie. Dabei böte die geringe Effizienz erhebliches Potenzial für aktive Anleger.

### Steuerprivilegien wirken in Zeitlupe

Dieses Jahr erreichten fünf Fonds erstmals die fünfjährige Kotierung, so dass sie neu ins Ranking aufgenommen

werden konnten. Der erhoffte frische Wind auf den vorderen Rängen blieb allerdings aus. Zwar zeigen die neuen Fonds eine durchschnittlich leicht bessere Performance am Kapitalmarkt als die älteren; fundamental betrachtet fällt ihre Leistung aber klar zurück. Ein Grund liegt sicher im markant höheren Wachstum der jüngeren Fonds. Die Transaktionskosten drücken direkt auf die fundamentale Bewertung. Auch das höhere Aufwertungspotenzial der vielleicht konservativeren Liegenschaftsbewertungen der alten Fonds könnte zur besseren fundamentalen Performance beigetragen haben. Dies müsste allerdings zu einer schlechteren Performance am Kapitalmarkt führen, da der «smarte» Kapitalmarkt den Abbau der stillen Reserven zumindest teilweise einpreist. Dagegen fällt auf, dass alle fünf neuen Fonds ihre Liegenschaften direkt halten. Diese sind bereits seit 1995 für Privatanleger steuerlich weit attraktiver, weil deren Ausschüttung im Gegensatz zu den meisten älteren Fonds mit indirektem Immobilienbesitz praktisch voll-

ständig von der Einkommens- und Vermögensteuer befreit ist. Dies führt zu einer weit höheren Zahlungsbereitschaft für Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz und entsprechend einer zunehmenden Spaltung des Marktes: Fonds mit direktem Grundbesitz weisen aufgrund des Steuerbonus ein signifikant höheres Agio auf – und sind deshalb zunehmend für steuerbefreite Pensionskassen uninteressant. Aufgrund des höheren Agio-Potenzials ist davon auszugehen, dass Neulancierungen mit Ausnahme von auf institutionelle Anleger ausgerichteten Spezialnutzungen weiterhin mehrheitlich direkten Grundbesitz aufweisen. Das Marktpotenzial hierzu ist jedenfalls riesig: Zurzeit enthalten lediglich 3 % aller SIX-kotierten Fonds Immobilien. Vor der letzten Immobilienkrise in den 1990er-Jahren waren es noch rund 30 % gewesen.

\* Andreas Loepfe ist Jurypräsident des NZZ Real Estate Award und Managing Director am CUREM der Universität Zürich.