



**Universität
Zürich^{UZH}**

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Kotierte Schweizer Immobilienfonds – eine ökonomische Risikobetrachtung ihrer Ausschüttungsrenditen

Verfasser:

Brändli
André

Eingereicht bei:

Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum:

17.10.2022

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary	VII
1. Einleitung.....	1
1.1 Einführung und Problemstellung.....	1
1.2 Zielstellung	2
1.3 Abgrenzung und Untersuchung.....	2
1.4 Methodik.....	3
1.5 Aufbau	3
2. Theoretische Grundlagen.....	4
2.1 Direkte und Indirekte Immobilienanlagen.....	4
2.2 Anlagefonds.....	6
2.3 Das magische Dreieck	8
2.3.1. Rendite.....	8
2.3.2. Liquidität	9
2.3.3. Risiko.....	9
2.4 Kennzahlen von Immobilienfonds.....	9
2.4.1. Allgemeine Übersicht	9
2.4.2. Vorgaben zur Ausschüttung	11
2.4.3. Ausschüttungsrendite und Ausschüttungsquote	12
3. Fondslandschaft – Übersicht kotierter Immobilienfonds	13
3.1 Fondslandschaft	13
3.2 Rendite, Liquidität und Risiko von Immobilienfonds	15
3.2.1. Rendite.....	15
3.2.2. Liquidität	18
3.2.3. Risiko.....	19
3.2.4. Risiko/Rendite Zusammenhang.....	22
3.3 2022 – ein turbulentes Jahr.....	22

4.	Einführung in die Empire – Fondsauswahl	25
4.1	Methodik.....	25
4.2	Fonds 1: Helvetica Swiss Commercial.....	26
4.3	Fonds 2: Credit Suisse Real Estate Fund LogisticsPlus	29
4.4	Fonds 3: SF Commercial.....	32
4.5	Fonds 4: Immofonds.....	36
4.6	Fonds 5: UBS Property Fund – Swiss Mixed “Sima”	39
4.7	Fonds 6: Polymen Fonds Immobilier	43
5.	Ergebnisse.....	48
5.1	Ausschüttungsrendite gemessen am Börsenkurs und NAV	48
5.2	Ausschüttung in CHF vs Nettoertrag.....	51
5.3	Performance.....	54
6.	Zusammenfassung und Ausblick.....	56
6.1	Fazit	56
6.2	Diskussion	57
6.3	Ausblick.....	58
	Literaturverzeichnis	VIII

Abkürzungsverzeichnis

AMAS	Asset Management Association Switzerland
bzw.	beziehungsweise
CHF	Schweizer Franken
c.a.	zirka
CS	Credit Suisse
e.g.	zum Beispiel
EBIT	Earnings before interest and taxes, steht für Betriebsgewinn
etc.	et cetera
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GAV	Gross Asset Value, steht für Gesamtfondsvermögen
Ggf.	Gegebenenfalls
inkl.	Inclusive
Mia.	Milliarde
Mio.	Million
NAV	Net Asset Value, steht für Nettofondsvermögen
S.	Seite
SFAM	Swiss Funds & Asset Management Association
SIX	Swiss Infrastructure and Exchange
TER	Total Expense Ratio, steht für Gesamtkostenquote
TERREF	Total Expense Ratio Real Estate Fund
u.a.	unter anderem
vgl.	Vergleiche
VJ	Vorjahr
vs	versus

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht Immobilienanlagen	4
Abbildung 2: Übersicht Schweizer Immobilienanlagen.....	5
Abbildung 3: Eigenheiten von indirekten Immobilienanlagen.....	5
Abbildung 4: Markt indirekter Immobilienanlagen (in Mio. CHF) von 2015-2019	6
Abbildung 5: Funktionsweise eines Schweizer Immobilienfonds	7
Abbildung 6: Das magische Dreieck	8
Abbildung 7: Agio als wichtiger Wertreiber eines Fonds Börsenkurses.....	10
Abbildung 8: Nutzungsarten kotierter Immobilienfonds.....	14
Abbildung 9: Total Return über 1 Jahr	15
Abbildung 10: Total Return über 5 Jahre	16
Abbildung 11: Anlagerenditen per 30.06.22	16
Abbildung 12: Ausschüttungsrenditen gemäss letzter Ausschüttung.....	17
Abbildung 13: Ausschüttungsquoten gemäss letzter Ausschüttung	17
Abbildung 14: EBIT-Margen per 30.06.22	18
Abbildung 15: Börsenkapitalisierungen per 31.07.22	19
Abbildung 16: Durchschnittliche Umsätze pro Börsentag vom 01.01.22-30.06.22.....	19
Abbildung 17: Mietzinsausfallraten per 30.06.22	20
Abbildung 18: TER relativ zum GAV per 30.06.22.....	21
Abbildung 19: Agios/Disagios per 30.06.22	21
Abbildung 20: Rendite/Risiko Profil von Asset Klassen von 2000-19	22
Abbildung 21: Kursverlauf SWIIT-Index 01.01.19-30.06.22	23
Abbildung 22: Agios/Disagios per 30.06.22, 31.05.22 sowie 31.12.21	24
Abbildung 23: Regionale Aufteilung des Portfolios 1	26
Abbildung 24: Nutzungsarten des Portfolios 1.....	26
Abbildung 25: Regionale Aufteilung des Portfolios 2	29
Abbildung 26: Nutzungsarten des Portfolios 2.....	29
Abbildung 27: Regionale Aufteilung des Portfolios 3	33
Abbildung 28: Nutzungsarten des Portfolios 3.....	33
Abbildung 29: Regionale Aufteilung des Portfolios 4	36
Abbildung 30: Nutzungsarten des Portfolios 4.....	36
Abbildung 31: Regionale Aufteilung des Portfolios 5	40
Abbildung 32: Nutzungsarten des Portfolios 5.....	40
Abbildung 33: Nutzungsarten des Portfolios 6.....	44
Abbildung 34: 2022 erwartete Nettoerträge vs der letzten Ausschüttung.....	54
Abbildung 35: Performance Übersicht 2019-2022.....	55

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Fondslandschaft Grössenordnung	13
Tabelle 2: Übersicht kotierter Immobilienfonds per 07.07.22	14
Tabelle 3: Fondsauswahl	25
Tabelle 4: Fondsauswahl im Vergleich mit Fondslandschaft.....	25
Tabelle 5: Kennzahlen von Fonds 1	27
Tabelle 6: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 1	29
Tabelle 7: Kennzahlen von Fonds 2	31
Tabelle 8: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 2.....	32
Tabelle 9: Kennzahlen von Fonds 3	34
Tabelle 10: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 3.....	36
Tabelle 11: Kennzahlen von Fonds 4	38
Tabelle 12: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 4.....	39
Tabelle 13: Kennzahlen von Fonds 5	41
Tabelle 14: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 5.....	43
Tabelle 15: Kennzahlen von Fonds 6	45
Tabelle 16: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 6.....	47
Tabelle 17: Ausschüttungsrendite in % des Börsenkurses und des NAVs.....	50
Tabelle 18: Ausschüttung vs Nettoertrag pro Anteil.....	53

Executive Summary

Immobilien bilden eine wichtige und attraktive Anlagekategorie. Investoren haben die Möglichkeit, über direkte als auch indirekte Anlagen in Immobilien zu investieren. Innerhalb indirekter Anlagen unterscheidet man zwischen Immobilienfonds, Anlagestiftungen und Immobiliengesellschaften.

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit kotierten Immobilienfonds. Stabilität, Berechenbarkeit und Zugänglichkeit sind Beispiele von Faktoren, welche Immobilienfonds für Anleger interessant machen. Die Stabilität sollte für Investoren in der Gesamtrendite sichtbar sein. Die Gesamtrendite inkludiert die Kursveränderung der Anteile sowie den erzielten Ertrag anhand der Ausschüttung. Letzteres ist die Variable, wodurch Fonds versuchen, Stabilität zu erzeugen und sich gegenüber anderen Fonds abzuheben. Diese Stabilität kann aber gleichzeitig das Risiko erhöhen, sofern die stabile Ausschüttung nicht vollumfänglich operativ erwirtschaftet wird.

Die Fondslandschaft umfasst 38 Fonds, die jeweils unterschiedliche Charakteristiken aufweisen. Um die Forschungsfragen dieser Arbeit rund um die ökonomische Risikobetrachtung der Ausschüttungsphilosophie zu beantworten, werden sechs Fonds ausgewählt und vertieft untersucht. Die Fonds werden anhand ihrer Kennzahlen analysiert und miteinander verglichen. Die Arbeit soll Aufschluss darüber geben, wie die Fonds diesbezüglich zu betrachten sind.

Die Untersuchungen ergeben, dass die Fonds unterschiedliche Strategien verfolgen. Einige wählen eine konstante absolute Ausschüttung, während andere die Ausschüttung dem operativen Ertrag angleichen. Gewisse Fonds decken die Ausschüttung anhand ihres Nettoertrags problemlos, während andere die stabile absolute Ausschüttung künstlich hochhalten. Gleichzeitig haben gewisse Fonds von stark zunehmenden Börsenkursen und somit Agios profitieren können, was anhand der aktuellen Marktdynamik ein gewisses Risiko für Investoren darstellt. Die Vehikel, welche ihre Börsenkapitalisierung primär durch ihre Bekanntheit und verbundenen Investorennachfrage markant steigern konnten, sind 2022 unter Druck geraten. Die Nachfrage nach einer nachhaltigen Ausschüttung wird wachsen, wie man es dieses Jahr auch bei anderen Anlageklassen feststellen konnte.

Nach der Marktkorrektur im ersten Halbjahr 2022 scheinen Immobilienfonds wieder attraktiver bewertet zu sein. Anleger werden die Geschäftsberichte für das volle Jahr abwarten müssen, um die Implikationen im Portfolio festzustellen und allenfalls zukünftige Risiken besser abschätzen zu können.

1. Einleitung

1.1 Einführung und Problemstellung

Die Immobilienwirtschaft ist ein wichtiger Bestandteil der Schweizer Volkswirtschaft. Während der Beitrag zur Wirtschaftsleistung 11% beträgt, sind rund 500'000 Vollzeitbeschäftigte in der Immobilienbranche tätig, was ein beachtlicher Wert darstellt (Rütter Soceco AG & pom+Consulting AG, 2020). Ein ähnliches Bild kann man auf der Investorensseite feststellen. Immobilienanlagen geniessen in der Schweiz einen sehr hohen Stellenwert, unter anderem aufgrund der erwarteten Stabilität der Rendite (Winteler, 1984). Dies trifft auf private als auch institutionelle Investoren zu.

Anlagemöglichkeiten im Immobilienbereich unterscheiden sich grundsätzlich zwischen direkten und indirekten Investitionen. Das gesamte Immobilien-Universum kann auf ungefähr CHF 4'624 Mia. (Marktwerte) geschätzt werden, wovon ca. 54% Marktwert Eigentum und 46% institutionelles investierbares Universum ausmacht. Das investierbare Universum beläuft sich somit auf rund CHF 2'120 Mia. Die Marktteilnehmer sind, gemässen an ihren relevanten Marktanteilen, Pensionskassen, Versicherungen, Fonds, Anlagestiftungen, Aktiengesellschaften, Wohnbaugenossenschaften und die öffentliche Hand (Davidson, Kloess, & Steffen, 2022).

Während bei direkten Investitionen ein Objekt erworben wird, wird bei indirekten Anlagen in ein vertragliches Konstrukt investiert, welches wiederum die Liegenschaft hält (Arens, 2015). Das Universum von indirekten Immobilienanlagen umfasst Immobilienfonds, Anlagestiftungen und kotierte Immobiliengesellschaften. Diese Arbeit wird sich mit kotierten Immobilienfonds befassen.

Stabilität, Berechenbarkeit und Zugänglichkeit machen kotierte Immobilienfonds für Investoren besonders attraktiv. Trotz den attraktiven Charakteristiken dieser Anlagemöglichkeiten, bringen auch sie typische Herausforderungen mit sich.

Das sogenannte magische Dreieck, welches versucht Rendite, Liquidität und Risiko einander gegenüber zu stellen, wird diese Arbeit als Stütze begleiten (Kinlaw, Kritzman, & Turkington, 2021).

Anteile an kotierten Immobilienfonds können jederzeit an der Börse gekauft oder veräussert werden (Trübstein, 2015). Fondsspezifische Informationen sind in den Jahres- und Halbjahresberichten sowie anderen regelmässige erscheinenden Publikationen enthalten. Dadurch wird für Anleger der Zugang zu Daten optimiert, was gleichzeitig auch die Aussagekraft dieser Arbeit deutlich erhöht. Alle börsenkotierten Immobilienfonds sind auf der Website der SIX zu finden.

Aufgrund der erwarteten Stabilität von Immobilienanlagen untersucht diese Arbeit, inwiefern die Ausschüttung auch tatsächlich operativ erwirtschaftet wurde. Sollten gewisse Fonds angefangen haben, Substanzwert auszuschütten, würde dies das Anlagerisiko Risiko deutlich erhöhen.

1.2 Zielstellung

In dieser Arbeit werden kotierte Schweizer Immobilienfonds und die ökonomischer Risikobetrachtung ihrer Ausschüttungsrenditen untersucht. Die Analyse soll anhand von konkreten Forschungsfragen erarbeitet werden.

Folgende Fragestellungen sind zu beantworten:

- Wie haben sich die Kennzahlen von Immobilienfonds generell entwickelt?
- Werden Ausschüttungen grundsätzlich operativ erwirtschaftet?
- Ist eine hohe Ausschüttungsquote ein Indiz dafür, dass Substanzwert ausgeschüttet wird?
- Haben sich die Agios grundsätzlich verändert seitdem die Zinsen angestiegen sind?
- Wie ist die ökonomische Risikobetrachtung einzuschätzen, auch im Hinblick in die Zukunft?

1.3 Abgrenzung und Untersuchung

Das Ziel dieser Arbeit ist die Untersuchung ökonomische Risikobetrachtung anhand der Ausschüttungsrenditen von kotierten Schweizer Immobilienfonds. Der beschränkte Umfang verlangt thematische Abgrenzungen. Der Fokus dieser Arbeit liegt auf kotierten Immobilienfonds in der Schweiz. Die Datenverfügbarkeit von kotierten Fonds ermöglichen eine aussagekräftige Untersuchung. Andere Anlageklassen oder Arten der Immobilienanlagen werden nicht beleuchtet. Portfolio Theorien werden ebenfalls nicht berücksichtigt, da sie für diese Analyse einen geringfügigen Mehrwert liefern.

Damit eine genauere Auswertung stattfinden kann, wird sich die Arbeit von den 38 existierenden kotierten Fonds auf 6 ausgewählte, jedoch unterschiedliche Vehikel konzentrieren. Die Auswahl soll als exemplarisch und repräsentativ gelten für die gesamte Fondslandschaft.

Für die Risikobetrachtung sind primär die Ausschüttungsrenditen gemessen an der operativen Ertragskraft sowie die Entwicklung der Börsenkapitalisierung relevant. Andere Risikoindikatoren – wie die Fremdfinanzierungsquote, oder Mietzinsausfallraten, werden zwar untersucht, aber in der in der Bewertung nicht berücksichtigt.

Letztlich soll diese Arbeit einen Beitrag dazu leisten, das Verhalten, respektive die Strategie von Immobilienfonds betreffend deren Ausschüttung zu verstehen. Ziel der Arbeit ist es, anhand der genannten Forschungsfragen zu einem Fazit zu kommen.

Es ist nicht Ziel der Arbeit, eine Handlungsempfehlung gegenüber den Fonds abzugeben. Diese Arbeit ist stets auf die Sicht der Anleger ausgerichtet, welche auf verlässliche Informationsversorgung angewiesen sind. Grundsätzlich sind Anleger in Immobilienfonds auf der Suche nach einer stabilen Rendite basierend auf grundsätzlich planbare Cashflows, anstatt Kursgewinnen. Sollten Fonds zum Teil Substanzwert ausschütten, dann würde dabei das Risiko erhöht werden, um diese scheinenden stabilen Renditen zu halten.

1.4 Methodik

Als methodischer Ansatz dieser Arbeit wurde eine wissenschaftliche Anwendung gewählt. Es wurde in erster Linie mit öffentlich zugänglichen Daten, also Sekundärdaten, gearbeitet, um eine proprietäre Analyse zu erarbeiten.

1.5 Aufbau

Die Herangehensweise dieser Arbeit folgt einem explorativen Vorgehen. Aufbauend auf einer breiten empirischen Marktstudie von kotierten Schweizer Immobilienfonds und deren Ausschüttungsphilosophie.

Die Arbeit gliedert sich in fünf Teile. Nach der Einleitung in das Thema folgen die theoretischen Grundlagen, um das allgemeine Verständnis über Immobilienfonds, den Zusammenhang zwischen Rendite, Liquidität und Risiko sowie die relevantesten Kennzahlen näher zu vermitteln. Mit dem dritten Teil beginnt die Auswertung der empirischen Studie, wobei in erster Linie ein Überblick über die Fondslandschaft von kotierten Immobilienfonds in der Schweiz verschaffen wird. Der vierte Teil geht anschliessend auf die sechs auserwählten Fonds ein, die genauer untersucht werden. Die gewonnen Erkenntnisse werden im Kapitel fünf aufgezeigt, was anschliessend das letzte Kapitel für Fazit, Diskussion und Ausblick einleiten wird.

Für die empirische Analyse der Fragestellungen werden primär die Geschäftsberichte und ausgewählter Immobilienfonds, bestehende Recherchen sowie verfügbare Markdaten unter die Lupe genommen. Die gewonnen Daten wurde primär mittels Excel ausgewertet.

2. Theoretische Grundlagen

Zur Analyse der kotierten schweizerischen Immobilienfonds bedarf es vorerst eine Einführung in das Thema Fondsanlagen sowie einer Erläuterung grundlegender Begriffe.

2.1 Direkte und Indirekte Immobilienanlagen

Trübstein (2012) erläutert, dass Investoren grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten haben, in Immobilienanlagen zu investieren. Dabei unterscheidet man zwischen direkten – also in eine oder mehrere Immobilien – oder indirekten – in eine Gesellschaft, eine Immobilie oder ein Immobilienportfolio – Investitionen. Bei den indirekten Anlagen gibt es zudem die Auswahl, Anteile zu erwerben, die entweder an der Börse oder privat gehandelt werden. Nachfolgend werden die unterschiedlichen Investitionsmöglichkeiten aufgezeigt zwischen direkt und indirekt sowie privat und öffentlich.

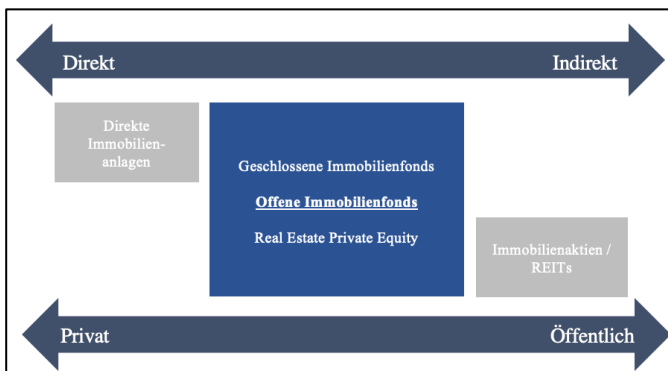


Abbildung 1: Übersicht Immobilienanlagen (Trübstein, 2021)

Direkte Immobilieninvestitionen: direkte Anlagen werden oft auch „klassische“ oder „unmittelbare“ Investitionen genannt, da das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum an einem Objekt erworben wird. Alle Rechte, Pflichten und Wertsteigerungspotenziale gehen mit dem Abschluss einer Transaktion auf den Investor über. Hinzu kommen andere besondere Merkmale, wie die hohe und langanhaltende Kapitalbindung, geringe Liquidität, hohe Transaktionskosten sowie Folgekosten. Aus diesem Grund diversifizieren viele institutionelle Investoren ihre direkt gehaltene Immobilienanlagen mit indirekten Anlagen.

Indirekte Immobilieninvestitionen: indirekt, mittelbare Investitionen erfolgen mittels des Erwerbes von Anteilen an einer Gesellschaft, die wiederum direkt oder indirekt Immobilien hält. Diese Investitionsart führt oft zu geringeren Transaktionskosten und Mindestinvestitionsanforderungen sowie höherer Liquidität. Dadurch erhöht sich auch die Möglichkeit, ein breit diversifiziertes Immobilienportfolio aufzubauen. Auf der Gegenseite haben Investoren dafür eine geringere Kontrolle über das Objekt.

Innerhalb indirekter Anlagen spricht man primär von drei Unterkategorien, wie in der untenstehenden Grafik aufgezeigt wird.

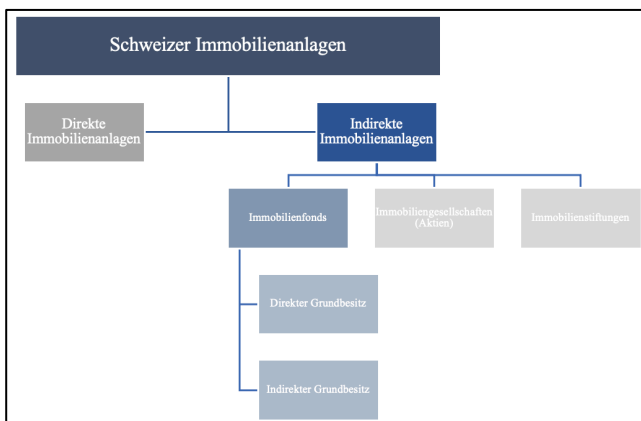


Abbildung 2: Übersicht Schweizer Immobilienanlagen (vgl. GKB, 2021)

Immobilienfonds	Aktiengesellschaften	Anlagestiftungen
<ul style="list-style-type: none"> • Liegenschaften direkt gehalten • Liegenschaften über AGs gehalten • Einschränkungen durch KAG • Rücknahmepreis bietet Schutz 	<ul style="list-style-type: none"> • Nennwertreduktion, Ausschüttung, Agioreserve • Verschuldung nicht begrenzt • Übernahmephantasie vorhanden • Möglichkeit von Aktienrückkäufen 	<ul style="list-style-type: none"> • Nur für Vorsorgeeinrichtungen • Ausgabe / Rücknahme • Kursentwicklung Analog NAV-Entwicklung

Abbildung 3: Eigenheiten von indirekten Immobilienanlagen (vgl. Maerki Baumann & Co., 2020)

Das Universum indirekter Anlagen mit Fokus Immobilien umfasst in der Schweiz mittlerweile über 130 Anlageprodukte. Diese Produkte sind aufgeteilt auf Immobilienfonds, Anlagestiftungen und kotierte Immobiliengesellschaften. Gemeinsam spricht man hier von einem Nettovermögen von insgesamt CHF 138 Mia. per Ende 2021 (Alphaprop AG, 2022). Diese Zahl ist in den letzten Jahren konsistent gestiegen, was sich primär anhand zwei Gründen erklären lässt:

- Zukäufe von Objekten sowie wertsteigernde Investitionen im Bestand
- Die Objekte im Portfolio legen an Wert zu

Anlagefonds machen unter den drei Kategorien den Höchstwert aus, knapp vor den Anlagestiftungen. Insofern ist es auch zentral zu verstehen, dass Anlagefonds für eine Volkswirtschaft wichtig sind, da sie Geldangebot und Geldnachfrage in einer Volkswirtschaft zusammenführen (Gehwald & Naumann, 2011). Fonds handeln nach gesetzlichen Vorgaben und unter staatlicher Aufsicht. Die Risikostreuung des Fondsvermögen ist dabei ein wichtiger Bestandteil und zugleich ein deutliches Unterscheidungsmerkmal zu direkten Immobilienanlagen. Im Immobilienmarkt gehören Anlagefonds zu den wichtigsten Investoren und ermöglichen den Geldfluss und das Wachstum in einem Markt (Albrecht & Gysin, 2021).

Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht, dass innerhalb indirekter Anlagen die Immobilienfonds und Anlagestiftungen dominieren.

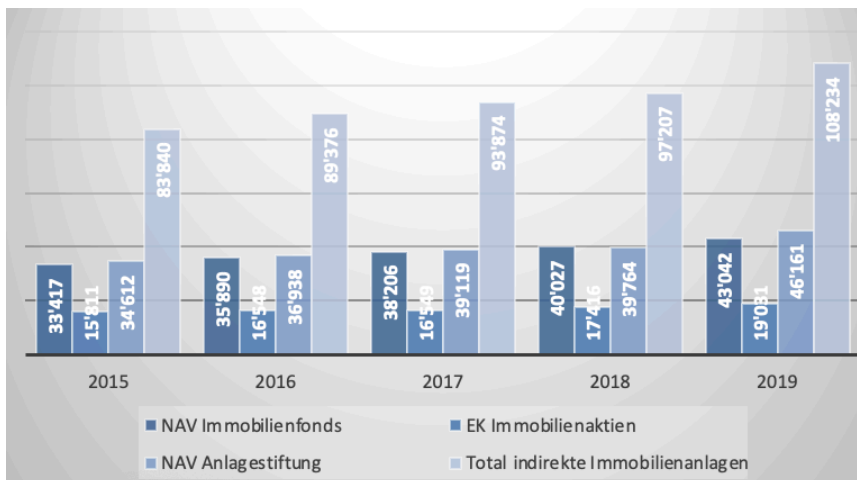


Abbildung 4: Markt indirekter Immobilienanlagen (in Mio. CHF) von 2015-2019 (in Anlehnung an Maerki Baumann & Co, 2020)

In den nachfolgenden Abschnitten wird innerhalb indirekter Anlagen auf kotierte Anlagefonds näher eingegangen.

2.2 Anlagefonds

Trübstein (2015, S. 150) zeigt in seiner Studie zum Thema Real Estate Asset Management, dass diverse Motive – wie Diversifikation, Liquidität, reduzierten interne Ressourcen, tiefere Kapitalhürden und bessere Strukturierungsmöglichkeiten – die zunehmende Verbreitung von indirekten Investitionen erklären.

Anlagefonds werden auch Investmentfonds genannt und führen Geldangebot mit Geldnachfrage in einer Volkswirtschaft zusammen. Dadurch ermöglichen sie private wie institutionellen Anlegern den Zugang zur Wertentwicklung der nationalen und internationalen Kapital-, Immobilien- sowie Rohstoffmärkte (Seip, 2011, S. 13). Fonds unterliegen gesetzlicher Vorgaben sowie Aufsicht und sind für viele Investorengruppen unabdingbar, laut Albrecht und Gysin (2021).

Fonds haben in der Regel zwei Strukturformen, und zwar entweder Open End oder Closed End. Offene Fondsstrukturen haben ein unbegrenztes Fondsvolumen, da eine laufende Emission der Anteilsscheine erfolgt und ein permanentes Rückgaberecht an die Fondsgesellschaft gilt. Geschlossene Fonds wiederum haben ein definiertes Fondsvolumen, welches nur durch eine Kapitalerhöhung anwachsen oder durch Rückkäufe sinken kann. Da es kein grundsätzliches Rückgaberecht der Fondsanteile gibt, ist die Liquidität bedeutend eingeschränkt.

In den letzten Jahren erlebte der Schweizer Markt eine gewisse Konsolidierung, indem vor allem bei Grossbanken viele kleinere Fonds zu grösseren Gefässen fusioniert wurden. Zudem kann man zunehmend feststellen, dass Fonds eine fokussierte Positionierung anstreben, um sich von möglichen Alternativen abzuheben (Blöchli, Staehelin & Partner, 2003).

Die nachfolgende Übersicht soll zu einem besseren Verständnis führen, wie ein Immobilienfonds in der Theorie funktioniert.

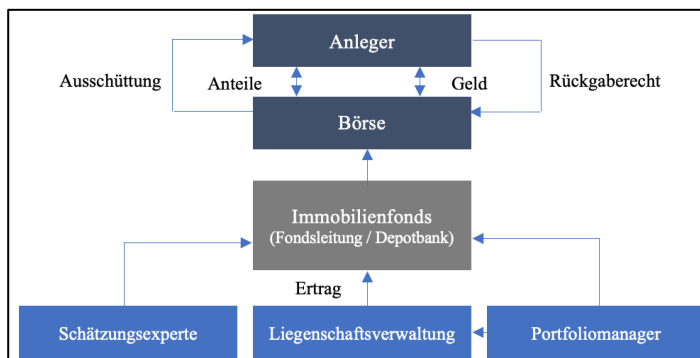


Abbildung 5: Funktionsweise eines Schweizer Immobilienfonds (vgl. SFAMA 2019), S. 5)

Die obige Grafik erklärt die grundlegende Struktur eines Anlagefonds. Um das Fondsvermögen herum gruppieren sich die Beteiligten, zu denen Anleger, Anlagegesellschaft und die Depotbank gehören. Anleger zahlen Geld oder Vermögenswerte in den Fonds ein oder eben aus. Das Fondsvermögen wird von der Anlagegesellschaft verwaltet und von der Depotbank gehortet. Staatliche Institutionen, wie die FINMA im Fall Schweiz, regeln und überwachen die Verwaltung und Verwahrung des Fonds.

Immobilienfonds bringen aus Anlegersicht einige Vorteile mit sich. Die SFAMA (2019) hat diese Vorteile versucht wie folgt zusammenzufassen. Die vorliegende Arbeit untersucht hiervon primär den ersten Punkt rund um die Performance, Rendite und Ausschüttungen.

- Performance, Rendite und Ausschüttungen (aufbauend auf den Mietzins) werden als konstant und ertragreich gewertet;
- In der Regel sind weniger Schwankungen als auf den Finanzmärkten vorliegend;
- Anlagen in Immobilienfonds können als Portfolio-Ergänzung für Wertschriften und Obligationen dienen sowie zur Balancierung, Stabilisierung und Risikostreuung genutzt werden, da Immobilienfonds u.a. wenig von der Volatilität der Finanzmärkte beeinflusst sind;

- Die häufig betriebene Diversifikation auf eine Vielzahl von Liegenschaften, Standorten und Nutzungsarten von Immobilien mildert das Anlagerisiko;
- Tiefe Eintrittshürden und Transaktionskosten ermöglichen auch Kleinanleger, sich an Immobilienfonds zu beteiligen.
- Immobilienfonds sind meist langfristige Anlagen;
- Bei kotierten Immobilienfonds ist der Erwerb an der Börse möglich;
- Der Kauf und die Bewirtschaftung der Liegenschaften ist Angelegenheit der Fondsleitung. Diese zeichnet sich durch Erfahrung und Expertise aus;
- Die Regelungen zu Immobilienfonds sollen eine ausgeprägte Transparenz gewährleisten.

2.3 Das magische Dreieck

Investitionen durch alle Anlageklassen hinweg werden oft mittels des magischen Dreiecks analysiert. Das Dreieck verkörpert die Konflikte, wie die drei Elemente zueinanderstehen. Kurz gesagt ist es nicht möglich, maximale Renditen zu erzielen, sofern man gleichzeitig ein geringes Risiko und sehr hohe Liquidität sicherstellen will. Es ist jedoch wichtig zu verstehen, dass alle drei Elemente gleich wichtig sind und in direktem Zusammenhang stehen, wie Kinlaw et al. (2021) verdeutlichen.

In den folgenden Unterkapiteln werden die Bestandteile zuerst generell beschrieben, bevor sie später in dieser Arbeit auf einer Fondsebene konkretisiert werden.

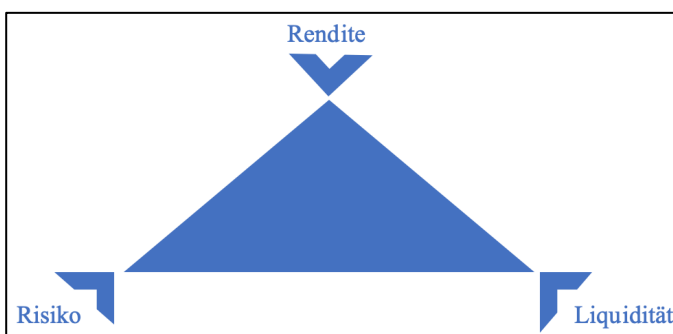


Abbildung 6: Das magische Dreieck

2.3.1. Rendite

Letztendlich schauen Investoren oft nur auf das Resultat der erzielten Rendite. Aus diesem Grund ist ein genaues Verständnis der erwarteten Rendite wichtig, da es letztendlich die anderen zwei Elemente stark beeinflussen, respektive bestimmen wird. Grundsätzlich gilt, je höher die erwartete Rendite, desto risikoreicher wird die Investition sein.

Bei einem kotierten Immobilienfonds spricht man bei der Rendite insbesondere von der Anlagerendite, Performance und Ausschüttungsrendite.

2.3.2. Liquidität

Die Liquidität beschreibt, wie schnell oder einfach ein Asset zum Marktpreis verkauft werden kann. Oft wird dies auch Handelbarkeit genannt. Die Dauer eines Verkaufs oder Kaufs spielt nicht nur bezogen auf den Zeitfaktor der Abwicklung eine grosse Rolle, sondern auch auf den Einfluss des Marktes und somit Preises. Grosse Investitionssummen benötigen in der Regel eine längere Zeit zur Abwicklung und haben Preisschwankungen zur Folge, sofern die Summe das übliche Volumen übersteigt. Grundsätzlich gilt, je höher die Liquidität, desto tiefer ist das Risiko. Die Handelbarkeit bei kotierten Immobilienfonds korreliert grundsätzlich positiv mit der Börsenkapitalisierung.

Anteile an kotierten Immobilienfonds können jederzeit an der Börse veräussert, gekauft oder an die Fondsleitung zurückgegeben werden. Fondsspezifische Erklärungen sind typischerweise im Prospekt sowie den regelmässigen Berichten definiert.

2.3.3. Risiko

Risiken gibt es immer bei Investitionen, wobei das Risikoniveau extrem schwanken kann. Oft ergeben, wie erwähnt, die erwartete Rendite und nötige Liquidität das Ausmass des Risikos. Die Risikooptimierung steht oft im Vordergrund. Grundsätzlich gilt, je höher das Risiko, desto höher ist die erwartete Rendite.

Bei einem kotierten Immobilienfonds spricht man beim Risiko insbesondere von der Fremdfinanzierungsquote, Mietzinsausfallrate, Handelbarkeit, Agio/Disagio und der Zinslage.

2.4 Kennzahlen von Immobilienfonds

Bevor wir in das Thema der Ausschüttung tiefer einsteigen, ist es wichtig, die relevantesten Kennzahlen zu verstehen, um die Erkenntnisse der Analyse im späteren Teil dieser Arbeit besser zu interpretieren. Die Kennzahlen werden auf der Basis und der Fachinformation der Asset Management Association (AMAS) beschrieben (Asset Management Association, 2022).

2.4.1. Allgemeine Übersicht

Agio/Disagio: Prozentuale Differenz zwischen Börsenkurs und Inventarwert (nach latenten Steuern) der Fondsanteile. Ein positives Agio bedeutet, dass der Markt das Produkt als attraktiv einschätzt und Anleger bereit sind, einen Aufpreis zu bezahlen. Bei einem negativen Agio – sogenanntes Disagio oder Abschlag – ist der Börsenkurs tiefer als der ausschüttungsbereinigte Inventarwert.

Grundsätzlich gibt es externe wie auch interne Treiber. Externe Treiber beinhalten Elemente wie das makroökonomische Umfeld, Zinslage, Nutzermarktanlage, Stimmung der Anleger und Anlagealternativen. Interne Elemente sind latente Kapitalertragssteuern, Handelsliquidität, Objektstärke, Portfoliodiversifikation und Qualität des Managements.

Agio gilt als wichtiger Werttreiber eines Fonds-Börsenkurses und setzt sich grundsätzlich wie folgt zusammen.

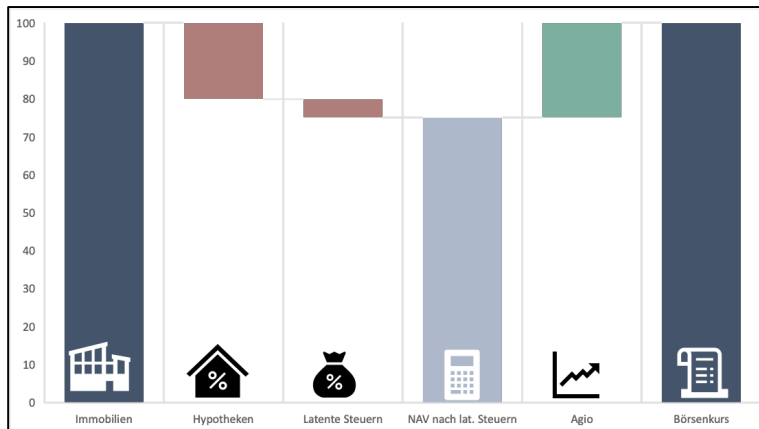


Abbildung 7: Agio als wichtiger Werttreiber eines Fonds Börsenkurses (in Anlehnung an UBS Asset Management 2021)

Anlagerendite: Die Anlagerendite eines Immobilienfonds entspricht der Veränderung des Nettoinventarwertes der Anteile unter der Annahme, dass der Bruttobetrag von Ertrags- und/oder Kursgewinnausschüttungen unmittelbar und ohne Abzüge wieder im Fonds zum Nettoinventarwert der Anteile angelegt wird.

Ausschüttungsrendite: Die Ausschüttungsrendite gibt den letzten pro Anteil ausgeschütteten Bruttobetrag in Prozent des Börsenkurses an. Die Mieterträge der Immobilienanlagen sind in der Regel sehr stabil, da die Veränderungen von Boden- und Liegenschaftspreisen nicht volatil sind. Dies führt in Theorie wiederum zu konstanten Erträgen, also Ausschüttungen, seitens der Investoren.

Ausschüttungsquote (Payout Ratio): Die Ausschüttungsquote zeigt den Anteil der Ertragsausschüttung am erwirtschafteten Nettoertrag bzw. Cashflow (Nettoertrag bereinigt um Rückstellungen für zukünftige Reparaturen).

Betriebsgewinnmarge: Auch EBIT-Marge genannt. Die Betriebsgewinnmarge setzt den Betriebsgewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT) zu den Netto-Mietzinseinnahmen in Relation. Diese Kennzahl macht eine Aussage über die Qualität des Portfolios, die Effizienz der Verwaltung und die Kostenstruktur der Gesellschaft möglich.

Bruttorendite: Mieteinnahmen in Prozent des Verkehrswertes einer Liegenschaft.

Eigenkapitalrendite: Die Eigenkapitalrendite misst die Rendite des Eigenkapitals und gibt an, wie effizient ein Unternehmen das zur Verfügung stehende Eigenkapital eingesetzt hat.

Ertragswert: Aus den Mieteinnahmen errechneter Wert einer Liegenschaft. Der Ertragswert ist der wichtigste Faktor in der Bewertung einer Liegenschaft.

Fondsbetriebsaufwandquote: Die bei der Verwaltung der Fonds angefallenen Kosten und Kommissionen werden typischerweise in Relation zum GAV sowie dem Marktwert dargestellt. Diese Kennzahl ist ein Indikator für die Belastung des Fonds durch den Betriebsaufwand. Sie gibt somit einen Hinweis darauf, wie effizient ein Portfolio bewirtschaftet wird.

Fremdkapitalquote: Diese Kennzahl gibt an, wie hoch der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtvermögen ist. Mitberücksichtigt werden neben den kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten auch die geschätzten Liquidationssteuern.

Mietausfallrate: Die Mietzinsausfallrate stellt die aktuelle Vermietungssituation dar. Die Mietzinsausfallrate setzt dabei die Mietzinsausfälle zu den Soll- und Nettomietzinsen ins Verhältnis. Die Entwicklung der Mietzinsausfallrate sollte dabei über eine längere Periode betrachtet werden, da kurzfristige Schwankungen aufgrund von Kündigungen grösserer Mietflächen an attraktiven Standorten von problematischen Sockelleerständen zu unterscheiden sind.

Nettoertrag: Der Nettoertrag ist eine zentrale Kennziffer. Sie ist das Ergebnis von Erträgen, primär den Mietzinseinnahmen, minus den Aufwänden rund um das Immobilienportfolio und der Fondsleitung.

Performance: die Performance stellt die Gesamrendite eines Fonds-Anteils dar. Diese wird in Prozent des Marktkurses an der Börse im Vergleich zum Kurs per Beginn einer Berichtsperiode ausgewiesen. Die Gesamrendite setzt sich einerseits aus dem Ertrag, also der Ausschüttung, andererseits aus der Wertveränderung des Börsenkurses zusammen.

2.4.2. Vorgaben zur Ausschüttung

Als Einführung in das Thema Ausschüttung ist es relevant, zuerst eine Übersicht über die Aufgaben einer Fondsleitung gemäss FINMA zu geben (FINMA, 2022). Im Rahmen des Fondsgeschäfts verwaltet die Fondsleitung den Anlagefonds für Rechnung der Anlegerinnen und Anleger selbstständig und in eigenem Namen (Art. 34 FINIG und Art. 49 Abs., 1 FINIV). Insbesondere beinhaltet dies:

- entscheidet sie über die Ausgabe von Anteilen, die Anlagen und deren Bewertung;
- berechnet sie den Nettoinventarwert;
- setzt sie Ausgabe- und Rücknahmepreise sowie Gewinnausschüttungen fest;
- macht sie alle zum Anlagefonds gehörenden Rechte geltend.

Daneben gehören zum Fondsgeschäft namentlich folgende Aufgaben (Art 54 Abs. 1 FINIV):

- die Vertretung ausländischer kollektiver Kapitalanlagen;
- der Erwerb von Beteiligungen an Gesellschaften, deren Hauptzweck das kollektive Kapitalanlagengeschäft ist;
- die Führung von Anteilskonten.

2.4.3. Ausschüttungsrendite und Ausschüttungsquote

Schweizer Immobilienfonds haben über die letzten Jahrzehnte stark an Bedeutung gewonnen. Sie können aufgrund ihrer über den Zyklus relativ robusten Ausschüttungsrenditen und ihrer tiefen Korrelation zu Aktien und Anleihen die Anlageportfolios von Investoren optimal ergänzen (Credit Suisse, 2020).

Über die letzten 30 Jahre gesehen, erzielten Schweizer Immobilienfonds eine Ausschüttungsrendite von ca. 3%, also rund die Hälfte der Gesamtpformance (Kursentwicklung und Ausschüttung) von 6% (SFAMA, 2019). Betrachtet man das Risiko/Ertrags Verhältnis, lässt sich auf den ersten Blick relativ schnell erklären, weshalb Immobilienfonds für Investoren sehr attraktiv und entsprechend gesucht sind.

Die Basis für die Berechnung einer möglichen Ausschüttung ist grundsätzlich der erwirtschaftete Nettoertrag.

3. Fondslandschaft – Übersicht kotierter Immobilienfonds

Dieses Kapitel wird die Fondslandschaft kotierter Immobilienfonds in der Schweiz näherbringen. Aktuell gibt es hierzulande 38 Fonds, die unterschiedlich sind und später in dieser Arbeit genauer betrachtet werden. Das Prinzip der Betrachtung erfolgt nach dem vorgängig erwähnten magischen Dreiecks.

3.1 Fondslandschaft

Es gibt grundsätzlich grosse Diskrepanzen zwischen den Unterschiedlichen Fonds. Dies kann wie folgt gezeigt werden (Mindestwert vs Höchstwert, Stand 07.07.2022):

Lancierungsjahr	1943 (UBS Foncipars)	vs	2016 (SF Commercial & Helvetica)
Agio	-15.5% (SF Commercial)	vs	50.2% (Immofonds)
Ausschüttungsrendite	1.8% (La Fonciere)	vs	5.2% (SF Commercial)
FK-Quote	8.52% (CS Ref LogisticsPLUS)	vs	31.05% (Rothschild Swiss)
Börsenkapitalisierung	173 Mio. (Residentia)	vs	9'348 Mio. (UBS SIMA)

Tabelle 1: Fondslandschaft Grössenordnung

Landierung	Name	Börsenkurs	Agio	Ausschüttung s-rendite	NAV in Mio.	Mietzins- ausfall in %	FK	TER GAV	Juli Umsatz / Börsenkap.	Börsen- kapitalisierung
2006	BONHÖTE IMMOBILIER	130	7.10%	2.50%	882	3.4	24.06%	0.84%	1.43%	945872195
2009	CS REF GREEN PROPERTY	138.5	17.00%	2.50%	2312	3	18.98%	0.63%	1.15%	2703258927
2010	CS REF HOSPITALITY	67.4	-12.30%	3.70%	650	0.3	14.25%	0.63%	0.78%	573756882
1954	CS REF INTERSWISS	171.5	-12.40%	4.30%	1731	8	18.48%	0.68%	1.09%	1563316920
2007	CS REF LIVING PLUS	138.7	23.50%	2.60%	2330	3.4	18.79%	0.64%	1.44%	2892472824
2014	CS REF LOGISTICSPLUS	112.7	6.90%	3.50%	727	5.8	8.52%	0.59%	1.75%	806400700
1956	CS REF SIAT	203.6	26.30%	2.60%	2610	3.4	16.89%	0.67%	1.19%	3403751000
2014	DOMINICÉ SWISS PROPERTY	124.4	2.70%	2.40%	357	5.3	28.95%	0.79%	0.49%	371100700
1953	FIR	207.5	34.10%	2.00%	1158	2.9	12.77%	0.71%	0.78%	1523815836
2011	GOOD BUILDINGS	124.5	7.80%	3.20%	253	6.9	24.05%	0.79%	2.47%	278740700
2016	HELVETICA SWISS COMMERCIA	103	-10.80%	5.10%	497	7.7	31.04%	0.95%	0.53%	468170781
1955	IMMOFONDS	555.5	50.20%	2.40%	1267	2.5	20.50%	0.64%	0.82%	196646460
1963	IMMO HELVETIC	213	17.80%	3.10%	1006	5.4	28.54%	0.59%	0.91%	1225840700
1954	LA FONCIÈRE	129.4	36.60%	1.80%	1274	0.9	13.42%	0.71%	0.76%	1796279364
2007	PATRIMONIUM	164.2	10.70%	2.30%	861	10.3	23.94%	0.77%	1.20%	945124894
2010	POLYMEN	145.3	6.00%	2.10%	356	3.7	26.60%	0.86%	0.77%	382906364
2007	PROCIMMO	145.2	-2.40%	3.70%	865	12.2	26.73%	0.93%	1.13%	807465814
2014	PROCIMMO 2	126	1.90%	4.10%	480	12.5	22.89%	0.95%	1.38%	497723814
2008	REALSTONE	130.2	4.00%	2.70%	1707	10.7	27.01%	0.79%	0.84%	1797675794
2009	RESIDENTIA	106	-8.20%	2.30%	184	15.4	26.80%	0.72%	0.69%	172818792
2011	ROTHSCHILD SWISS	133.2	7.90%	2.70%	1726	2.3	31.05%	0.61%	1.74%	1809091250
1997	SCHRODER IMMOPLUS	145.4	1.60%	3.30%	1504	4.4	28.10%	0.72%	1.29%	1591348757
2016	SF COMMERCIAL	81.8	-15.50%	5.20%	231	15.7	25.12%	0.99%	0.54%	192000700
2015	SF RETAIL	111.1	7.40%	3.90%	624	6.3	22.08%	0.96%	0.48%	684045700
2008	SF SUSTAINABLE	129.3	4.40%	2.70%	1037	6.6	21.73%	0.79%	1.31%	1104244013
1961	SOLVALOR 61	276.75	31.20%	1.90%	1049	3.8	12.06%	0.74%	1.32%	1425603547
2009	STREETBOX	449.25	30.40%	3.40%	146	8.6	30.27%	0.91%	1.04%	198029465
1954	SUISSE ROMANDE	110	-10.20%	2.70%	327	14.6	28.81%	0.78%	0.27%	501969104
2010	SWISSCANTO COMMERCIAL	90.1	-11.50%	4.60%	526	5.6	16.89%	0.80%	1.34%	480720702
1961	SWISSCANTO IFCA	142	16.20%	2.50%	1281	2	21.96%	0.78%	1.57%	1527318702
1960	SWISSINVEST	180.2	15.90%	2.50%	806	4.2	18.58%	0.61%	1.01%	988469284
2015	SWISS LIFE SWISS PROPERTY	122.9	8.80%	2.10%	1814	3	21.83%	0.79%	1.68%	1968300700
2006	UBS DIRECT RESIDENTIAL	16.3	13.40%	2.60%	654	3.7	27.10%	0.78%	0.85%	785267913
2012	UBS DIRECT URBAN	12.2	3.40%	2.70%	417	6.7	17.80%	0.78%	0.94%	439143258
1943	UBS FONCIPARS	126.3	32.40%	2.10%	1353	1.7	14.40%	0.77%	1.47%	1822736794
1956	UBS SWISS ANFOS	77.6	25.50%	2.30%	2168	4.3	17.10%	0.77%	1.04%	2794897182
1950	UBS SWISS SIMA	126.7	24.40%	2.60%	7256	4.5	22.80%	0.77%	0.96%	9348175535
1964	UBS SWISS SWISSREAL	62.8	0.80%	4.20%	1525	5.1	24.30%	0.77%	0.74%	1574482198

Tabelle 2: Übersicht kotierter Immobilienfonds per 07.07.22 (Daten: MV Invest)

Die meisten Fonds haben einen Mix bezüglich der Nutzungsart. Sieben Fonds haben einen fast ausschliesslichen Fokus (90% oder mehr) auf Wohnungsimmobilien, wobei es deren zehn sind auf der Seite der Geschäftsimmobilien.

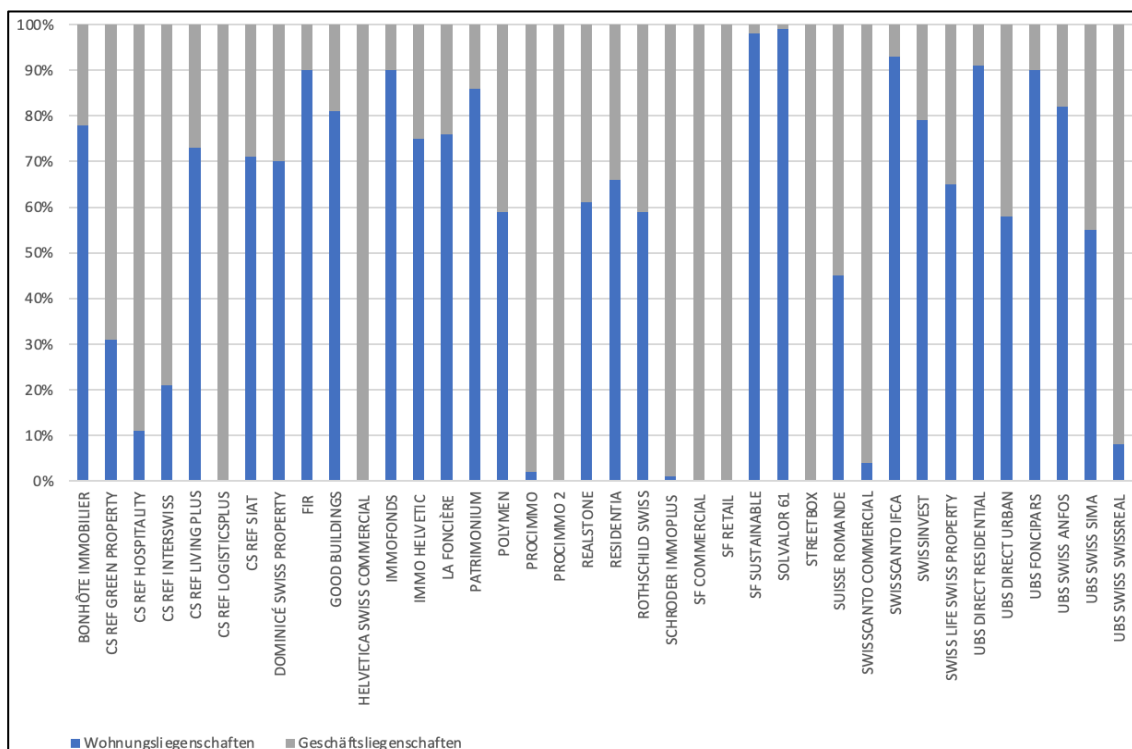


Abbildung 8: Nutzungsarten kotierter Immobilienfonds (Daten: Fondspublikationen)

3.2 Rendite, Liquidität und Risiko von Immobilienfonds

In den nächsten drei Unterkapitel wird die Fondslandschaft gemäss der Rendite, Liquidität sowie dem Risiko beschrieben. Die Mehrheit der Analysen ist per 30.06.2022.

3.2.1. Rendite

In diesem Unterkapitel werden verschiedene Attribute untersucht, die mit der Rendite von Immobilienfonds zu tun haben.

Performance: im Jahresvergleich (01.07.2021-30.06.2022) sah die Performance ernüchternd aus, primär aufgrund der herausfordernden Situation im ersten Halbjahr 2022, wo die durchschnittliche negative Performance bei -13.3% lag. Einen nennenswerten Unterschied zwischen Wohn- und Geschäftsimmobiliensfonds war nicht identifizierbar.

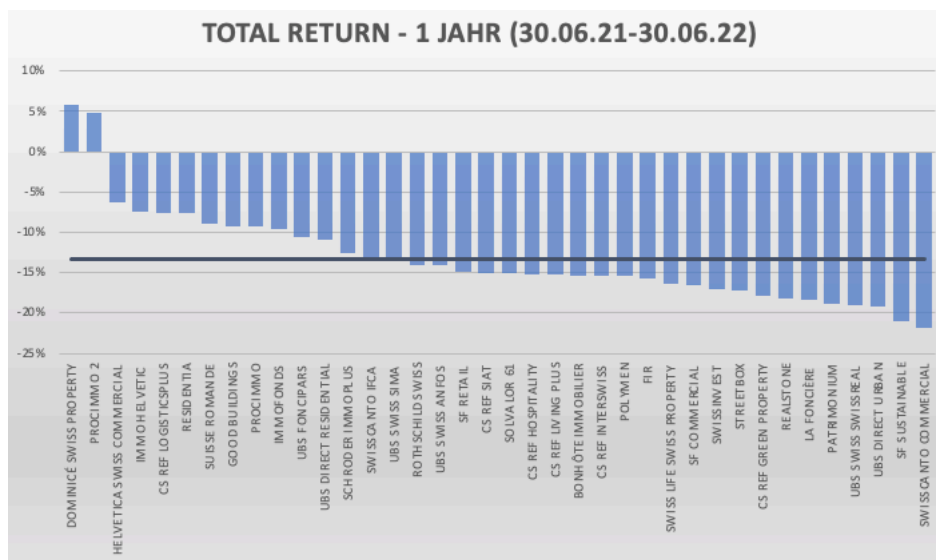


Abbildung 9: Total Return über 1 Jahr (Daten: Fondspublikationen)

Im Fünfjahresvergleich erkennt man schnell, dass es deutliche Unterschiede zwischen den Fonds gibt. Fünf Fonds werden nicht aufgeführt, da ihre Kotierung weniger als 5 Jahre her ist. Dabei handelt es sich um die Fonds Helvetica Swiss Commercial, SF Commercial, Dominicé Swiss Property, Suisse Romande und Good Buildings.

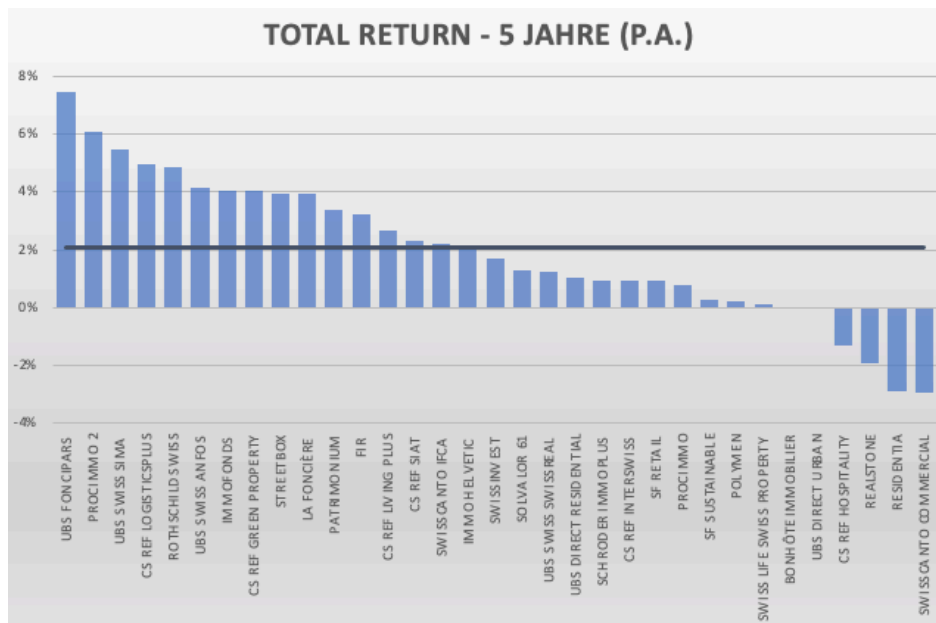


Abbildung 10: Total Return über 5 Jahre (Daten: Fondspublikationen)

Anlagerendite: die durchschnittliche Anlagerendite lag per Ende Juni bei 5.9%, wobei die Bandbreite unter den Fonds relativ gross ist. Wohnimmobilienfonds haben tendenziell eine etwas höhere Rendite als die von Geschäftsimmobilien (ca. 6% vs 5.6%). Der Swissinvest Fonds hat zum Beispiel eine Anlagerendite von über 10%, während der Residentia Fonds mit unter 3% die tiefste Rendite aufweist.

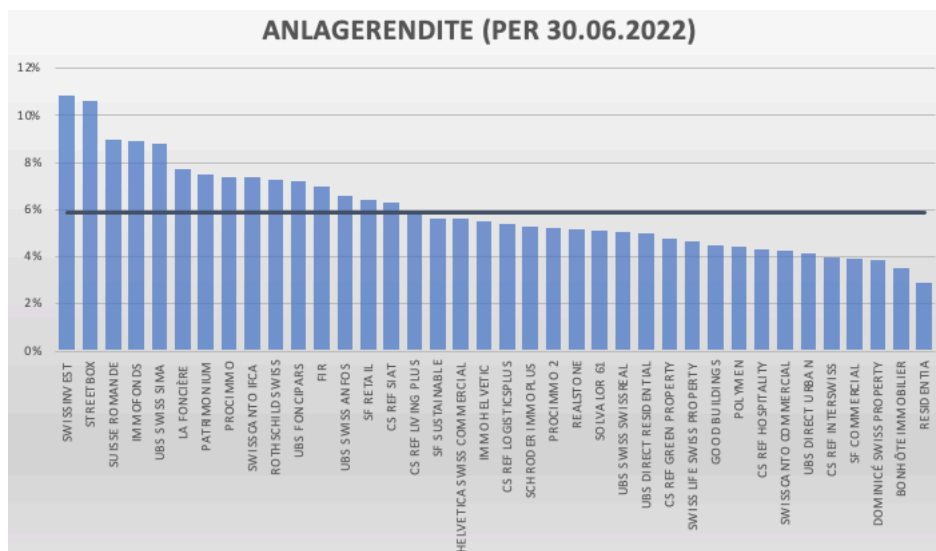


Abbildung 11: Anlagerenditen per 30.06.22 (Daten: Fondspublikationen)

Historisch gesehen kann man feststellen, dass die Anlagerendite bei Immobilienfonds in den letzten 20 Jahren sich typischerweise zwischen 4.5% und 6% befand.

Ausschüttungsrendite: im Durchschnitt weisen Immobilienfonds eine Ausschüttungsrendite von 3% aus, wobei ein grosser Unterschied zwischen Wohn- und Geschäftsimmobiliensfonds festzustellen ist (1.5% vs 4%).

Ausschüttungsquote: die durchschnittliche Ausschüttungsquote lag bei 98%, wobei eine Bandbreite von über 100% (CS Interswiss) bis knapp unter 80% (Schroder ImmoPLUS) festzustellen ist.

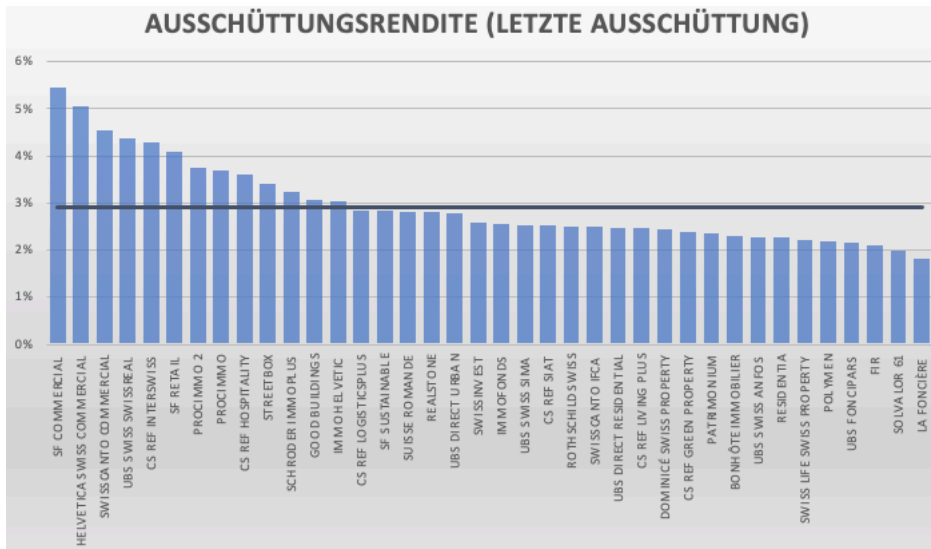


Abbildung 12: Ausschüttungsrenditen gemäss letzter Ausschüttung (Daten: Fondspublikationen)

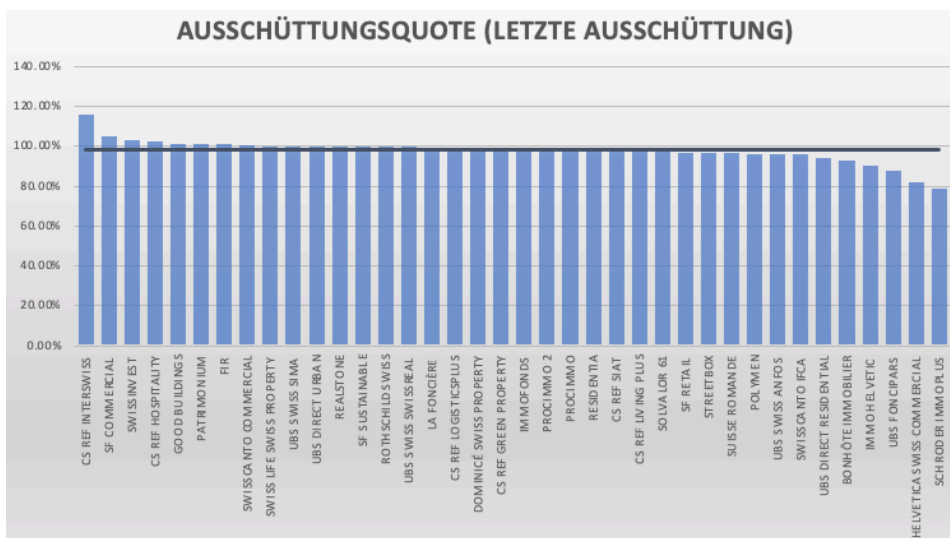


Abbildung 13: Ausschüttungsquotes gemäss letzter Ausschüttung (Daten: Fondspublikationen)

EBIT-Marge: eine höhere Kennzahl gibt Auskunft über eine höhere Qualität des Portfolios. Je höher die Marge, desto mehr Erträge verbleiben beim Investor. Im Durchschnitt lag der Wert bei 5.9%, wobei die Kennzahl bei Geschäftsimmobiliensfonds typischerweise höher liegt als bei Wohnimmobiliensfonds (aktuell 71.4% vs 66.3%).

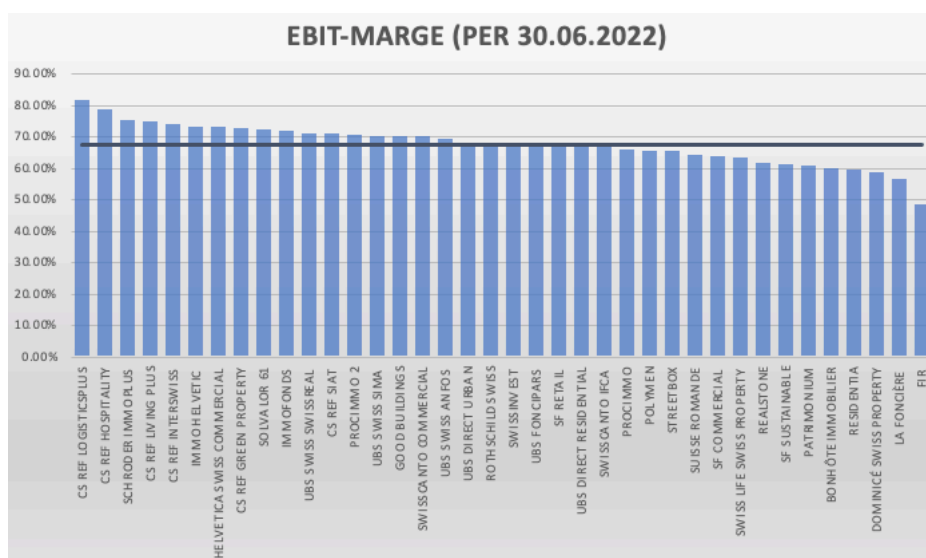


Abbildung 14: EBIT-Margen per 30.06.22 (Daten: Fondspublikationen)

3.2.2. Liquidität

Börsenkapitalisierung und Handelbarkeit: innerhalb der Fondslandschaft im Immobilienbereich gibt es grosse Unterschiede, dennoch haben 19 Fonds – also genau die Hälfte davon – eine Börsenkapitalisierung von über CHF 1 Mia. (Stand Ende Juli 2022). Während der Durchschnitt der Lancierungsjahre aller Fonds 1990 beträgt, liegt der Schnitt der grossen Fonds (über CHF 1 Mia.) bei 1975. Dies unterstreicht, dass grundsätzlich eher ältere Fonds die grossen Vehikel darstellen.

Im Zeitraum von 01.01.2022-30.06.2022 sind durchschnittlich Anteile im Gegenwert von CHF 1 Mio. täglich an der Börse gehandelt worden, was einen Rekordwert darstellt. Dies ist eine relativ deutliche Zunahme zum Wert innerhalb des Zeitraums 30.06.2020-31.12.2020, wo der tägliche Wert im Durchschnitt bei CHF 761'000 lag. Die Liquidität sich somit durchaus verbessert. Dennoch bleibt das Risiko bestehen, grössere Positionen innerhalb einer nützlichen Frist liquidieren zu können. Auch wenn ein Verkauf innert 2-3 Tagen möglich wäre, stellt sich die Frage, zu welchem durchschnittlichen Preis dies der Fall wäre. Der UBS SIMA Fonds hat als grösster Immobilienfonds auch das höchste Handelsvolumen (durchschnittlich CHF 5.6 Millionen Umsatz pro Börsentag).

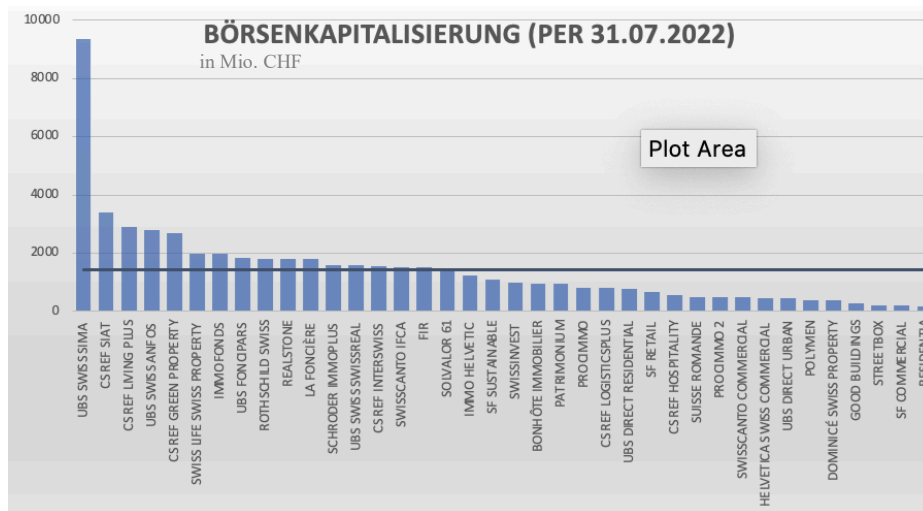


Abbildung 15: Börsenkaptalisierungen per 31.07.22 (Daten: Fondspublikationen)

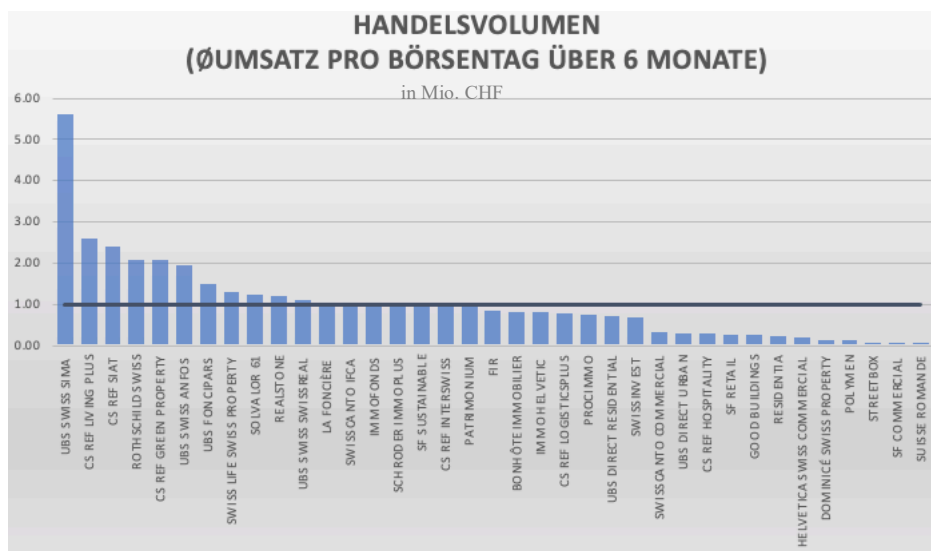


Abbildung 16: Durchschnittliche Umsätze pro Börsentag vom 01.01.22-30.06.22 (Daten: Fondspublikationen)

3.2.3. Risiko

Mietausfallrate: der Mieterspiegel und letztendlich deren Mietausfallrate stellt ein zentrales Risiko dar, auch auf Portfolio- und somit Fonds-Ebene. Natürlich gesehen muss diese Kennzahl über einen längeren Zeitraum beobachtet werden. Per 30.06.2022 lag die durchschnittliche Mietzinsausfallrate bei 5.3%, während sie in der Vorjahresperiode 6.3% betrug. Bei einer längerfristigen Betrachtung fällt auf, dass bis auf einige Schwankungen, die Mietausfälle in den letzten 10 Jahren im Durchschnitt zugenommen haben, was sicherlich auch durch die zunehmende Bauaktivität erklärt werden kann. Der Tiefstand in den letzten 10 Jahren war im Jahr 2012, als die Ausfallrate bei rund 3.5% lag, insofern gab es eine konstante Zunahme seither.

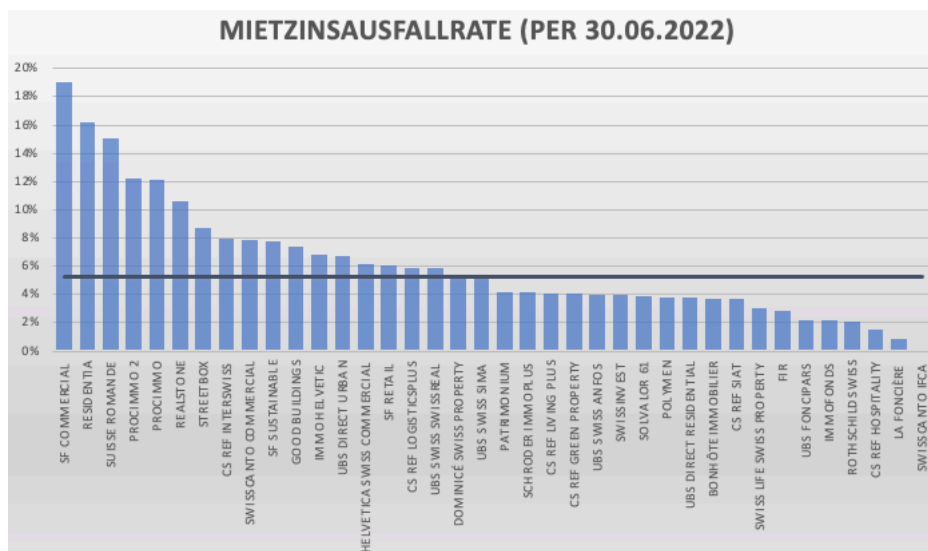


Abbildung 17: Mietzinsausfallraten per 30.06.22 (Daten: Fondspublikationen)

Fremdkapitalquote: die Fremdkapitalquote ist ein wichtiger Indikator für die Bilanzstruktur der Immobilienfonds. Aufgrund des bis vor Kurzem anhaltenden tiefen Zinsniveaus war die Differenz zwischen der mit direkten Immobilien erzielbaren Nettorendite und den Fremdkapitalkosten in der Vergangenheit attraktiv. Gleichzeitig steigt aber mit einer höheren Fremdkapitalquote auch das Risikoprofil, da die Sensitivität gegenüber Zinssatzänderungen zunimmt. Gemessen am Gesamtfondsvermögen lag die durchschnittliche Fremdkapitalquote bei 28.4%. Zwei Fonds, Immo Helvetic und Helvetica Swiss Commercial, lagen mit knapp über 35% deutlich über dem Durchschnitt. Vier Fonds hatten wiederum eine Quote von unter 20%, namentlich FIR, CS LogisticsPLUS, Solvalor 61 und CS Hospitality.

Liquidität: die Liquidität kann insofern auch als Risiko betrachtet werden, wenn ein Anleger untersucht, wie und in welcher Zeit seine Position liquidiert werden kann. Je nach Position des Investors und dem durchschnittlichen Volumen kann dies mehrere Tage in Anspruch nehmen und zu Kursverlusten führen.

Fondsbetriebsaufwand: der durchschnittliche Betriebsaufwand im Verhältnis zum Gesamtfondsvermögen, also der TER_{REFGAV}, liegt bei ca. 0.76%. Investoren können diese Kennzahl relativ einfach zwischen den Fonds vergleichen und achten grundsätzlich darauf, dass der Wert im Rahmen des Durchschnitts gehalten werden kann.

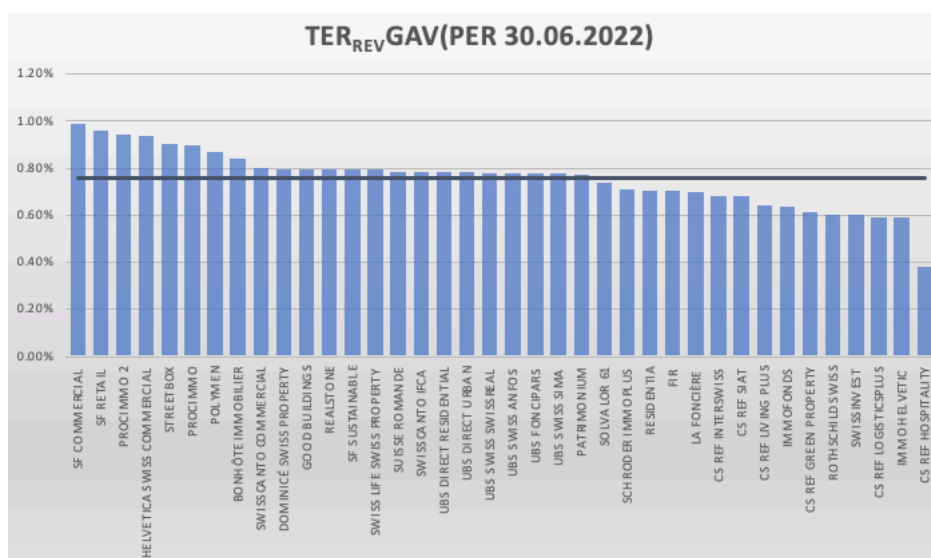


Abbildung 18: TER relativ zum GAV per 30.06.22 (Daten: Fondspublikationen)

Agio: das durchschnittliche Agio der Immobilienfonds betrug 14%, gemessen an den Verkehrswerten per 30.06.2022. Wie auch bei der Performance sowie anderen relevanten Kennzahlen, hatte das erste Halbjahr 2022 einen sehr grossen Einfluss auf die Kennzahl. Die Differenz zwischen Wohn- und Geschäftsimmobiliensfonds liegt bei rund 18%. Während das durchschnittlich gewichtete Agio im Bereich Wohnen etwas über 17% ausmacht, befinden sich die Agios bei den Geschäftsimmobiliensfonds mit -0.5% knapp im negativen Bereich. Wie in der folgenden Grafik deutlich ersichtlich wird, ist die Bandbreite der Agios zwischen den verschiedenen Fonds beachtlich. Es gibt grundsätzlich eine positive Korrelation zwischen dem Alter des Fonds und der Höhe des Agios.

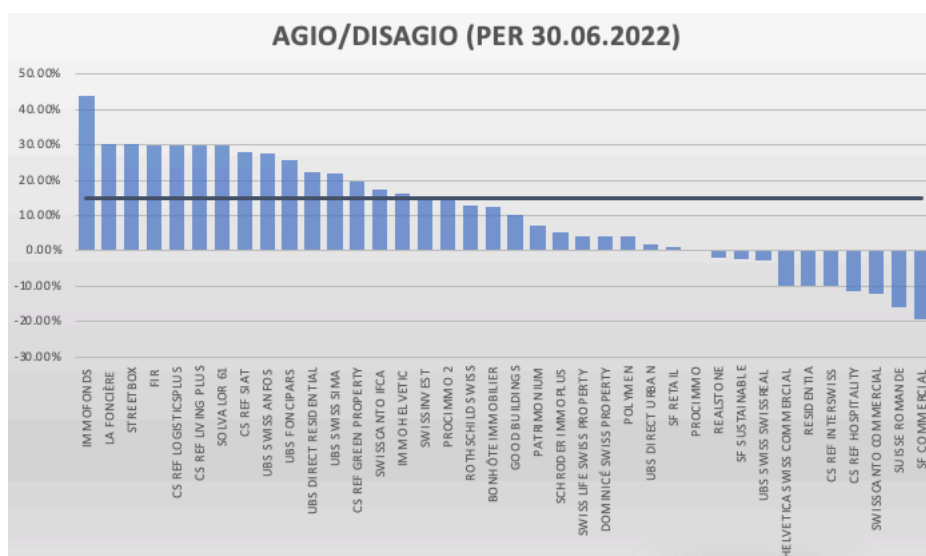


Abbildung 19: Agios/Disagios per 30.06.22 (Daten: Fondspublikationen)

Zins- und Inflationslage: höhere Zinsen werden die konstante Höherbewertung von Immobilien kurz- bis mittelfristig bremsen. Allerdings geht man davon aus, dass solange langfristige Zinsen unter den Diskontierungssätzen bleiben, es zu keiner signifikanten Bewertungskorrekturen kommen wird. Ein anderes Bild wird auf der Seite der Agios festgestellt und somit auch den Kursen der Immobilienfonds. Risikomässig hat die Zinslage natürlich auch einen Einfluss auf die Zinskosten, um das Fremdkapital zu bedienen. Immobilien bieten traditionellerweise einen Schutz gegen Inflation. Während das Bauen einerseits verteuert wird, gehen insbesondere im Gewerbebereich die Mietzinsen im Gleichschritt hoch dank der häufig angewendeten Inflationskoppelung.

3.2.4. Risiko/Rendite Zusammenhang

Um dies etwas in einen relevanten Kontext zu rücken, ist es sinnvoll, Immobilienfonds anderen relevanten Anlageklassen gegenüberzustellen. Beim Vergleichen des Risiko-/Rendite-Profiles wird relativ deutlich, dass Immobilienfonds gut abschneiden.

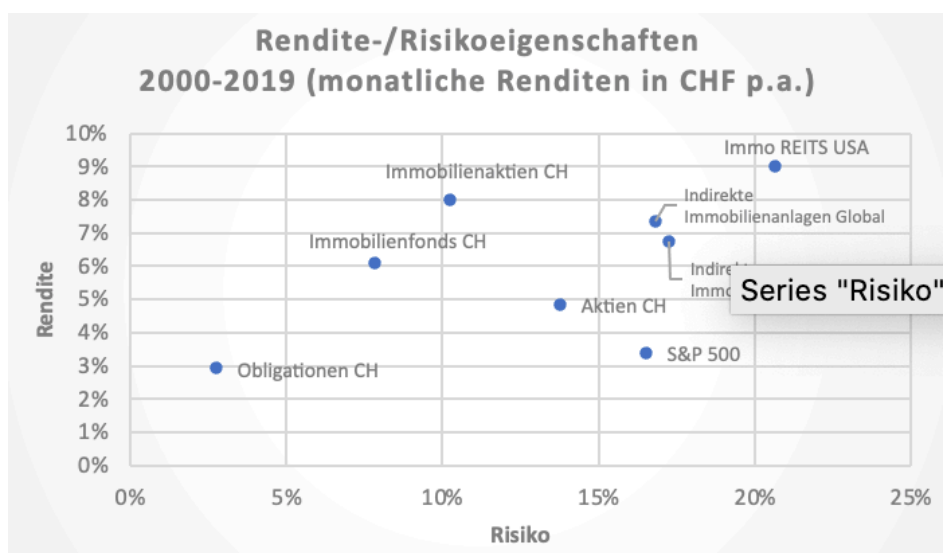


Abbildung 20: Rendite/Risiko Profil von Asset Klassen von 2000-19 (vgl. Maerki Baumann & Co, 2020)

3.3 2022 – ein turbulentes Jahr

Während der Immobilienmarkt und somit auch der Kapitalmarkt für Immobilienfonds in den vergangenen 10 Jahren sehr stabil war, gab es im ersten Halbjahr 2022 einige Fragezeichen aufgrund der Ukraine Krise sowie der steigenden Inflationsraten und Zinsen. Grundsätzlich sind die Bewertungen der Immobilien nicht unmittelbar von Zinserhöhungen bedroht. Das Risiko besteht aber darin, dass kotierte Immobilienfonds nicht zum NAV, sondern zum Marktpreis, welcher üblicherweise ein Agio oder Disagio aufweist, handeln. Wie vorgängig erwähnt, sind die Agios in den vergangenen Jahren stark angestiegen, während Zinsen sich stets reduziert haben.

Der starke und schnelle Zinsanstieg war mit der allgemein herrschenden Unsicherheit verantwortlich für die starken Kursverluste. Ein weiterer Treiber dürfte die Allokation von institutionellen Investoren gewesen sein. Die noch stärkeren Verluste von Aktien und Obligationen haben dafür gesorgt, dass die Immobilienquote in die Höhe schoss,

weshalb viele institutionelle Anleger sich gezwungen sahen, die Quote durch den Verkauf von Immobilienfonds zu reduzieren. Deutlich wird dieses Bild bei der Beobachtung der Agios und Disagios seit Jahresbeginn. Der Durchschnitt hat sich von über 40% auf knapp 18% per Ende Juni 2022 reduziert. Während die höheren Zinsen die Attraktivität von Immobilienfonds schmälert, bleibt mittel- bis langfristig deren Perspektive in einem stabilen Immobilienumfeld nach wie vor intakt (Migros Bank, 2022). Der Kursverlauf des SXI Real Estate Funds Broad Index wird untenstehend illustriert.

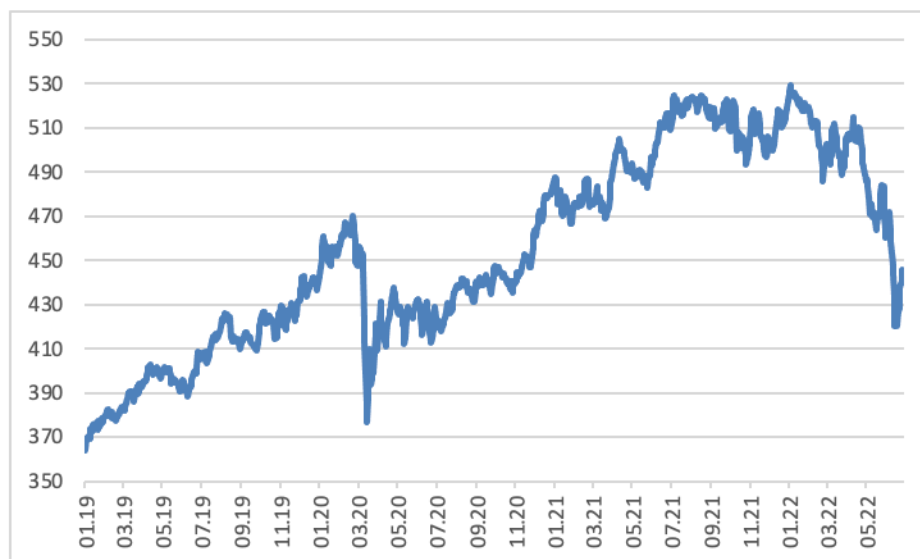


Abbildung 21: Kursverlauf SWIIT-Index 01.01.19-30.06.22 (Daten: SIX Group)

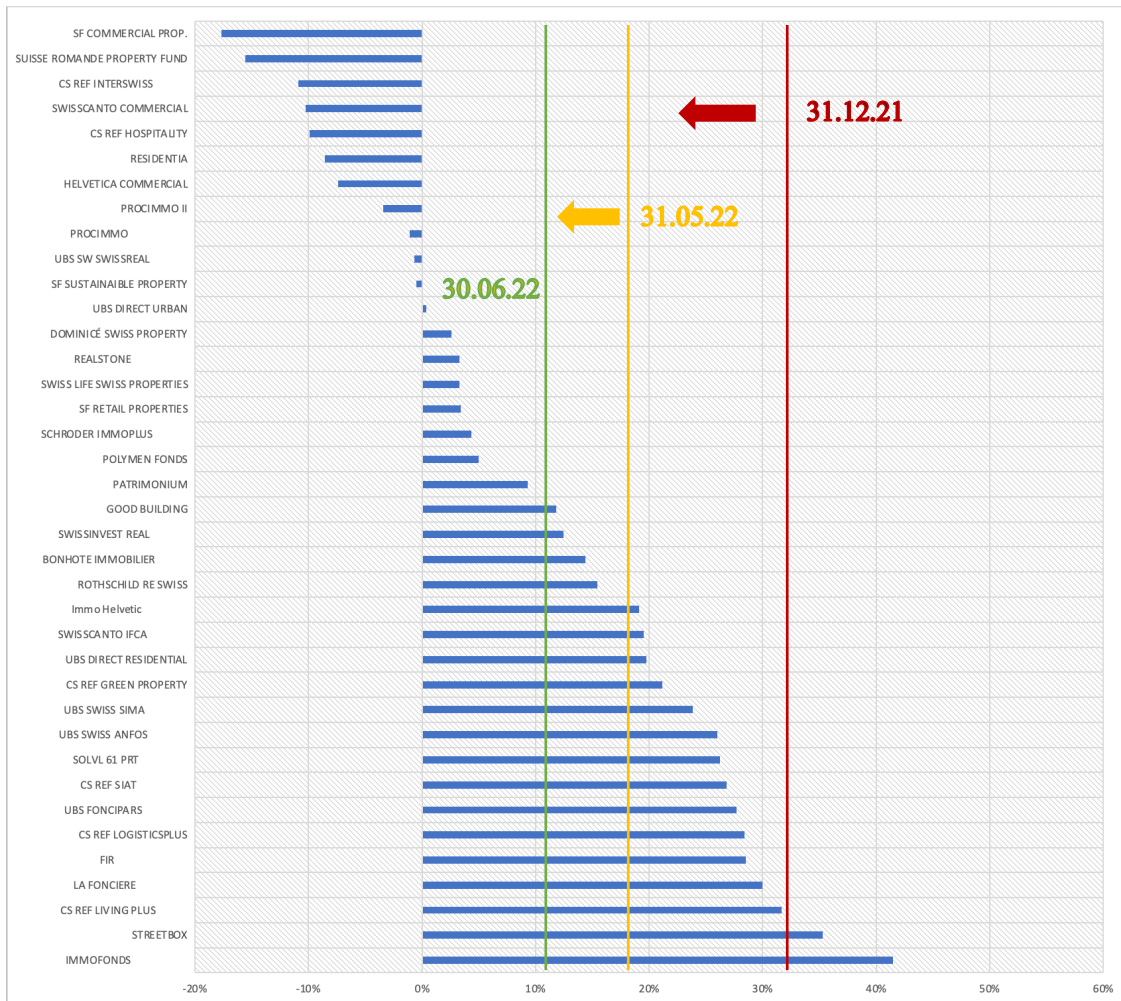


Abbildung 22: Agios/Disagios per 30.06.22, 31.05.22 sowie 31.12.21
 (Daten: Fondspublikationen und Bloomberg)

4. Einführung in die Empire – Fondsauswahl

In diesem Abschnitt der Arbeit wird eine Fondsauswahl getroffen, welche nachfolgend genauer untersucht wird. Die genannten Forschungsfragen werden somit spezifisch bezogen auf diese Auswahl beantwortet. Bei der Auswahl wurde darauf geachtet, dass unterschiedliche Charakteristiken berücksichtigt wurden, um die Aussagekraft der Analyse zu optimieren. Dies umfasst primär das Alter, die geographische/nutzmässige Aufteilung, die historische Performance und die Grösse des Fonds. Eine Übersicht der selektionierten Fonds wird nachfolgend aufgezeigt, gefolgt von einem generellen Vergleich der Auswahl mit der gesamten Immobilienfondslandschaft.

Fonds 1	Helvetica Swiss Commercial Fund "Helvetica"
Fonds 2	Credit Suisse Real Estate Fund LogisticsPlus "CS"
Fonds 3	SF Commercial Properties Fund "SF Commercial"
Fonds 4	Immofonds
Fonds 5	UBS Property Fund – Swiss Mixed Sima "UBS" oder "SIMA"
Fonds 6	Polymen Fonds Immobilier "Polymen"

Tabelle 3: Fondsauswahl (eigene Darstellung)

Börsenkapitalisierung in % von Fondslandschaft	24.2% (die Auswahl von 6 Fonds macht etwa 16% aus (von 38))
Durchschnittliches Lancierungsjahr	1993 vs 1990 für gesamte Fondlandschaft
Durchschnittliche Nutzung	34% Wohn- und 66% Geschäftsliegenschaften vs 52% Wohnen und 48% Geschäft für gesamte Fondslandschaft
Durchschnittliches Agio	10.20% vs 10.34% für gesamte Fondslandschaft
Durchschnittliche Ausschüttungsrendite	3.48% vs 2.97% für gesamte Fondslandschaft

Tabelle 4: Fondsauswahl im Vergleich mit Fondslandschaft (eigene Darstellung)

4.1 Methodik

Die Geschäftsberichte dieser Fonds waren primär für die Analyse ausschlaggebend und wurden, so gut wie möglich, nach dem gleichen Schema studiert. Die Auswahl der sechs Fonds hatte zum Zweck, eine für die gesamte Fondslandschaft repräsentative Gruppe zu selektionieren, gemessen an verschiedenen Eckpunkten.

4.2 Fonds 1: Helvetica Swiss Commercial

Der Helvetica Swiss Commercial Fund wurde 2016 lanciert.

Die nachfolgende Beschreibung ist per 30.06.2022, dem letzten Bericht (Halbjahresbericht) des Vehikels. Das Portfolio umfasst 35 Liegenschaften, die einen hohen Vermietungsstand haben und eine Mietzinsausfallrate von 6.5% sowie eine Restlaufzeit der Mietverträge von knapp unter 4 Jahren aufweisen. Das Portfolio fokussiert sich auf kommerzielle Liegenschaften mit solider Mieterschaft. Die Fremdfinanzierungsquote liegt stabil bei 30.5%. Eine genaue Übersicht der Aufteilung nach Geographie und Nutzung wird anschliessend aufgezeigt.

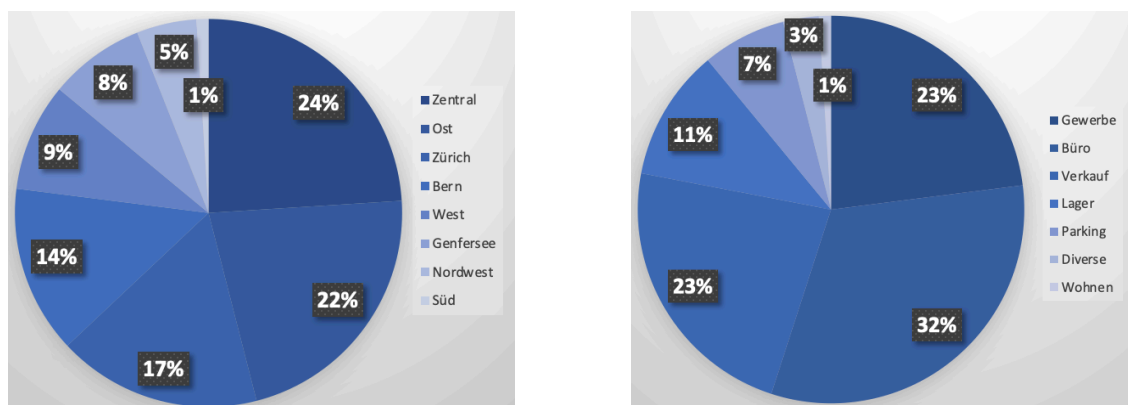


Abbildung 23: Regionale Aufteilung des Portfolios 1 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)
Abbildung 24: Nutzungsarten des Portfolios 1 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)

In der Periode 31.12.2021-30.06.2022 nahm der Marktwert des Portfolios um weniger als 1% auf CHF 753 Mio. zu. Das Nettofondsvermögen hingegen lag bei 497 Mio.

Die Mietzinseinnahmen im ersten Halbjahr 2022 waren bei CHF 21.3 Mio., was einem Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode von 2.6% entspricht. Der Nettoertrag von CHF 15.09 Mio. erhöhte sich von CHF 14.43 Mio. in der Vorperiode. Der Cashflow war mit dem Nettoertrag identisch, da keine Rückstellungen verbucht wurden. Per 31.12.2021, also dem offiziellen Jahresabschluss, war der Cashflow mit dem Nettoertrag ebenfalls identisch und lag bei CHF 27.74 Mio.

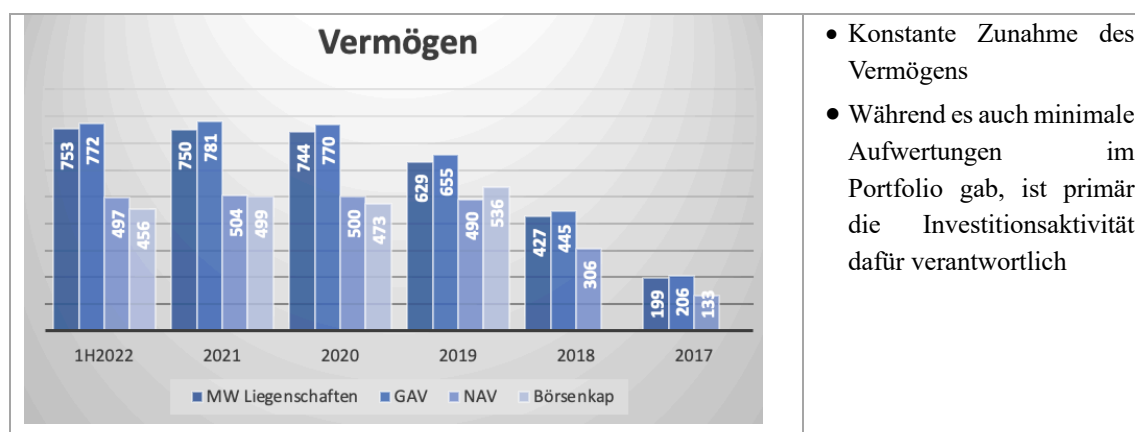
Die Ausschüttung betrug für das Jahr 2021 erhöhte sich von CHF 5.1 auf CHF 5.3 pro Anteil, womit die Barrendite per 31.12.2021 bei 4.61% lag. Zusammen mit dem Vortrag des Vorjahres von CHF 16.26 Mio. lag der zu verteilende verfügbare Erfolg bei CHF 44.49 Mio., wovon CHF 21.48 Mio. als Vortrag für die nächste Rechnung gebucht wurde. Ausgeschüttet wurde somit CHF 23.02 Mio., ein Wert deutlich unter dem erwirtschafteten Nettoertrag, wie es bereits im Vorjahr der Fall war. Die Ausschüttungsquote war mit 83% relativ tief.

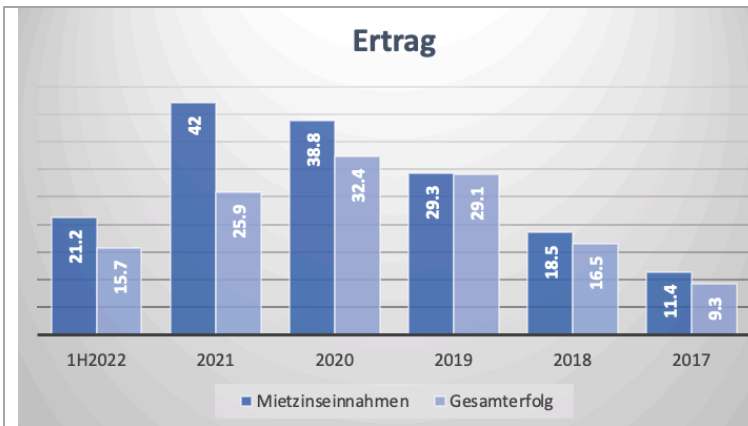
Der Börsenkurs der Anteile reduzierte sich im ersten Halbjahr 2022 von CHF 499 auf CHF 456, wodurch sich das Disagio von -0.9% auf -8.2% erhöhte.

Das Geschäftsjahr dauert jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember.

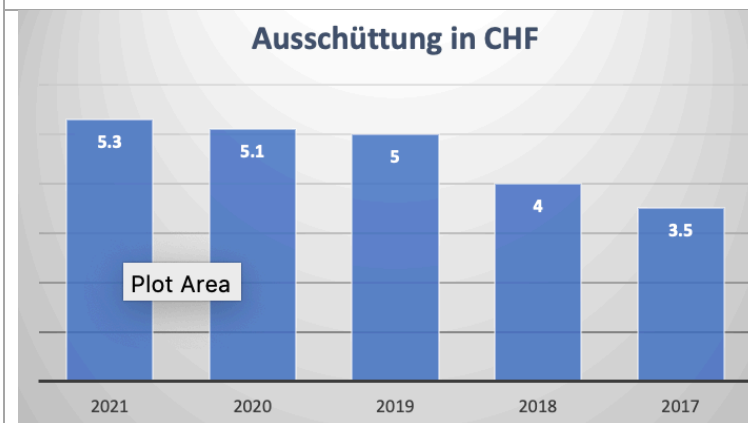
Bezeichnung	31.12.2020 (JA)	31.12.2021 (JA)	30.06.2022 (HJ)	31.12.2022* *HJ hochgerechnet
Vermögen				
Verkehrswert (in CHF Mio.)	744	750	753	
GAV (in CHF Mio.)	770	781	772	
NAV (in CHF Mio.)	500	504	497	
Portfolio-Wertsteigerung vs □ VJ in CHF Mio. und (%)	3 (<1%)	2 (<1%)	3 (<1%)	
Rendite				
Anlagerendite	6.93%	5.42%	3.3%	6.6%
EBIT-Marge	71.96%	68.58%	73.1%	
Ausschüttungsrendite	4.68%	4.61%	n.a.	
Ausschüttungsquote	83.23%	82.97%	n.a.	
Mietertrag (in CHF Mio.)	38.7	41.9	21.3	42.6
Nettoertrag (in CHF Mio.)	27.31	27.74	15.1	30.2
Börsenrelevant				
Börsenkap. (in CHF Mio.)	473	499	456	
Schlusskurs (in CHF)	109	115	105	
Agio	-5.4%	-0.9%	-8.2%	
TER _{REV} GAV	0.99%	0.95%	0.95%	

Tabelle 5: Kennzahlen von Fonds 1 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

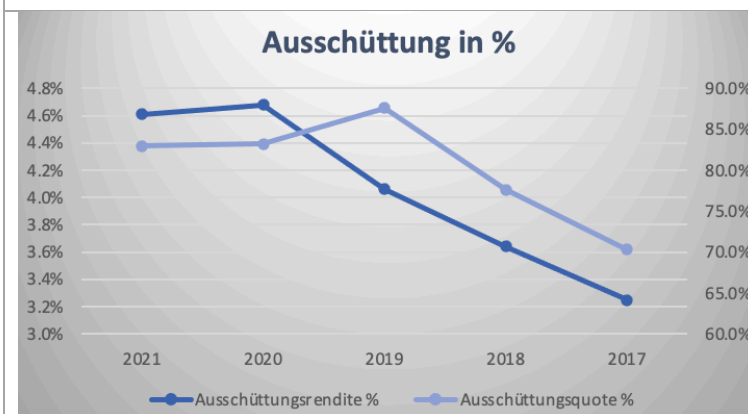




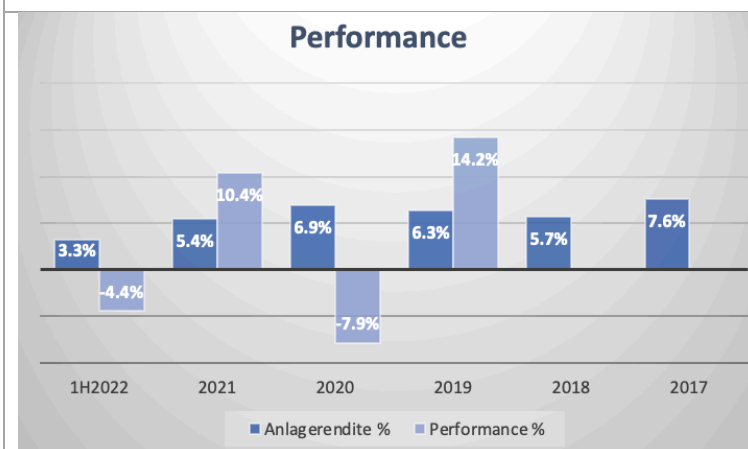
- Konstante Zunahme der Erträge
- Der Gesamterfolg reduzierte sich aufgrund einer Steueränderung
- Auch das erste Halbjahr 2022 sah vielversprechend aus



- Ausschüttungen finden nicht zu einem fixen CHF Betrag statt
- Konstante Erhöhung zur Freude der Investoren



- Konstante Zunahme der Ausschüttungsrendite mit einer kleinen Reduktion von 2020 auf 2021
- Die Ausschüttungsquote hatte bei ca. 87% ihren Höchststand 2019



- Kotierung erfolgte im Jahr 2019
- Die Performance war seither eher durchgezogen, was auf den ersten Blick nicht mit der Ausschüttung zu tun hatte

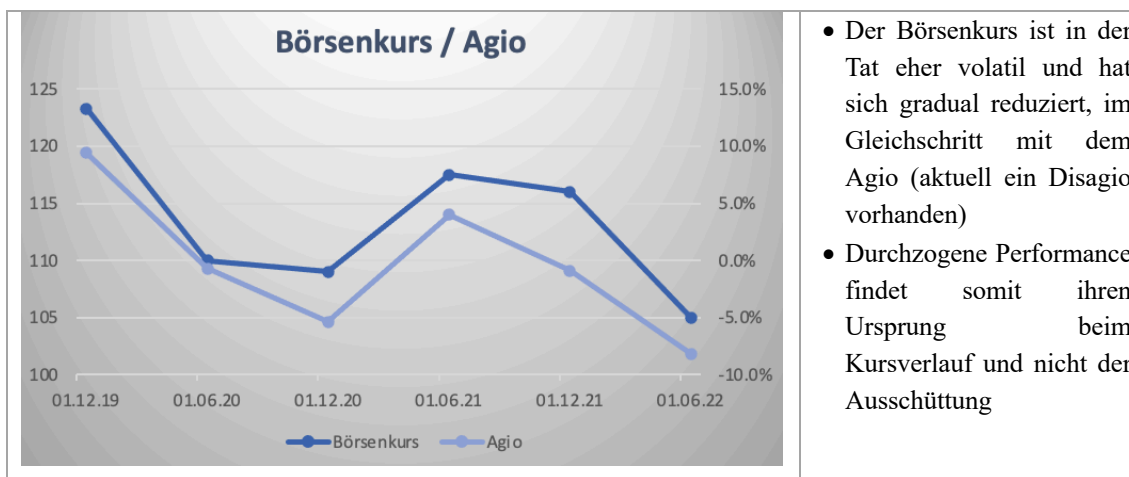


Tabelle 6: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 1 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

4.3 Fonds 2: Credit Suisse Real Estate Fund LogisticsPlus

Der CS REF LogsticisPlus wurde 2014 lanciert und ist der erste Schweizer Immobilienfonds, der in Logistik- und logistikahe Immobilien in der Schweiz investiert.

Die folgende Beschreibung ist per 31.03.2022, dem letzten Bericht (Halbjahresbericht) des Vehikels. Das Portfolio umfasst 31 kommerziell genutzte Liegenschaften, die einen für Geschäftsliegenschaften hohen Vermietungsstand und eine Mietzinsausfallrate von 5.8% aufweisen. Die Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei ungefähr 7 Jahren, wobei die vier grössten Mieter (über 5%) für ungefähr 34.5% der gesamten Mietzinseinnahmen verantwortlich sind. Die Fremdfinanzierungsquote liegt bei unter 17% und ist somit konservativ und unter dem Durchschnitt. Eine genaue Übersicht der Aufteilung nach Geographie und Nutzung wird anschliessend aufgezeigt.

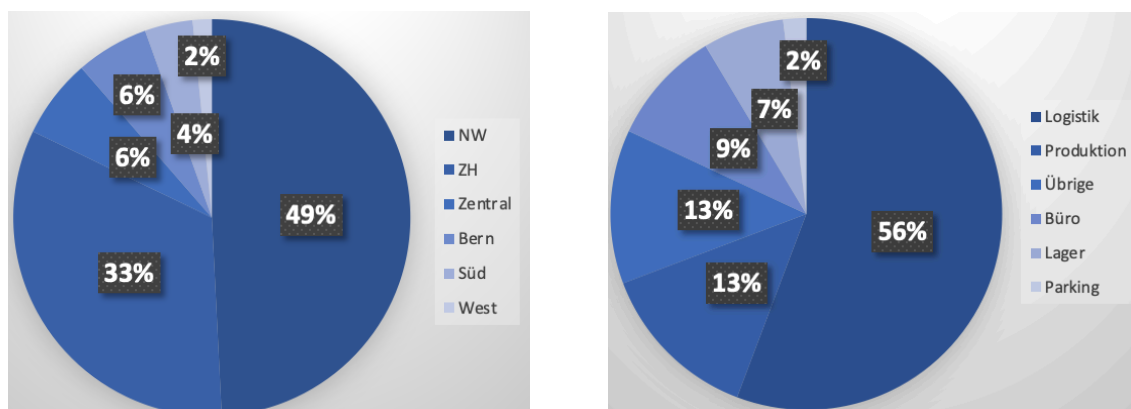


Abbildung 25: Regionale Aufteilung des Portfolios 2 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)
Abbildung 26: Nutzungsarten des Portfolios 2 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)

In der Periode 30.09.2021-30.09.2022 nahm der Marktwert des Portfolios um ungefähr 5.7% auf CHF 859 Mio. zu. Das Nettofondsvermögen hingegen lag bei CHF 727 Mio.

Die Mietzinseinnahmen im ersten Halbjahr 2022 waren bei CHF 18.9 Mio., was einem Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode von 21% entspricht. Der Nettoertrag von CHF 12.2 Mio. stellt eine Reduktion zur Vorperiode von 9% oder CHF 1.2 Mio. dar. Keine Rückstellungen wurden verbucht. Per 30.09.2021 lag der Nettoertrag bei CHF 27.05 Mio., während der Fonds ein leicht höherer Cashflow von CHF 27.42 Mio. erwirtschaftete.

Die Ausschüttung für das Jahr 2021 betrug unverändert CHF 3.9 pro Anteil, womit die Barrendite per 30.09.2021 bei 2.7% lag. Zusammen mit dem Vortrag des Vorjahres (CHF 0.65 Mio.) lag der zu verteilende verfügbare Erfolg bei CHF 27.7 Mio., wovon CHF 0.4 Mio. als Vortrag für die nächste Rechnung gebucht wurde. Ausschüttet wurde somit CHF 27.3 Mio., ein Wert leicht über dem erwirtschafteten Nettoertrag, wie es bereits im Vorjahr der Fall war. Gemessen am Cashflow war die Ausschüttungsquote somit 99.57%.

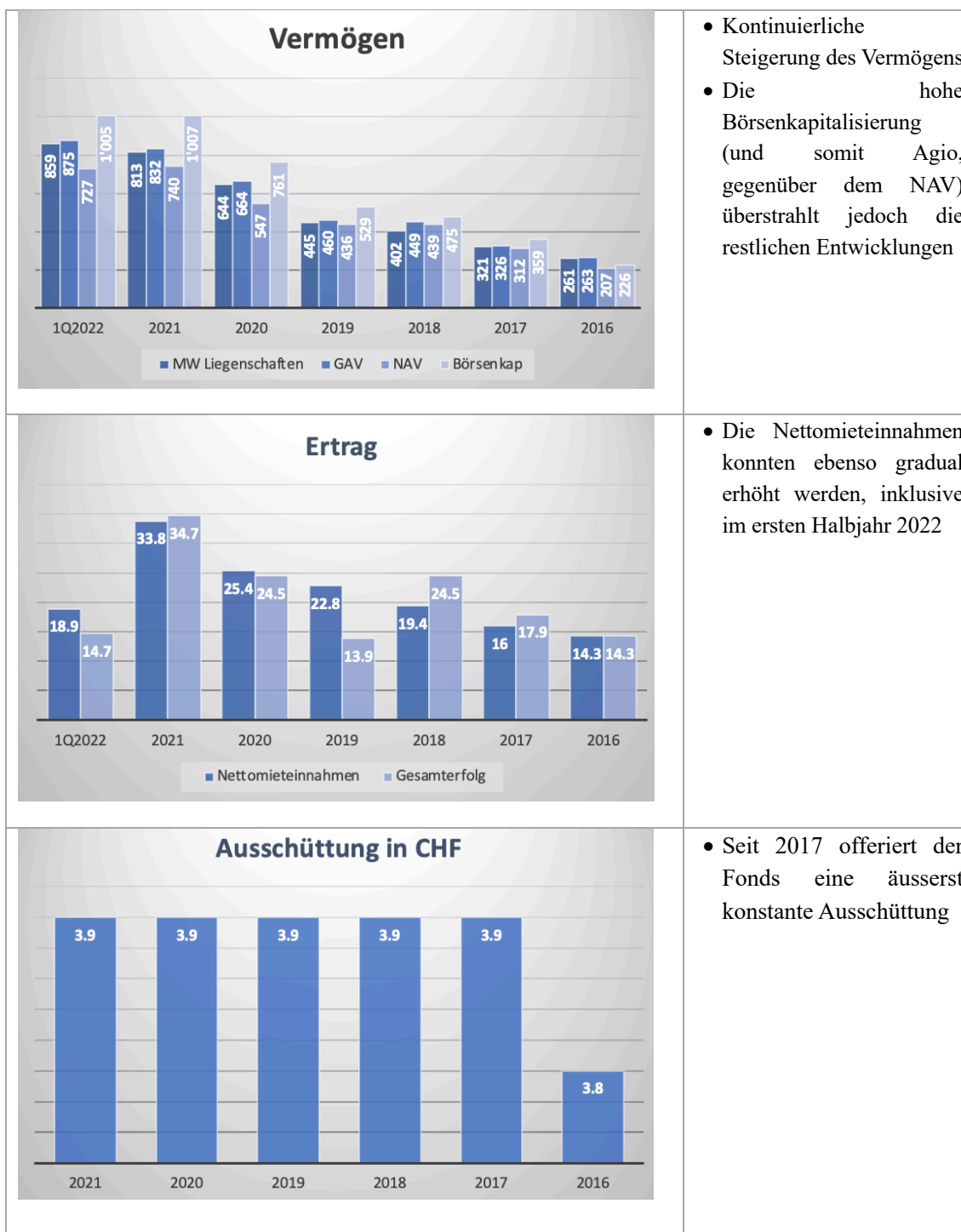
Der Börsenkurs der Anteile blieb vom 30.09.2021-31.03.2022 praktisch unverändert bei CHF 143.5 (von CHF 143.9), während sich das Agio von 36.2% leicht auf 38.2% erhöhte.

Das Geschäftsjahr dauert jeweils vom 1. Oktober bis zum 30. September.

Bezeichnung	30.09.2020	30.09.2021	30.03.2022	30.09.2022*
	(JA)	(JA)	(HJ)	*HJ hochgerechnet
Vermögen				
Verkehrswert (in CHF Mio.)	644	813	859	
GAV (in CHF Mio.)	664	832	875	
NAV (in CHF Mio.)	547	740	727	
Portfolio-Wertsteigerung vs □ VJ in CHF Mio. und (%)	n.a.	n.a.	46 (5.7%)	
Rendite				
Anlagerendite	4.22%	5.24%	2.04%	4.08%
EBIT-Marge	84.23%	82.72%	78.57%	
Ausschüttungsrendite	2.69%	2.71%	n.a.	
Ausschüttungsquote	107.48%	99.57%	n.a.	
Mietertrag (in CHF Mio.)	25.4	33.8	18.9	37.8
Nettoertrag (in CHF Mio.)	19.94	27.05	12.2	24.4
Börsenrelevant				
Börsenkap. (in CHF Mio.)	761	1'007	1'004	
Schlusskurs (in CHF)	145	143.9	143.5	

Agio	39.08%	36.2%	38.18%	
TER _{REV} GAV	0.60%	0.59%	0.59%	

Tabelle 7: Kennzahlen von Fonds 2 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)



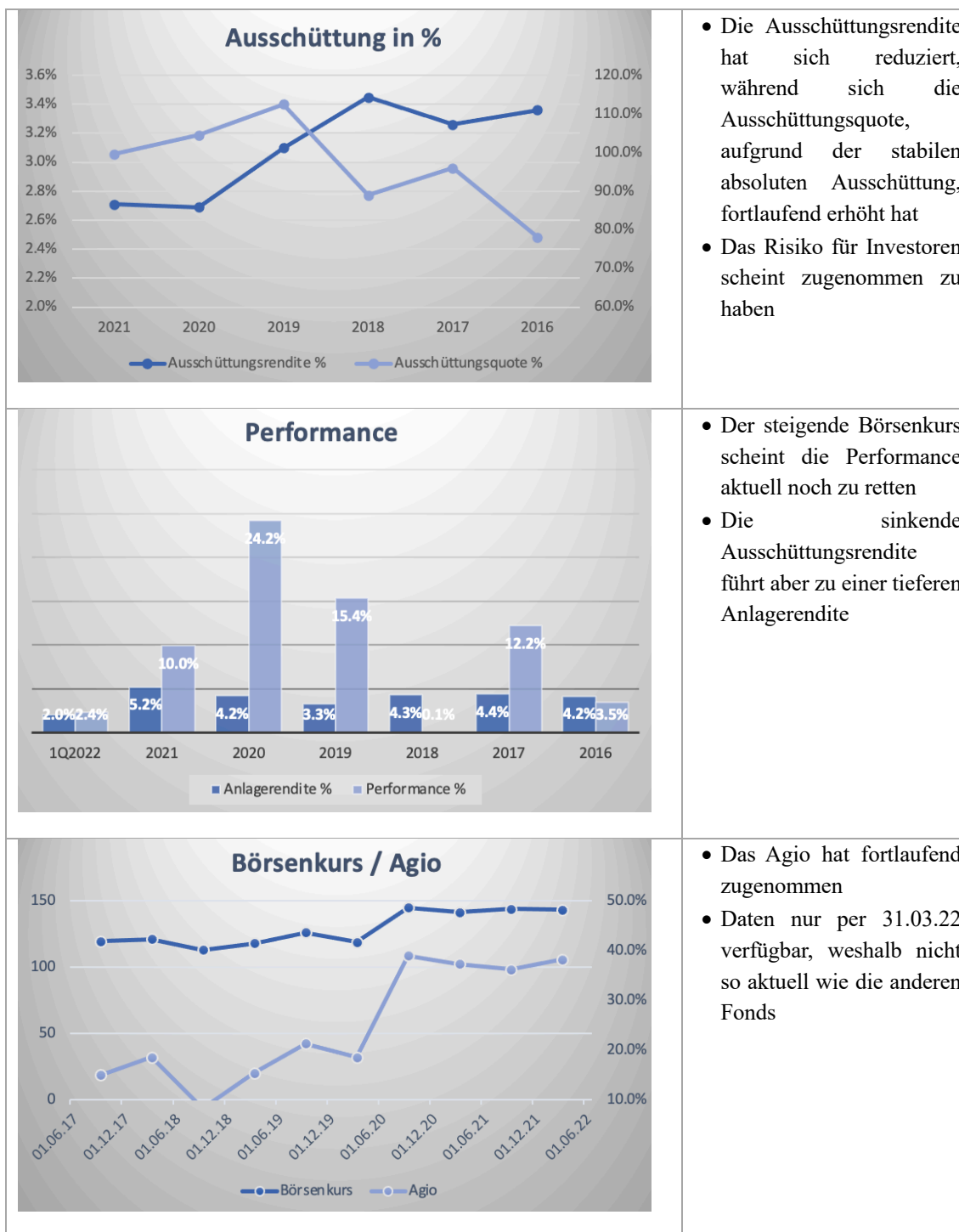


Tabelle 8: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 2 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

4.4 Fonds 3: SF Commercial

Der SF Commercial Properties Fund wurde 2016 lanciert und investiert vorwiegend in ein diversifiziertes Immobilienportfolio kommerzieller Liegenschaften in der ganzen Schweiz mit Fokus auf Logistik, Lager, Gewerbe, Industrie und Produktion.

Die folgende Beschreibung ist per 30.06.2022, dem letzten Bericht (Halbjahresbericht) des Vehikels. Das Portfolio ist mit 18 Objekten noch relativ jung.

Der Vermietungsstand ist mit ca. 85% ernüchternd. Die Mieterstruktur kann als riskant erachtet werden, da die 5 grössten Mieter für 29.14% der Einnahmen verantwortlich sind, wohlwissend dass das Portfolio noch insignifikant ist. Die Fremdfinanzierungsquote liegt bei 27.15%. Eine genaue Übersicht der Aufteilung nach Geographie und Nutzung wird anschliessend aufgezeigt.

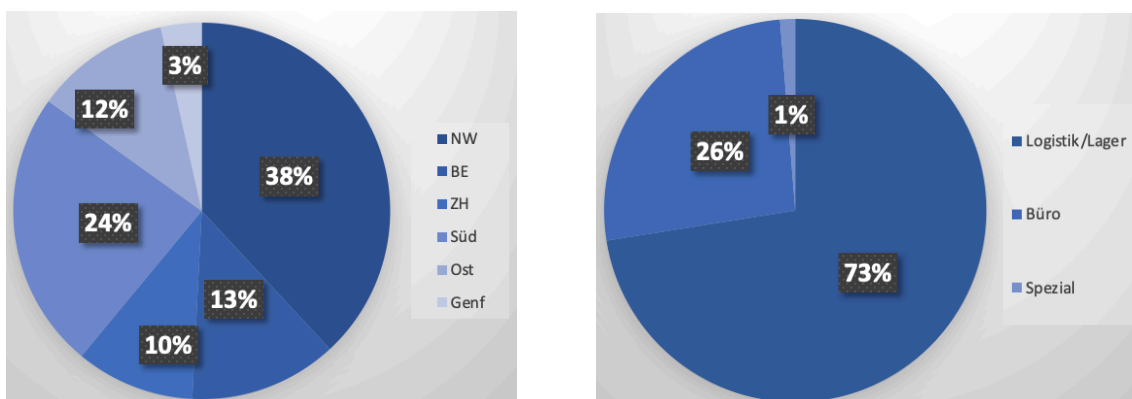


Abbildung 27: Regionale Aufteilung des Portfolios 3 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)
Abbildung 28: Nutzungsarten des Portfolios 3 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)

In der Periode 31.12.2021-30.06.2022 nahm der Marktwert des Portfolios um etwas mehr als 1% auf CHF 330.7 Mio. zu. Das Nettofondsvermögen hingegen lag bei 230.7 Mio.

Die Mietzinseinnahmen im ersten Halbjahr 2022 waren bei CHF 8.2 Mio., was einem Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode von 5.1% entspricht. Der Nettoertrag von CHF 5.04 Mio. erhöhte sich von CHF 4.86 Mio. in der Vorperiode. Keine Rückstellungen wurden verbucht, womit der Cashflow mit dem Nettoertrag identisch war. Per 31.12.2021, also dem offiziellen Jahresabschluss, lag der Nettoertrag bei CHF 9.7 Mio.

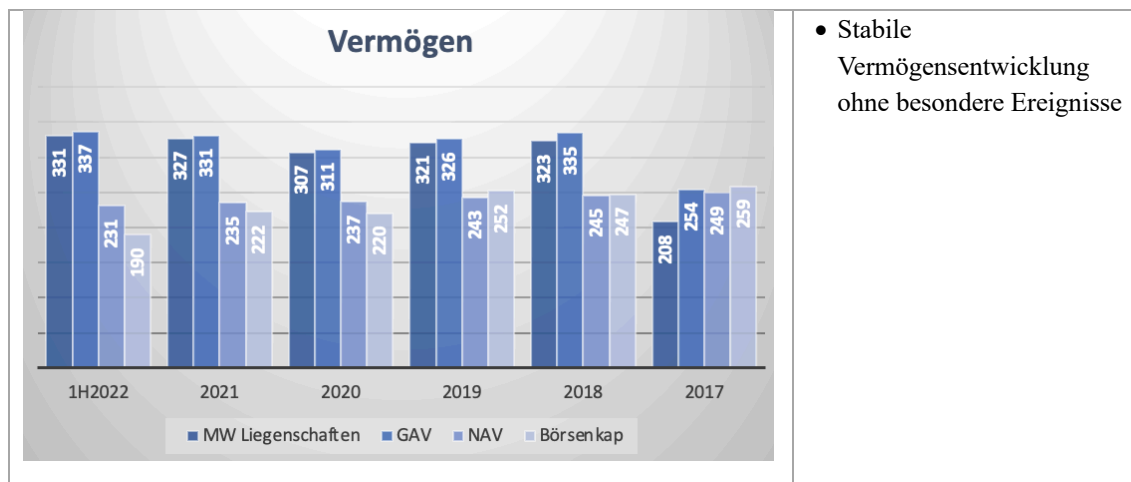
Die Ausschüttung betrug für das Jahr 2021 unverändert CHF 4.25 pro Anteil, womit die Barrendite per 31.12.2021 bei 4.59% lag. Die Ausschüttung von CHF 4.25 wird auch für das Geschäftsjahr 2022 geplant. Zusammen mit dem Vortrag des Vorjahres (CHF 1.26 Mio.) lag der zu verteilende verfügbare Erfolg bei CHF 10.96 Mio., wovon CHF 0.76 Mio. als Vortrag für die nächste Rechnung gebucht wurde. Ausgeschüttet wurde somit CHF 10.2 Mio., ein Wert über dem erwirtschafteten Nettoertrag, wie es bereits im Vorjahr der Fall war, auch wenn nur ganz knapp. Gemessen am Cashflow war die Ausschüttungsquote somit 105.1%.

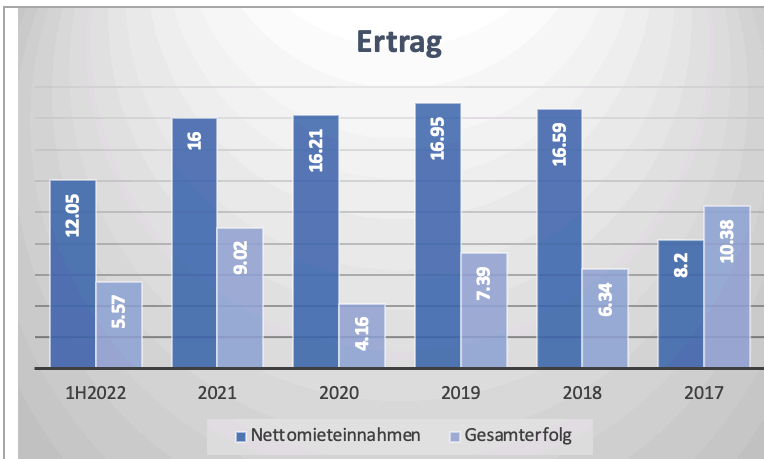
Der Börsenkurs der Anteile reduzierte sich im ersten Halbjahr 2022 von CHF 92.5 auf CHF 79, wodurch sich das Disagio von -5.7% auf -17.8% erhöhte.

Das Geschäftsjahr dauert jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember.

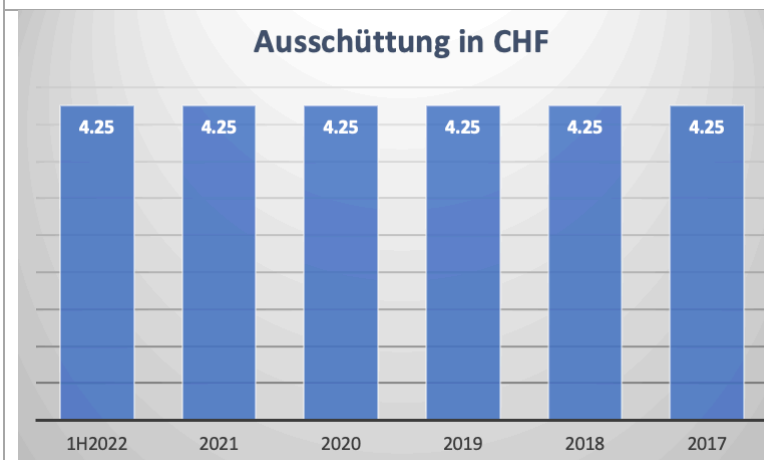
Bezeichnung	31.12.2020 (JA)	31.12.2021 (JA)	30.06.2022 (HJ)	31.12.2022* *HJ hochgerechnet
Vermögen				
Verkehrswert (in CHF Mio.)	306.8	326.7	330.7	
GAV (in CHF Mio.)	311.2	331.1	336.8	
NAV (in CHF Mio.)	236.6	235.4	230.7	
Portfolio-Wertsteigerung vs VJ in CHF Mio. und (%)	n.a.	3.8 (1.2%)	4 (1.2%)	
Rendite				
Anlagerendite	1.79%	3.98%	2.5%	5%
EBIT-Marge	65.11%	63.77%	66.09%	
Ausschüttungsrendite	4.63%	4.59%	n.a.	
Ausschüttungsquote	100.5%	105%	n.a.	
Mietertrag (in CHF Mio.)	16.2	16.0	8.2	16.4
Nettoertrag (in CHF Mio.)	10.1	9.7	5.0	10
Börsenrelevant				
Börsenkap. (in CHF Mio.)	220.1	222	189.6	
Schlusskurs (in CHF)	91.7	92.5	79	
Agio	-6.98%	-5.69%	-17.84%	
TER _{REV} GAV	0.97%	0.99%	0.94%	

Tabelle 9: Kennzahlen von Fonds 3 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

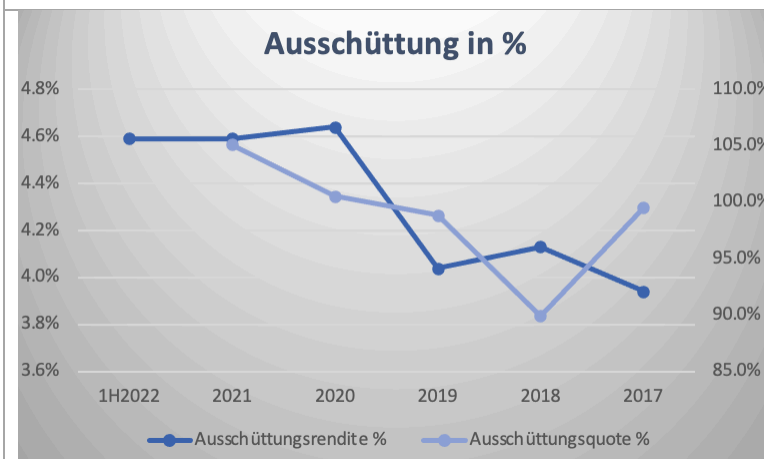




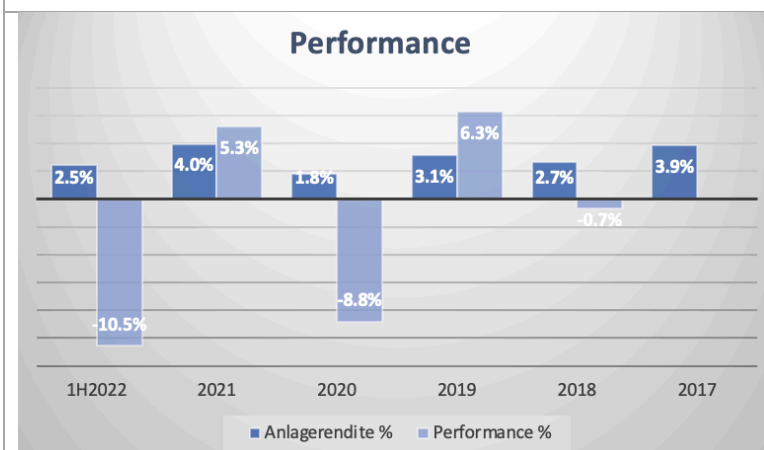
- Stabile Mietzinseinnahmen, ohne eine wirkliche Aufwärtsbewegung
- Relativ grosse Diskrepanz zwischen Mietzinseinnahmen und Gesamterfolg



- Konstante Ausschüttung, im Interesse der Investoren



- Die Ausschüttungsrendite nahm kontinuierlich zu, obwohl gerade festgestellt wurde, dass der Ausschüttungsbetrag pro Anteil konstant ist
- Stark zunehmende Ausschüttungsquote als Resultat daraus



- Durchgezogene Performance mit einer grossen Reduktion im ersten Halbjahr 2022

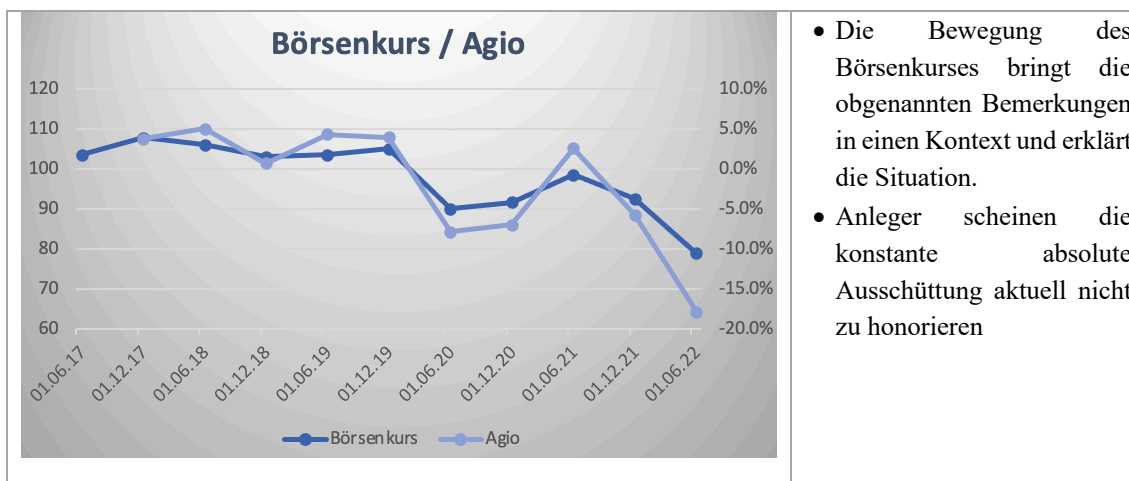


Tabelle 10: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 3 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

4.5 Fonds 4: Immofonds

Der Immofonds wurde 1955 und gehört zu den grössten kotierten Immobilienfonds der Schweiz. Das Vehikel investiert primär in konjunkturreistente Wohn- und Geschäftsliegenschaften in städtischen Zentren und Agglomerationen, wobei der Anteil an Wohnliegenschaften mindestens 75% betragen muss.

Die folgende Beschreibung ist per 30.06.2022, dem letzten Jahresbericht des Vehikels. Das Portfolio umfasst 130 Liegenschaften, die einen Vermietungsstand von fast 98% aufweisen. Die Fremdfinanzierungsquote liegt bei 21.1%. Eine genaue Übersicht der Aufteilung nach Geographie und Nutzung wird anschliessend aufgezeigt.

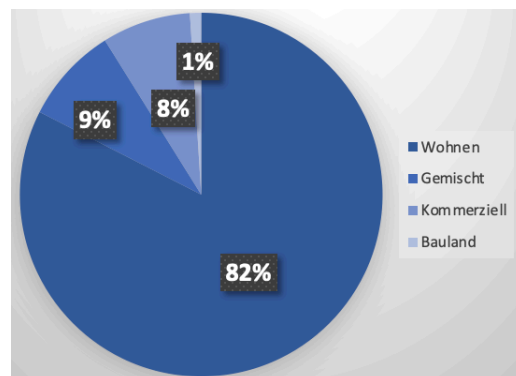
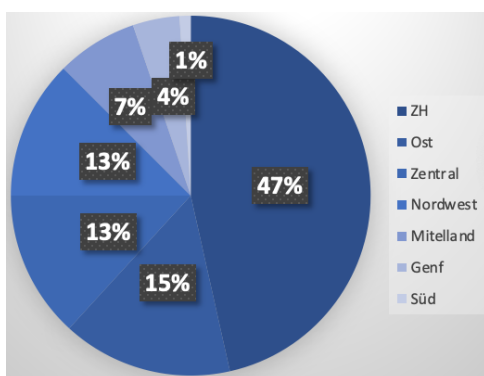


Abbildung 29: Regionale Aufteilung des Portfolios 4 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)
 Abbildung 30: Nutzungsarten des Portfolios 4 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)

In der Periode 01.07.2021-30.06.2022 nahm der Marktwert des Portfolios um 9.8% auf CHF 1'998 Mio. zu. Aus diesem Zuwachs stammt allerdings nur ca. 75%, also rund 7.35% oder CHF 133 Mio., aus der Aufwertung des Bestandsportfolios. Das Nettofondsvermögen hingegen lag bei CHF 1'394 Mio.

Die Mietzinseinnahmen stiegen innerhalb dieser Periode um 2.9% auf CHF 80.7 Mio., während der Nettoertrag um 1.88% auf CHF 48.8 Mio. zunahm. Der Cashflow entsprach dem Nettoertrag, da keine Rückstellungen aufgelöst wurden und es keine Abschreibungen gab, identisch zum Vorjahr.

Die Ausschüttung betrug unverändert CHF 13.50 pro Anteil, womit die Barrendite per 30.06.22 auf 2.6% leicht angestiegen ist. Zusammen mit dem Vortrag des Vorjahres (CHF 5.365 Mio.) lag der zu verteilende verfügbare Erfolg bei CHF 54.13 Mio., wovon CHF 6.725 Mio. als Vortrag für die nächste Rechnung gebucht wurde. Ausgeschüttet wurde somit CHF 47.4 Mio., ein Wert unter dem erwirtschafteten Nettoertrag, wie es bereits im Vorjahr der Fall war. Gemessen am Cashflow war die Ausschüttungsquote somit 97.2%.

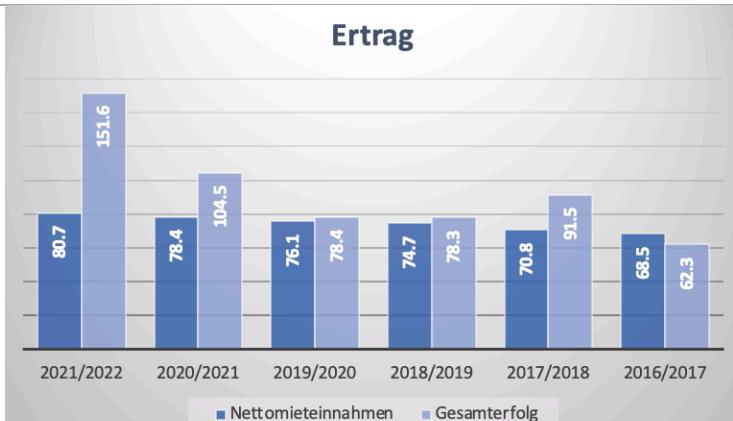
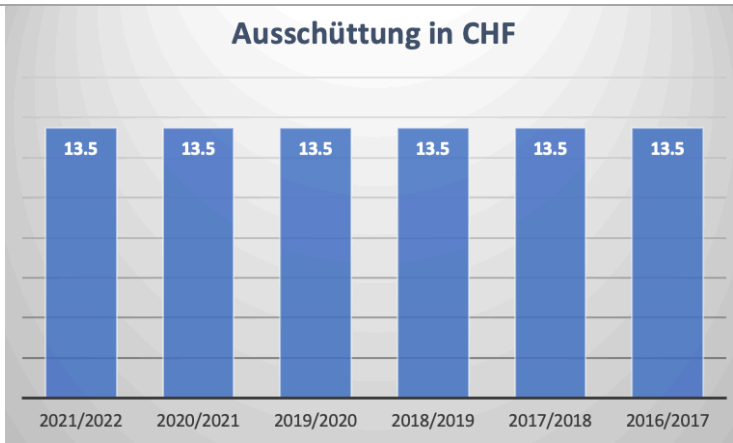

Der Börsenkurs der Anteile reduzierte sich von CHF 590 auf CHF 520, wodurch sich das Agio von über 60% bei ungefähr 30% vorübergehend einpendelte.

Das Geschäftsjahr dauert jeweils vom 1. Juli bis zum 30. Juni.

Bezeichnung	30.06.2020	30.06.2021	30.06.2022
	(JA)	(JA)	(JA)
Vermögen			
Verkehrswert (in CHF Mio.)	1'687	1'810	1'988
GAV (in CHF Mio.)	1'705	1'827	2'010
NAV (in CHF Mio.)	1'130	1'290	1'394
Portfolio-Wertsteigerung vs VJ in CHF Mio. und (%)	27.4 (2.6%)	61.6 (3.6%)	133 (7.35%)
Rendite			
Anlagerendite	7.5%	8.8%	12.2%
EBIT-Marge	73.3%	72.2%	72.2%
Ausschüttungsrendite	2.6%	2.3%	2.6%
Ausschüttungsquote	95%	99%	97.2%
Mietertrag (in CHF Mio.)	76.1	78.4	80.7
Nettoertrag (in CHF Mio.)	45.8	47.9	48.8
Börsenrelevant			
Börsenkap. (in CHF Mio.)	1'658	2'071	1'826
Schlusskurs (in CHF)	515	590	520
Agio	46.7%	60.6%	31%

TER_{REV}GAV	0.65%	0.64%	0.67%
-----------------------------	-------	-------	-------

Tabelle 11: Kennzahlen von Fonds 4 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

Vermögen	<ul style="list-style-type: none"> • Stabile Vermögensentwicklung • Kompaktes Bild, was den Investoren gefällt, wie beim unschwer der Börsenkapitalisierung, besonders 2021, entnehmen kann 																																			
 <table border="1"> <caption>Vermögen (CHF)</caption> <thead> <tr> <th>Zeitraum</th> <th>MW Liegenschaften</th> <th>GAV</th> <th>NAV</th> <th>Börsenkap</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2021/2022</td> <td>1'988</td> <td>2'010</td> <td>1'394</td> <td>1'826</td> </tr> <tr> <td>2020/2021</td> <td>1'810</td> <td>1'827</td> <td>1'290</td> <td>2'071</td> </tr> <tr> <td>2019/2020</td> <td>1'687</td> <td>1'705</td> <td>1'130</td> <td>1'668</td> </tr> <tr> <td>2018/2019</td> <td>1'602</td> <td>1'612</td> <td>1'095</td> <td>1'495</td> </tr> <tr> <td>2017/2018</td> <td>1'526</td> <td>1'548</td> <td>1'060</td> <td>1'394</td> </tr> <tr> <td>2016/2017</td> <td>1'409</td> <td>1'416</td> <td>1'012</td> <td>1'467</td> </tr> </tbody> </table>	Zeitraum	MW Liegenschaften	GAV	NAV	Börsenkap	2021/2022	1'988	2'010	1'394	1'826	2020/2021	1'810	1'827	1'290	2'071	2019/2020	1'687	1'705	1'130	1'668	2018/2019	1'602	1'612	1'095	1'495	2017/2018	1'526	1'548	1'060	1'394	2016/2017	1'409	1'416	1'012	1'467	<ul style="list-style-type: none"> • Stabile und aufwärtstendierende Mietzinseinnahmen • Attraktiver Gesamterfolg in Relation
Zeitraum	MW Liegenschaften	GAV	NAV	Börsenkap																																
2021/2022	1'988	2'010	1'394	1'826																																
2020/2021	1'810	1'827	1'290	2'071																																
2019/2020	1'687	1'705	1'130	1'668																																
2018/2019	1'602	1'612	1'095	1'495																																
2017/2018	1'526	1'548	1'060	1'394																																
2016/2017	1'409	1'416	1'012	1'467																																
 <table border="1"> <caption>Ertrag (CHF)</caption> <thead> <tr> <th>Zeitraum</th> <th>Nettomieteinnahmen</th> <th>Gesamterfolg</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2021/2022</td> <td>80.7</td> <td>151.6</td> </tr> <tr> <td>2020/2021</td> <td>78.4</td> <td>104.5</td> </tr> <tr> <td>2019/2020</td> <td>76.1</td> <td>78.4</td> </tr> <tr> <td>2018/2019</td> <td>74.7</td> <td>78.3</td> </tr> <tr> <td>2017/2018</td> <td>70.8</td> <td>91.5</td> </tr> <tr> <td>2016/2017</td> <td>68.5</td> <td>62.3</td> </tr> </tbody> </table>	Zeitraum	Nettomieteinnahmen	Gesamterfolg	2021/2022	80.7	151.6	2020/2021	78.4	104.5	2019/2020	76.1	78.4	2018/2019	74.7	78.3	2017/2018	70.8	91.5	2016/2017	68.5	62.3	<ul style="list-style-type: none"> • Konstante Ausschüttung im Interesse der Investoren 														
Zeitraum	Nettomieteinnahmen	Gesamterfolg																																		
2021/2022	80.7	151.6																																		
2020/2021	78.4	104.5																																		
2019/2020	76.1	78.4																																		
2018/2019	74.7	78.3																																		
2017/2018	70.8	91.5																																		
2016/2017	68.5	62.3																																		
 <table border="1"> <caption>Ausschüttung in CHF</caption> <thead> <tr> <th>Zeitraum</th> <th>Ausschüttung</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2021/2022</td> <td>13.5</td> </tr> <tr> <td>2020/2021</td> <td>13.5</td> </tr> <tr> <td>2019/2020</td> <td>13.5</td> </tr> <tr> <td>2018/2019</td> <td>13.5</td> </tr> <tr> <td>2017/2018</td> <td>13.5</td> </tr> <tr> <td>2016/2017</td> <td>13.5</td> </tr> </tbody> </table>	Zeitraum	Ausschüttung	2021/2022	13.5	2020/2021	13.5	2019/2020	13.5	2018/2019	13.5	2017/2018	13.5	2016/2017	13.5																						
Zeitraum	Ausschüttung																																			
2021/2022	13.5																																			
2020/2021	13.5																																			
2019/2020	13.5																																			
2018/2019	13.5																																			
2017/2018	13.5																																			
2016/2017	13.5																																			

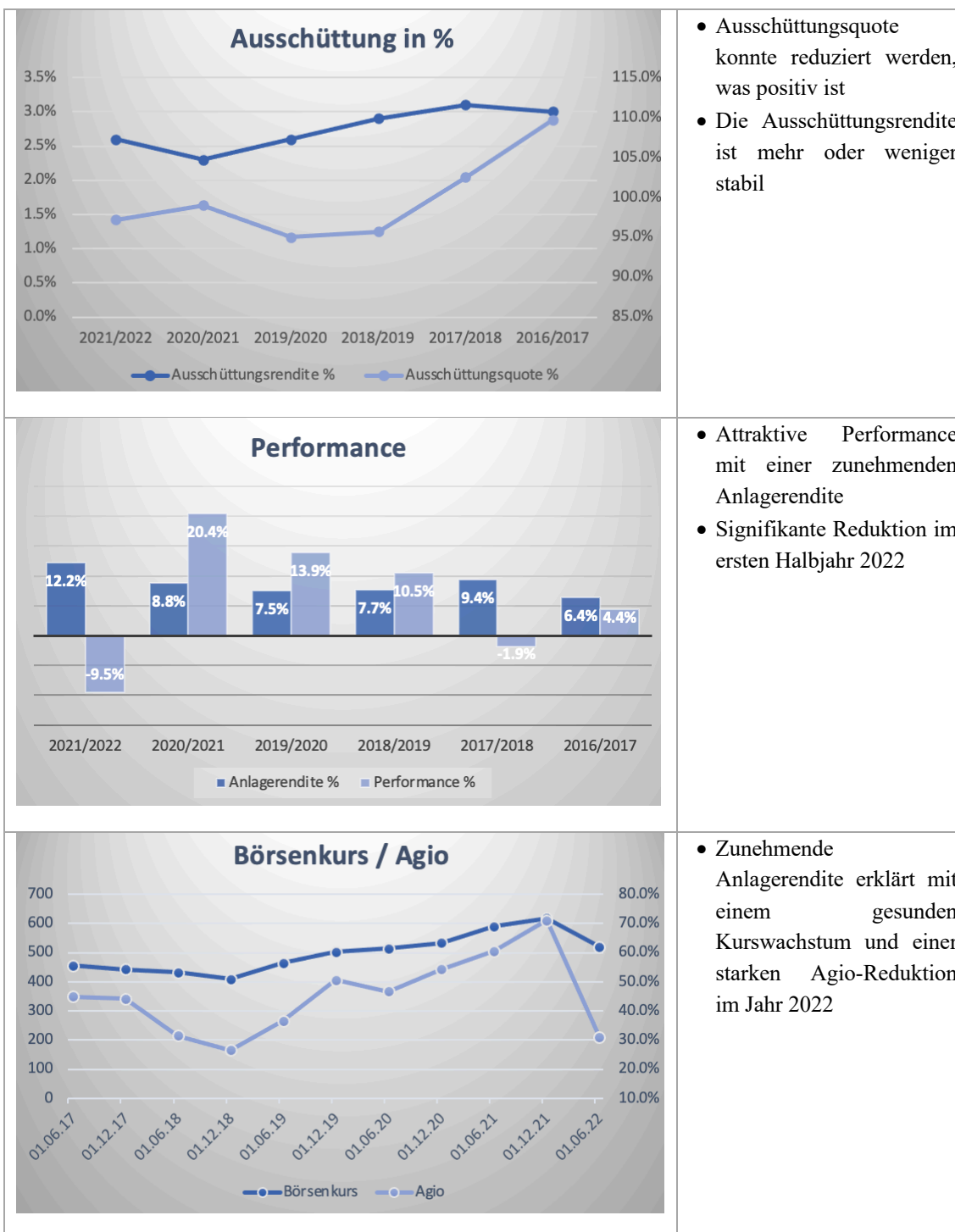


Tabelle 12: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 4 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

4.6 Fonds 5: UBS Property Fund – Swiss Mixed “Sima”

Der UBS Sima Fonds wurde 1950 lanciert und ist somit der älteste kotierte Immobilienfonds der Schweiz.

Die folgende Beschreibung ist per 30.06.2022, dem letzten Bericht (Halbjahresbericht) des Vehikels. Sima ist nicht nur der Älteste, sondern auch der grösste kotierte Fonds in diesem Segment.

Das Vehikel investiert primär in konjunkturresistente Wohn- und Geschäftsliegenschaften in städtischen Zentren und Agglomerationen. Der Vermietungsstand beträgt fast 98%, wobei die Mietausfallrate 4.5% aufweist. Die fünf grössten Mieter, wovon keiner mehr als 5% der Mietzinseinnahmen ausmacht, sind zusammen für ca. 8.3% der Mieteinnahmen verantwortlich. Die Fremdfinanzierungsquote liegt bei 24.2%. Eine genaue Übersicht der Aufteilung nach Geographie und Nutzung wird anschliessend aufgezeigt.

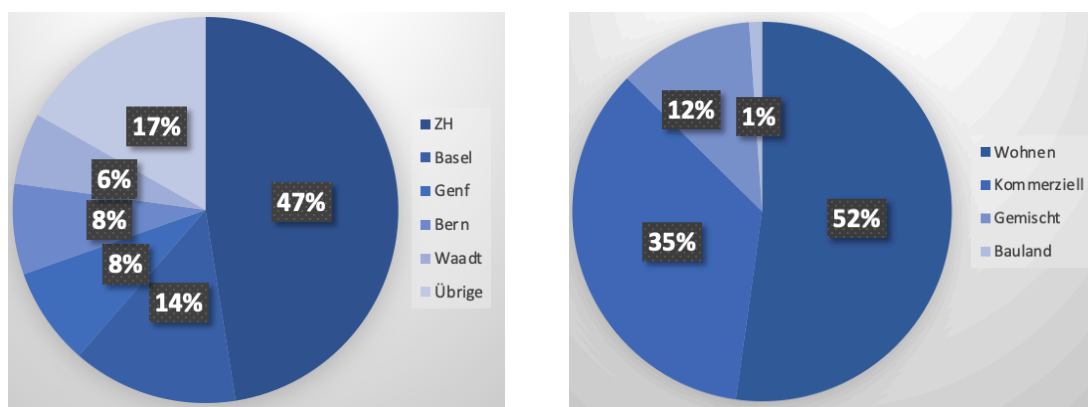


Abbildung 31: Regionale Aufteilung des Portfolios 5 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)
 Abbildung 32: Nutzungsarten des Portfolios 5 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)

In der Periode 31.12.2021-30.06.2022 nahm der Marktwert des Portfolios um weniger als 1% auf CHF 11'102 Mio. zu. Das Nettofondsvermögen hingegen lag bei 7'256 Mio.

Die Mietzinseinnahmen im ersten Halbjahr 2022 waren bei CHF 209.4 Mio., was einem Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode von 4.4% entspricht. Der Nettoertrag blieb mit CHF 119.5 Mio. dafür praktisch identisch zur Vorperiode. Der Cashflow war mit CHF 122.5 Mio. aufgrund Rückstellungen leicht höher. Per 31.12.2021, also dem offiziellen Jahresabschluss, war der Cashflow mit dem Nettoertrag identisch und lag bei CHF 230.64 Mio.

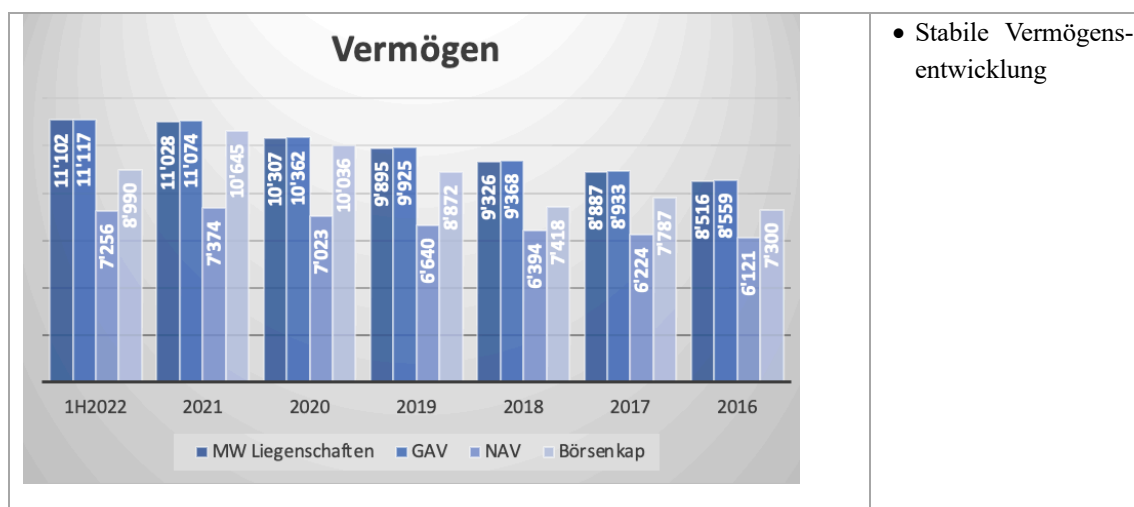
Die Ausschüttung betrug unverändert CHF 3.25 pro Anteil, womit die Barrendite per 31.12.2021 bei 2.2% lag. Zusammen mit dem Vortrag des Vorjahres (CHF 7.24 Mio.) lag der zu verteilende verfügbare Erfolg bei CHF 237.88 Mio., wovon CHF 5.07 Mio. als Vortrag für die nächste Rechnung gebucht wurde. Ausgeschüttet wurde somit CHF 232.81 Mio., ein Wert über dem erwirtschafteten Nettoertrag, wie es bereits im Vorjahr der Fall war. Gemessen am Cashflow war die Ausschüttungsquote somit 100.9%.

Der Börsenkurs der Anteile reduzierte sich im ersten Halbjahr 2022 von CHF 148.6 auf CHF 125.5, wodurch sich das Agio von über 44% bei ungefähr 24% vorübergehend einpendelte.

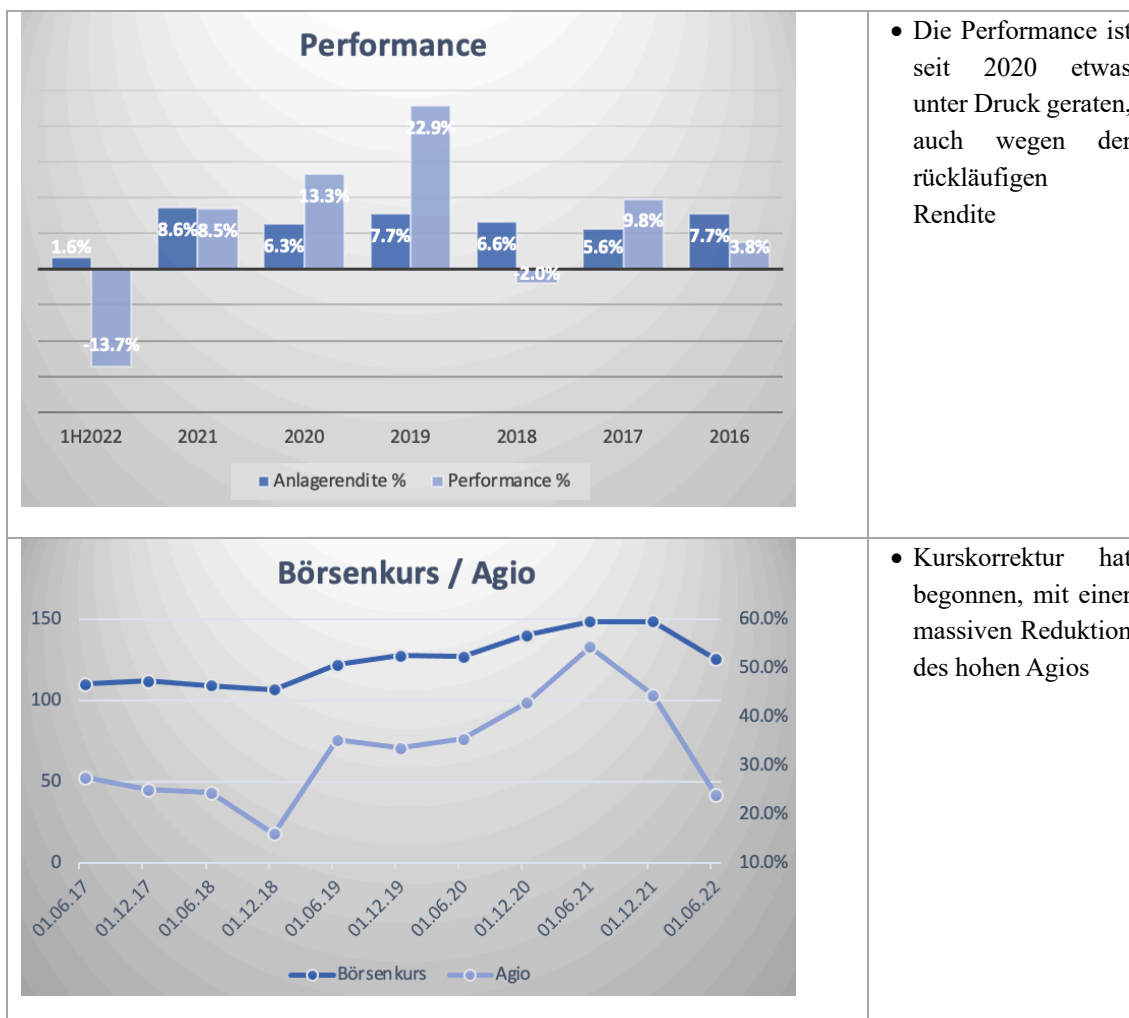
Das Geschäftsjahr dauert jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember.

Bezeichnung	31.12.2020 (JA)	31.12.2021 (JA)	30.06.2022 (HJ)	31.12.2022* *HJ hochgerechnet
Vermögen				
Verkehrswert (in CHF Mio.)	10'307	11'028	11'102	
GAV (in CHF Mio.)	10'362	11'074	11'117	
NAV (in CHF Mio.)	7'022	7'374	7'256	
Portfolio-Wertsteigerung vs VJ in CHF Mio. und (%)	413 (4.2%)	721 (7%)	74 (<1%)	
Rendite				
Anlagerendite	6.3%	8.6%	1.6%	3.2%
EBIT-Marge	70.8%	70.5%	69.3%	
Ausschüttungsrendite	2.3%	2.2%	n.a.	
Ausschüttungsquote	101.3%	100.9%	n.a.	
Mietertrag (in CHF Mio.)	398.2	403.4	209.4	418
Nettoertrag (in CHF Mio.)	229.8	230.6	119.5	239
Börsenrelevant				
Börsenkap. (in CHF Mio.)	10'036	10'644	8'990	
Schlusskurs (in CHF)	140.1	148.6	125.5	
Agio	42.9%	44.4%	23.9%	
TER _{REV} GAV	0.77%	0.77%	0.77%	

Tabelle 13: Kennzahlen von Fonds 5 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)







- Die Performance ist seit 2020 etwas unter Druck geraten, auch wegen der rückläufigen Rendite

- Kurskorrektur hat begonnen, mit einer massiven Reduktion des hohen Agios

Tabelle 14: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 5 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

4.7 Fonds 6: Polymen Fonds Immobilien

Der Polymen Fonds wurde 2010 lanciert und ist spezialisiert auf Wohnimmobilien in der Westschweiz, Fokus auf Genf, Vaud und Lausanne. Der Fonds zeichnet sich durch die zentralen Lagen sowie relativ tiefen Mietzinsen aus.

Die folgende Beschreibung ist per 30.06.2022, dem letzten Bericht (Halbjahresbericht) des Vehikels. Polymen gewichtet Wohnliegenschaften mit 59% leicht höher als die 41%, die in Gewerbeliegenschaften investiert sind. Das Portfolio besteht aus 44 Objekten. Die Mietausfallrate lag bei 3.72%, während nur ein Mieter mehr als 5% der gesamten Mieteinnahmen ausmacht. Die Fremdfinanzierungsquote liegt bei 30.3%. Eine genaue Übersicht der Aufteilung nach Nutzung wird anschliessend aufgezeigt.

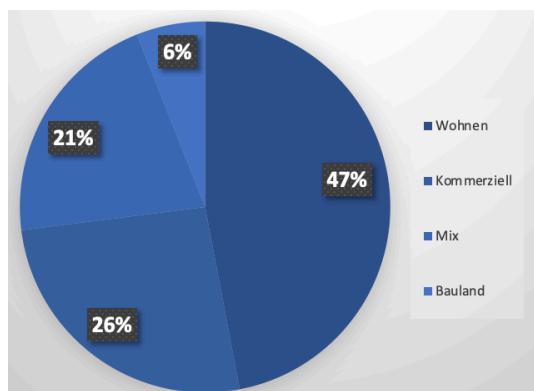


Abbildung 33: Nutzungsarten des Portfolios 6 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsbericht Fonds)

In der Periode 31.12.2021-30.06.2022 nahm der Marktwert des Portfolios um weniger als 2% auf CHF 528.6 Mio. zu. Das Nettofondsvermögen hingegen lag bei 356.4 Mio.

Die Mietzinseinnahmen im ersten Halbjahr 2022 waren bei CHF 10.86 Mio., was einem Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode von 7.8% entspricht. Der Nettoertrag nahm auf CHF 4.65 Mio. um über 27% gegenüber der Vorperiode zu. Der Cashflow war mit dem Nettoertrag identisch. Per 31.12.2021, also dem offiziellen Jahresabschluss, war der Cashflow mit dem Nettoertrag identisch und lag bei CHF 8.5 Mio.

Die Ausschüttung betrug CHF 3.10 pro Anteil, womit die Barrendite per 31.12.2021 bei 1.88% lag. Zusammen mit dem Vortrag des Vorjahres (CHF 1 Mio.) war der zu verteilende verfügbare Erfolg bei CHF 9.5 Mio., wovon CHF 1.47 Mio. als Vortrag für die nächste Rechnung gebucht wurde. Ausgeschüttet wurde somit CHF 8.09 Mio., ein Wert unter dem erwirtschafteten Nettoertrag, wie es bereits im Vorjahr der Fall war. Gemessen am Cashflow war die Ausschüttungsquote somit 95.1%.

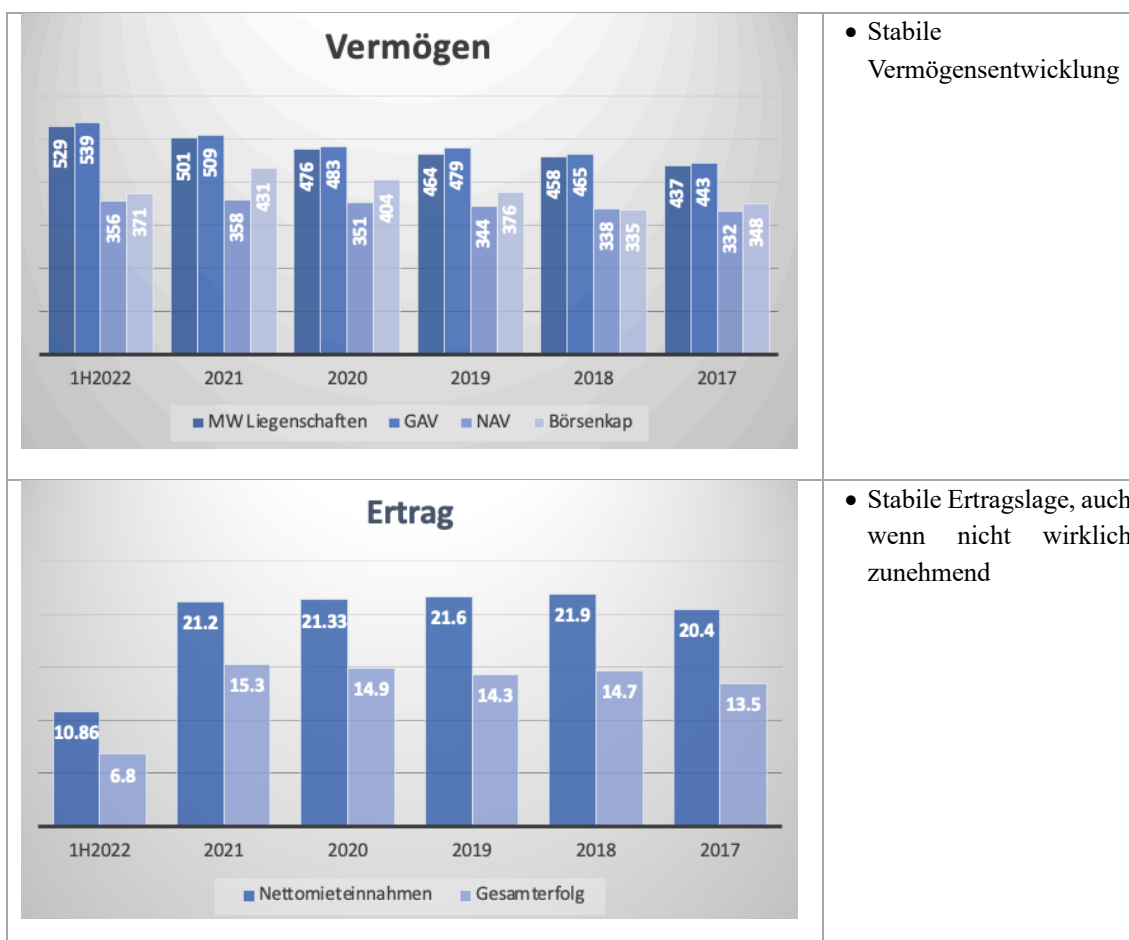
Der Börsenkurs der Anteile reduzierte sich im ersten Halbjahr 2022 von CHF 165 auf CHF 142, wodurch sich das Agio von über 20% bei ungefähr 4% vorübergehend einpendelte.

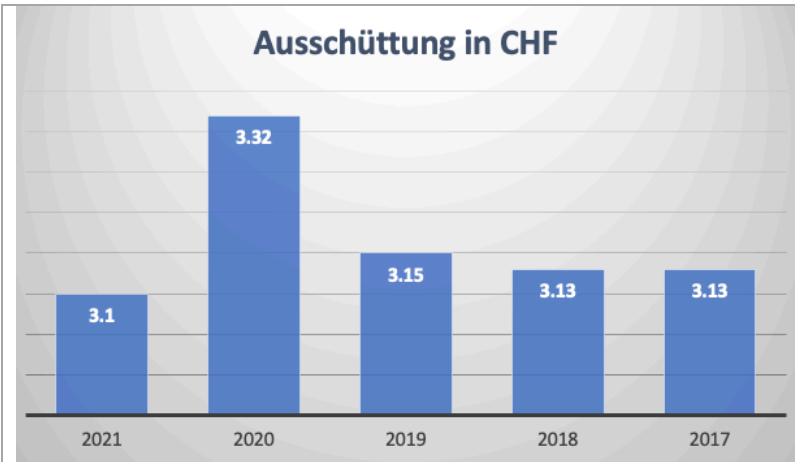
Das Geschäftsjahr dauert jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember.

Bezeichnung	31.12.2020 (JA)	31.12.2021 (JA)	30.06.2022 (HJ)	31.12.2022* *HJ hochgerechnet
Vermögen				
Verkehrswert (in CHF Mio.)	475.8	501.1	528.6	
GAV (in CHF Mio.)	482.5	508.7	538.5	
NAV (in CHF Mio.)	351.0	357.7	356.4	

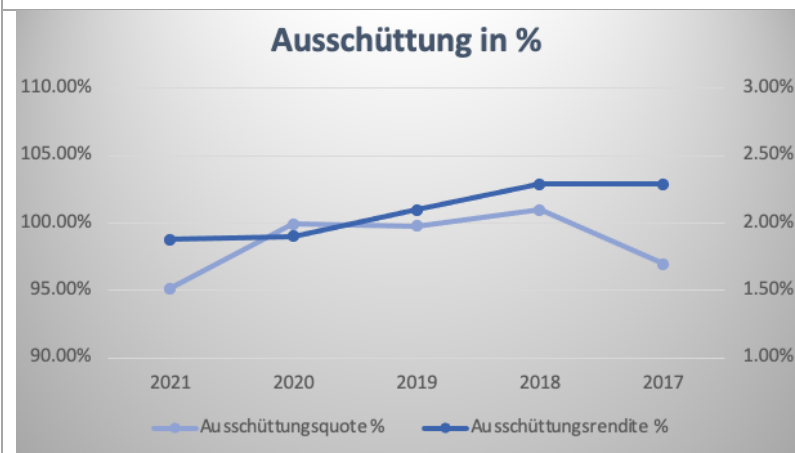
Portfolio-Wertsteigerung vs VJ in CHF Mio. und (%)	22.4 (4.7%)	22.5 (4.7%)	9.6 (2%)	
Rendite				
Anlagerendite	4.47%	4.47%	3.68%	3.68%
EBIT-Marge	66.80%	65.05%	66.95%	
Ausschüttungsrendite	1.90%	1.88%	n.a.	
Ausschüttungsquote	99.92%	95.14%	n.a.	
Mietertrag (in CHF Mio.)	21.33	21.20	10.86	21.72
Nettoertrag (in CHF Mio.)	8.68	8.50	4.65	9.3
Börsenrelevant				
Börsenkap. (in CHF Mio.)	404.3	430.9	371.4	
Schlusskurs (in CHF)	154.9	165.1	142.3	
Agio	17.47%	20.47%	4.21%	
TER _{REV} GAV	0.96%	0.86%	0.84%	

Tabelle 15: Kennzahlen von Fonds 6 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

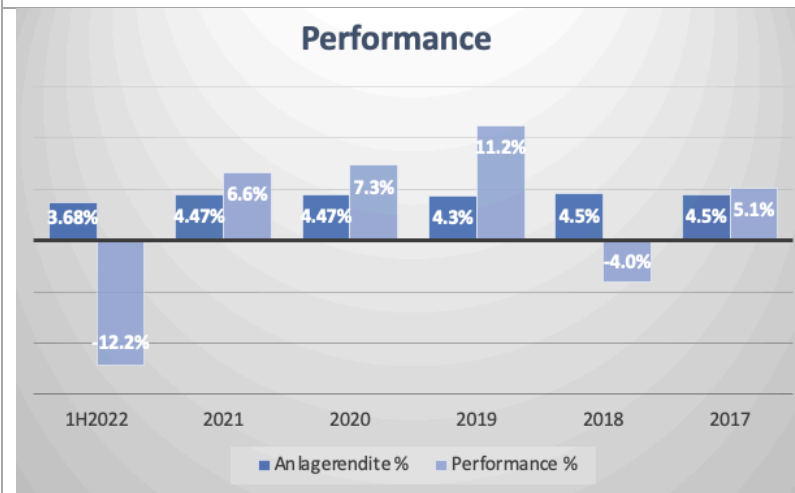




- Ausschüttung stabil und auf den ersten Einblick abhängig vom Ertrag (daher volatil, auch wenn im kleinen Masse)



- Insignifikante Reduktion der Anlagerendite
- Reduktion der Ausschüttungsquote auf wieder unter 100%, was positiv zu werten ist



- 2021 und 2022 schneidet nicht gut ab

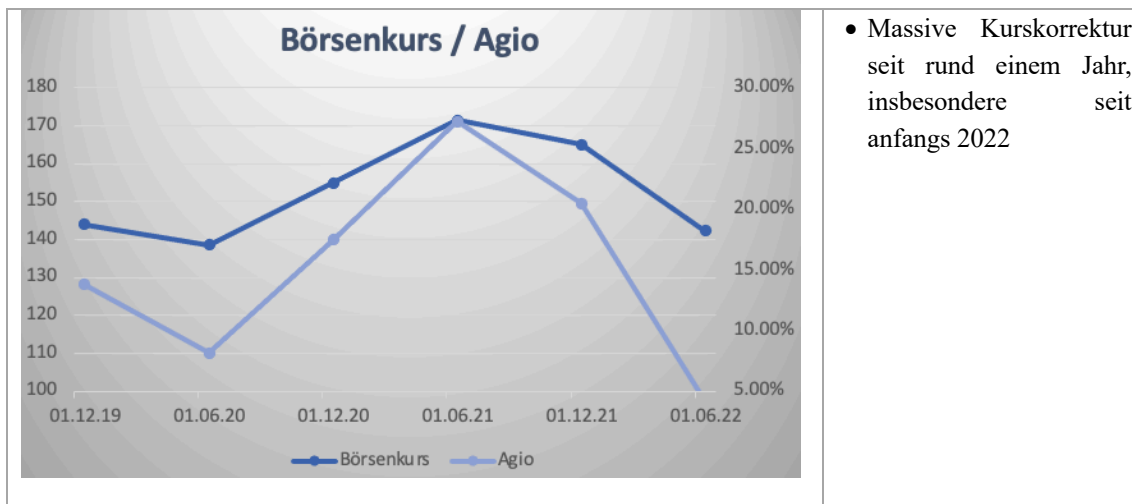


Tabelle 16: Illustrationen der Kennzahlen von Fonds 6 (eigene Darstellung, Daten: Geschäftsberichte Fonds)

5. Ergebnisse

Die Höhe der Ausschüttung gilt grundsätzlich als wichtiger Indikator für eine gute Anlage. Eine Ausschüttung ist nachhaltig, wenn sie operativ erwirtschaftet wurde und somit langfristig sichergestellt werden kann. Wie bereits erwähnt, umfasst das Schweizer Immobilienfondsuniversum 38 Fonds, wovon 6 detailliert untersucht wurden in Bezug auf die Ausschüttung. Es wurde getestet, ob die ausgewählten Fonds in der Vergangenheit mehr ausgeschüttet haben, als sie operativ erwirtschaftet haben. Fonds versuchen, verständlicherweise, die Ausschüttung wie auch die Ausschüttungsquote relativ hoch und dem Vorjahr gegenüber zumindest stabil zu halten. Kotierte Fonds lassen sich einfach und direkt an diesen Kennzahlen vergleichen, weshalb die Fonds umso mehr bestrebt sind, gute Werte zu erzielen. Oft geht eine hohe Ausschüttungsquote auf Kosten des Unterhalts der Portfolios, was wiederum langfristig gesehen eine nachhaltige Ertragssituation gefährden kann.

Das Marktzinsniveau ist ein kritisches Element. Ein höheres Zinsniveau führt letztendlich, aufgrund der Discount-Cashflow-Bewertungsmethode und den höheren Diskontierungssätzen, zu tieferen Marktwerten von Immobilien. Somit würde sich der NAV der Fonds kurz- bis mittelfristig reduzieren, was bei gleichbleibenden Börsenpreisen das Agio erhöhen würde. Dies ist aber nicht der Fall, da steigende Zinsen die Nachfrage nach Immobilienanlagen eher dämpft und somit zu tieferen Börsenkursen führen wird.

Dieses Kapitel wird nun die Ergebnisse von Kapitel 4 auswerten.

5.1 Ausschüttungsrendite gemessen am Börsenkurs und NAV

Aufgrund der im laufenden Jahr erfolgten Korrekturen bei kotierten Immobilienfonds hat sich die durchschnittliche Ausschüttungsrendite auf rund 3% verbessert. Wie erwähnt, habe sich die Börsenkurse, und damit die oft vorhandenen Agios, deutlich reduziert, was konsequenterweise die Gesamtperformance beeinflusst hat. Eine stabile Ausschüttungsrendite ist vielen Investoren wichtiger als die Wertsteigerung des Immobilienportfolios, da sie nachhaltiger und somit planbar ist. Im Durchschnitt der letzten 30 Jahre betrug die durchschnittliche Ausschüttungsrendite Schweizer Immobilienfonds ebenfalls 3%.

Nachfolgend werden die Ausschüttungsrenditen der Fonds über die letzten drei Berichtsjahren aufgezeigt, gemessen am Börsenkurs und dem Nettofondsvermögen. Die Ausschüttungsrendite gemessen am anteiligen NAV übersteigt jeweils die Ausschüttungsrendite gemessen am Börsenkurs, sofern ein positives Agio vorhanden ist. Dies war bei vier der sechs Fonds der Fall.

Zusätzlich erwähnt ist die durchschnittliche Ausschüttungsquote über die Periode. Zudem wird das über die Periode durchschnittliche Agio/Disagio vermerkt, wie auch die aktuelle Kennzahl für dieses Jahr. Man kann eine signifikante Reduktion der Agios feststellen. Nur der CS Fonds zeigt eine Zunahme, was aber damit zu tun hat, dass der letzte Bericht vom 31. März dieses Jahres ist, während alle anderen Fonds die Zahlen per 30. Juni publiziert haben.

<p>Ø Agio 30.06.22 1% -8.2%</p> <p>Helvetica ✓</p> <p>Ø payout ratio: 84.6%</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Period</th> <th>Ausschüttungsrendite / Börsenkurs</th> <th>Ausschüttungsrendite / NAV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>31.12.21</td> <td>4.57%</td> <td>4.57%</td> </tr> <tr> <td>31.12.20</td> <td>4.68%</td> <td>4.43%</td> </tr> <tr> <td>31.12.19</td> <td>4.06%</td> <td>4.44%</td> </tr> </tbody> </table>	Period	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV	31.12.21	4.57%	4.57%	31.12.20	4.68%	4.43%	31.12.19	4.06%	4.44%	<ul style="list-style-type: none"> • Disagio aktuell vorhanden, Fonds ist <5 Jahre kotiert • Tiefste Ausschüttungsquote und sehr hohe Ausschüttungsrendite (wegen Disagio) • Ausschüttung in CHF nahm kontinuierlich zu, während Ausschüttungsrendite sich 2021 reduzierte (ggü. VJ) • Scheint auf den ersten Blick, als ob Ausschüttung operativ erwirtschaftet wird
Period	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV											
31.12.21	4.57%	4.57%											
31.12.20	4.68%	4.43%											
31.12.19	4.06%	4.44%											
<p>Ø Agio 31.03.22: 32.2% 38.2%</p> <p>CS ?</p> <p>Ø payout ratio: 105.5%</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Period</th> <th>Ausschüttungsrendite</th> <th>Ausschüttungsrendite / NAV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>30.09.21</td> <td>2.71%</td> <td>3.69%</td> </tr> <tr> <td>30.09.20</td> <td>2.69%</td> <td>3.74%</td> </tr> <tr> <td>30.09.19</td> <td>3.10%</td> <td>3.75%</td> </tr> </tbody> </table>	Period	Ausschüttungsrendite	Ausschüttungsrendite / NAV	30.09.21	2.71%	3.69%	30.09.20	2.69%	3.74%	30.09.19	3.10%	3.75%	<ul style="list-style-type: none"> • Hohes Agio vorhanden (per 30.09.21) • Höchste Ausschüttungsquote ermöglicht stabile Ausschüttung (absolut und in %) • Scheint auf den ersten Blick, als ob die Ausschüttung stabil gehalten wird, aber auf Kosten eines höheren Risikos. Es ist fraglich, ob der Ertrag die Dividende deckt
Period	Ausschüttungsrendite	Ausschüttungsrendite / NAV											
30.09.21	2.71%	3.69%											
30.09.20	2.69%	3.74%											
30.09.19	3.10%	3.75%											
<p>Ø Agio 30.06.22: -2.9% -17.8%</p> <p>SF Commercial ?</p> <p>Ø payout ratio: 101.5%</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Period</th> <th>Ausschüttungsrendite / Börsenkurs</th> <th>Ausschüttungsrendite / NAV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>31.12.21</td> <td>4.59%</td> <td>4.33%</td> </tr> <tr> <td>31.12.20</td> <td>4.64%</td> <td>4.31%</td> </tr> <tr> <td>31.12.19</td> <td>4.04%</td> <td>4.20%</td> </tr> </tbody> </table>	Period	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV	31.12.21	4.59%	4.33%	31.12.20	4.64%	4.31%	31.12.19	4.04%	4.20%	<ul style="list-style-type: none"> • Hohes Disagio aktuell vorhanden, Fonds ist <5 Jahre kotiert • Relativ hohe Ausschüttungsquote ermöglicht eine konstante Ausschüttung in CHF (auch in % relativ stabil und hoch, wegen Disagio) • Scheint auf den ersten Blick, als ob man nicht eindeutig sagen kann, wie nachhaltig der Fonds operiert
Period	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV											
31.12.21	4.59%	4.33%											
31.12.20	4.64%	4.31%											
31.12.19	4.04%	4.20%											

<p>Ø Agio 30.06.22 58.7% 31%</p> <p>Immofonds ✓</p> <p>Ø payout ratio: 97.0%</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Ausschüttungsrendite / Börsenkurs</th> <th>Ausschüttungsrendite / NAV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>30.06.22</td> <td>2.60%</td> <td>3.40%</td> </tr> <tr> <td>30.06.21</td> <td>2.30%</td> <td>3.67%</td> </tr> <tr> <td>30.06.20</td> <td>2.60%</td> <td>3.85%</td> </tr> </tbody> </table>	Year	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV	30.06.22	2.60%	3.40%	30.06.21	2.30%	3.67%	30.06.20	2.60%	3.85%	<ul style="list-style-type: none"> • Immernoch hohes Agio vorhanden • Ausschüttungsquote relativ tief. Konstante absolute Ausschüttung, aber auch in % stabil. • Scheint auf den ersten Blick, als ob Ausschüttung operativ erwirtschaftet wird, wenn man die Ausschüttungsquote mit der Stabilität anschaut • Das Agio untermauert die Nachfrage von Investoren
Year	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV											
30.06.22	2.60%	3.40%											
30.06.21	2.30%	3.67%											
30.06.20	2.60%	3.85%											
<p>Ø Agio 30.06.22 40.3% 23.9%</p> <p>UBS ?</p> <p>Ø payout ratio: 102.2%</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Ausschüttungsrendite / Börsenkurs</th> <th>Ausschüttungsrendite / NAV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>31.12.21</td> <td>2.20%</td> <td>3.16%</td> </tr> <tr> <td>31.12.20</td> <td>2.30%</td> <td>3.31%</td> </tr> <tr> <td>31.12.19</td> <td>2.50%</td> <td>3.40%</td> </tr> </tbody> </table>	Year	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV	31.12.21	2.20%	3.16%	31.12.20	2.30%	3.31%	31.12.19	2.50%	3.40%	<ul style="list-style-type: none"> • Immernoch ein hohes Agio vorhanden • Hohe Ausschüttungsquote ermöglicht stabile Ausschüttung in CHF. Die Ausschüttungsrendite reduziert sich gradual • Scheint auf den ersten Blick, als ob die Ausschüttung stabil gehalten wird, aber auf Kosten eines höheren Risikos. Es ist fraglich, ob der Ertrag die Dividende deckt
Year	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV											
31.12.21	2.20%	3.16%											
31.12.20	2.30%	3.31%											
31.12.19	2.50%	3.40%											
<p>Ø Agio 30.06.22 17.2% 4.2%</p> <p>Polymen ✓</p> <p>Ø payout ratio: 98.3%</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Ausschüttungsrendite / Börsenkurs</th> <th>Ausschüttungsrendite / NAV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>31.12.21</td> <td>1.88%</td> <td>2.26%</td> </tr> <tr> <td>31.12.20</td> <td>1.90%</td> <td>2.47%</td> </tr> <tr> <td>31.12.19</td> <td>2.10%</td> <td>2.39%</td> </tr> </tbody> </table>	Year	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV	31.12.21	1.88%	2.26%	31.12.20	1.90%	2.47%	31.12.19	2.10%	2.39%	<ul style="list-style-type: none"> • Kleines Agio vorhanden, stark reduziert allerdings • Ausschüttungsquote im Rahmen. Stabile Ausschüttung (in CHF und %) • Scheint auf den ersten Blick, als ob Ausschüttung operativ erwirtschaftet wird, wenn man die Ausschüttungsquote mit der Stabilität anschaut
Year	Ausschüttungsrendite / Börsenkurs	Ausschüttungsrendite / NAV											
31.12.21	1.88%	2.26%											
31.12.20	1.90%	2.47%											
31.12.19	2.10%	2.39%											

Tabelle 17: Ausschüttungsrendite in % des Börsenkurses und NAVs (Daten: Geschäftsberichte Fonds)

Bei drei Fonds deuten die ausgewählten Kennzahlen darauf hin, dass sie mehr oder weniger nachhaltig fungieren und nicht zu viel ausschütten. Bei den Fonds der UBS, CS und dem SF Commercial gibt es ein Fragezeichen, ob die Ausschüttung auch wirklich operativ erwirtschaftet wurde.

Es ist zu erwarten, dass in naher Zukunft noch etwas Volatilität an den Märkten festzustellen sein wird, was wiederum die Agios/Disagios beeinflussen wird. Konsequenterweise wird es für gewisse Fonds, wie oben erwähnt, schwierig werden, stabile Ausschüttungsrenditen nachhaltig beizubehalten.

5.2 Ausschüttung in CHF vs Nettoertrag

Anschliessend an das vorherige Unterkapitel wird nun die gleiche Auswertung gemacht anhand der Nettoerträge.

In den nachfolgenden Grafiken wird ersichtlich, dass nicht alle Fonds gleich abschneiden. Auch hier wird über eine Periode der jeweiligen letzten drei Geschäftsjahre die Situation dargestellt. Es wird deutlich, dass nur der Helvetica Fonds und der Immofonds konsistent die Ausschüttung pro Anteil anhand des anteiligen Nettoertrags decken konnten. Der Immofonds hielt die Ausschüttung konstant, während Helvetica eine leichte jährliche Erhöhung der Ausschüttung sowie des Nettoertrags verzeichnete.

Die drei Fonds SF Commercial, CS und UBS hielten die absolute Ausschüttung konstant. Der SF Commercial verzeichnete schrittweise rückläufige Nettoerträge, wobei nur die Ausschüttung in 2019 komplett gedeckt war. Dies war auch beim UBS Fonds so, allerdings war in den Folgejahren nur eine relativ knappe Unterdeckung festzustellen. Der CS Fonds befindet sich noch im Ausbau und scheint auf dem ersten Blick sich in die richtige Richtung zu bewegen. Wenn man aber den Nettoertrag vom letzten Halbjahresbericht annualisiert, wäre der Nettoertrag per Ende Berichtsperiode 2022 bei CHF 3.49, was die stabile Dividende von CHF 3.90 deutlich untermitteln würde.

Der Polymen Fonds ist der einzige Fonds, der 2021 die Ausschüttung in CHF reduziert hat, während die Ausschüttungsrendite in Prozent in den letzten drei Jahren kontinuierlich runtergekommen ist. Durch die Reduktion konnte der Fonds die Ausschüttung aus operativer Ertragskraft finanzieren, wie es auch im Vorjahr bereits der Fall war.

Bei einer operativen Unterdeckung wurden die Ausschüttungen primär durch Vorträge aus dem Vorjahr als auch Aufwertungen mitfinanziert.

<p>Helvetica (in CHF) ✔</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Kategorie</th> <th>31.12.19</th> <th>31.12.20</th> <th>31.12.21</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL</td> <td>5.00</td> <td>5.10</td> <td>5.30</td> </tr> <tr> <td>NETTOERTRAG PRO ANTEIL</td> <td>5.30</td> <td>6.29</td> <td>6.39</td> </tr> </tbody> </table>	Kategorie	31.12.19	31.12.20	31.12.21	AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL	5.00	5.10	5.30	NETTOERTRAG PRO ANTEIL	5.30	6.29	6.39	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds ist noch keine 5 Jahre kotiert • Ausschüttung wie auch Nettoertrag nahmen kontinuierlich zu • Die Ausschüttung konnte in jedem Jahr durch den Nettoertrag deckt werden
Kategorie	31.12.19	31.12.20	31.12.21										
AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL	5.00	5.10	5.30										
NETTOERTRAG PRO ANTEIL	5.30	6.29	6.39										
<p>CS (in CHF) ✘</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Kategorie</th> <th>30.09.19</th> <th>30.09.20</th> <th>30.09.21</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL</td> <td>3.90</td> <td>3.90</td> <td>3.90</td> </tr> <tr> <td>NETTOERTRAG PRO ANTEIL</td> <td>3.45</td> <td>3.80</td> <td>3.86</td> </tr> </tbody> </table>	Kategorie	30.09.19	30.09.20	30.09.21	AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL	3.90	3.90	3.90	NETTOERTRAG PRO ANTEIL	3.45	3.80	3.86	<ul style="list-style-type: none"> • Konstante Ausschüttung in CHF über alle Jahre hinweg • Obwohl die Situation die richtige Tendenz aufweist, konnten die Ausschüttungen bisher nicht durch die Erträge gedeckt werden. Es wurde somit vermutlich Substanz ausgeschüttet
Kategorie	30.09.19	30.09.20	30.09.21										
AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL	3.90	3.90	3.90										
NETTOERTRAG PRO ANTEIL	3.45	3.80	3.86										
<p>SF Commercial (in CHF) ✘</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Kategorie</th> <th>31.12.19</th> <th>31.12.20</th> <th>31.12.21</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL</td> <td>4.25</td> <td>4.25</td> <td>4.25</td> </tr> <tr> <td>NETTOERTRAG PRO ANTEIL</td> <td>4.30</td> <td>4.23</td> <td>4.04</td> </tr> </tbody> </table>	Kategorie	31.12.19	31.12.20	31.12.21	AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL	4.25	4.25	4.25	NETTOERTRAG PRO ANTEIL	4.30	4.23	4.04	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds ist noch keine 5 Jahre kotiert • Konstante Ausschüttung in CHF über alle Jahre hinweg, während der Nettoertrag kontinuierlich abnahm • Was im vorherigen Kapital noch nicht ganz klar war, wird hier bestätigt. Um die Ausschüttung stabil zu halten, wird mehr ausgeschüttet, als erwirtschaftet wird.
Kategorie	31.12.19	31.12.20	31.12.21										
AUSSCHÜTTUNG PRO ANTEIL	4.25	4.25	4.25										
NETTOERTRAG PRO ANTEIL	4.30	4.23	4.04										

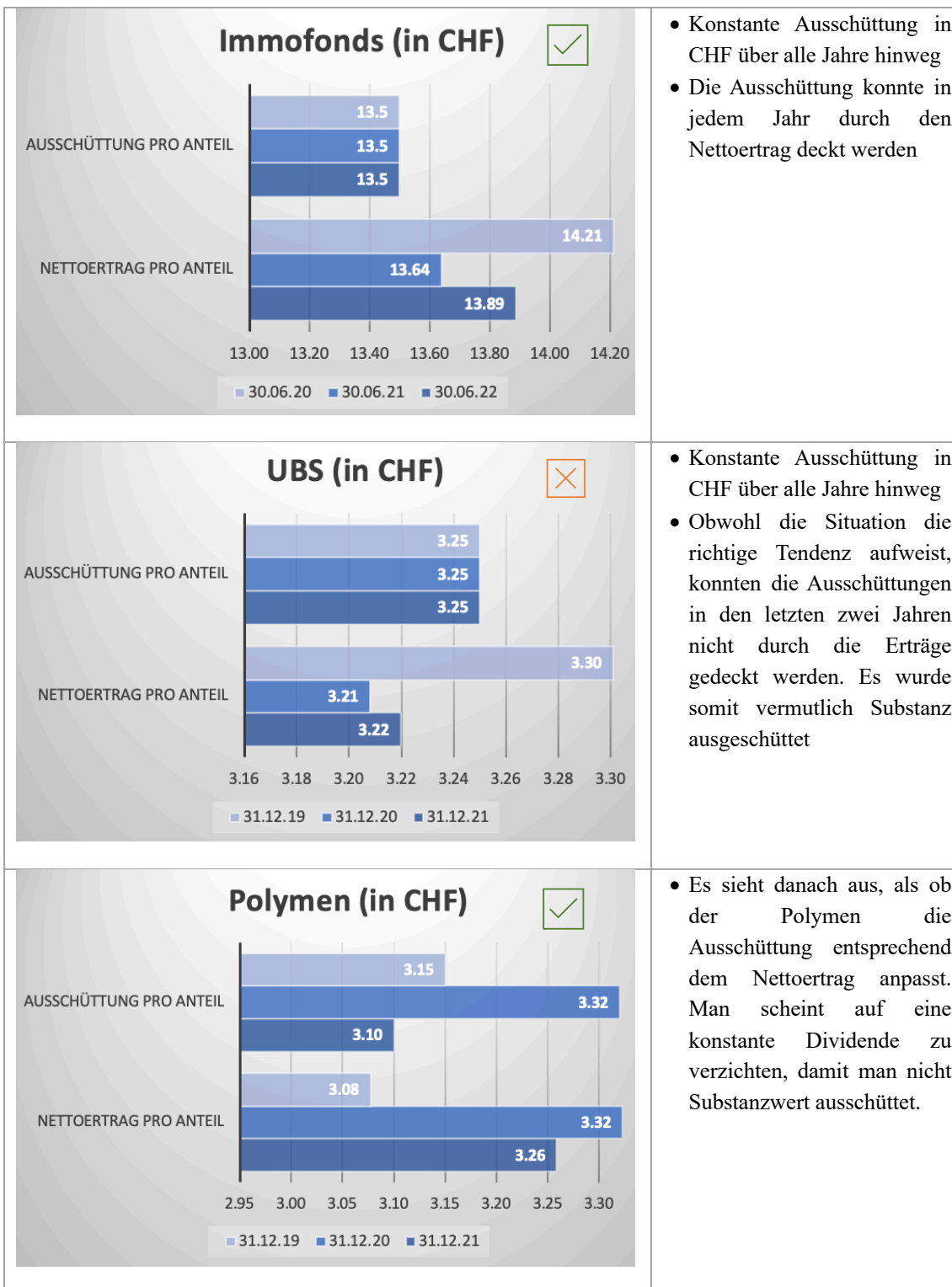


Tabelle 18: Ausschüttung vs Nettoertrag pro Anteil (Daten: Geschäftsberichte Fonds)

Somit wird deutlich, dass die Fonds Helvetica, Immofonds und Polymen eine operativ erwirtschaftete und somit nachhaltige Ausschüttung aufweisen, während die anderen drei Fonds im Durchschnitt mehr ausschütten, als sie erwirtschaften. Teilweise konnte dies durch Kursgewinne und hohe Agios querfinanziert werden, was wohl oder übel mittelfristig nur bedingt funktionieren wird.

Damit man die Situation für das Geschäftsjahr 2022 abschätzen kann, wurden die Werte per Halbjahresbericht für das zweite Semester linear hochgerechnet. Es sei vermerkt, dass der Immofonds den Jahresabschluss jeweils am 30. Juni erstellt, womit keine Hochrechnung gemacht wurde.

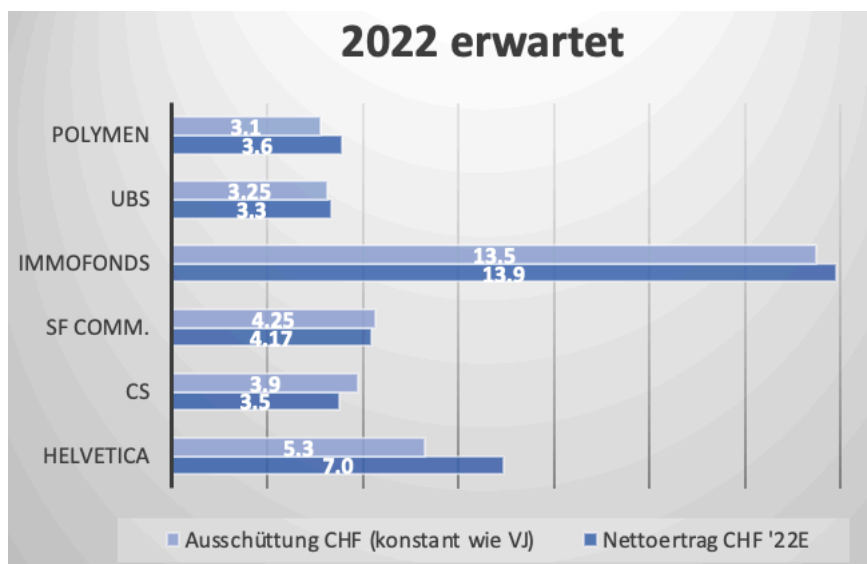


Abbildung 34: 2022 erwartete Nettoerträge vs der letzten Ausschüttung

Bis auf den Fonds der CS wären alle in der Lage, mit dem projizierten Nettoertrag pro Anteil die absolute Ausschüttung der Vorjahresperiode zu übertreffen. Dies zeigt, dass aktuell gesehen, basierend auf der Fondsauswahl, die Ausschüttung bei fünf von sechs Fonds operativ erwirtschaftet werden kann. Auch der UBS Fonds würde dies somit knapp erreichen, allerdings ist es wichtig zu bemerken, dass in den vergangenen Jahren das zweite Semester immer schwächer ausfiel als das Erste. Also gilt es dies abzuwarten.

Diese Annahme würde natürlich bedingen, dass die Nettoerträge sich gegenüber den Halbjahresberichten verdoppeln, was im aktuellen Marktumfeld natürlich hinterfragt werden kann. Das Risiko eines möglichen mittelfristigen Ertragsseinbruchs besteht und würde die Ertragskraft der Portfolios schwächen, was sich wiederum auf die Ausschüttungen oder zumindest vorübergehend die Ausschüttungsquote niederschlagen würde. Das Risiko bleibt für Anleger also bestehen.

5.3 Performance

Es macht Sinn, sich abschliessend auch die Gesamrendite für Anleger anzuschauen, zumindest über die letzten drei Jahre. Wie bereits geschildert, haben die Kurse sich im ersten Halbjahr 2022 stark korrigiert. Die durchschnittliche negative Performance lag bei -13%.

In diesem Kapitel 5 wurde bisher untermauert, dass insbesondere drei Fonds, nämlich UBS, CS und SF Commercial, die Ausschüttungen operativ nicht decken können. Dennoch haben insbesondere die Vehikel der Grossbanken in den vergangenen Jahren von signifikanten Kursgewinnen, und somit Agios, profitieren können. Wie nachfolgend festgestellt werden kann, können die zwei genannten Fonds den Investoren nicht nur stabile absolute Ausschüttungen offerieren, sondern auch eine sehr attraktive Gesamtrendite. Beim SF Commercial war dies nicht festzustellen, allerdings fand die Kotierung des Fonds auch erst Ende 2017 statt. Der Immofonds hingegen schneidet ebenfalls sehr gut ab, während Helvetica und Polymen sich noch etwas finden müssen. Allerdings gilt es zu bemerken, dass Helvetica erst Ende 2019 an der Börse kotiert wurde.

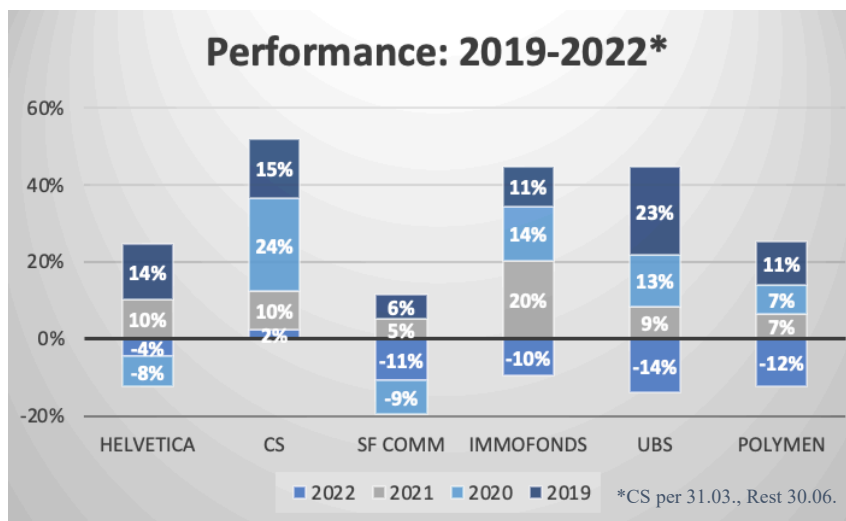


Abbildung 35: Performance Übersicht 2019-2022

6. Zusammenfassung und Ausblick

6.1 Fazit

Der erste Teil der Arbeit hat zum Ziel, das Wissen im Bereich der indirekten Immobilienanlagen zu vertiefen. Nach einer Aufklärung zwischen direkten und indirekten Anlagen folgt eine intensive Auseinandersetzung mit kotierten Schweizer Immobilienfonds. In dem Teil der Arbeit wird hervorgehoben, wie wichtig Immobilienfonds für den allgemeinen Anlage- als auch für den Immobilienmarkt sind.

Bei der Betrachtung der 38 Fonds wird deutlich, dass die Fonds sich zum Teil stark unterscheiden. Ein direkter Vergleich der ganzen Fondslandschaft wäre deshalb relativ komplex. Die Arbeit hat 6 Fonds, die sich gut ergänzen und repräsentativ wirken, vertieft untersucht. Da es sich hierbei um kotierte Fonds handelt und die Daten somit öffentlich sind, ist der Markt durchaus kompetitiv. Die Fonds möchten durch stabile Ausschüttungen, gestützt auf einem ertragsreichen Immobilienportfolio, Investoren anlocken. Dadurch sollte die Nachfrage erhöht werden, was letztendlich auch zu höheren Börsenkursen führen wird.

Da nicht alle 6 Fonds gleich alt und gross sind, können sie nur auf einer generellen Basis miteinander verglichen werden. Dennoch scheint ein Vergleich der Kennzahlen einen guten Einblick in die aktuelle Lage zu geben. Die Ausschüttungen in CHF waren im Durchschnitt stabil, während die Börsenkurse und somit die durchschnittlichen Agios 2021 ihren historischen Höchststand erreichten. Die Kurse haben sich im Jahr 2022 zum Teil drastisch reduziert. Basierend auf den stabilen absoluten Ausschüttungen ist also die Frage naheliegend, ob die Ausschüttungen auch tatsächlich operativ erwirtschaftet wurden.

Bei genauerer Betrachtung der Ausschüttungsrenditen in Prozent des Börsenkurses und des Nettofondsvermögens fällt auf, dass die Fonds mit einem höheren Agio in der Regel auch höhere Ausschüttungsquoten aufweisen. Der ImmoFonds dürfte hier die Ausnahme sein, da er im Schnitt bei einem hohen Agio die Payout Ratio deutlich unter 100% halten kann. Beim Polymen Fonds fällt hingegen auf, dass auch die durchschnittliche Ausschüttungsrendite gemessen am NAV konstant unter 2.5% liegt. Zugleich ist er der einzige Fonds, der 2021 die seinen absoluten Ausschüttungsbetrag reduziert hat.

Letztendlich ist relevant, wie sich der Nettoertrag pro Anteil gegenüber der anteiligen Ausschüttung verhält. Die Resultate dieser Analyse zeigen, dass eine durchschnittliche Ausschüttungsquote von über 100% generell bedeutet, dass nicht die gesamte Dividende operativ erwirtschaftet wurde.

Über die letzten drei Jahre hinweg konnten nur zwei Fonds, Immofonds und Helvetica, ihre Ausschüttung konstant durch die Nettoerträge finanzieren. Die Fonds der CS und UBS scheinen noch Mühe zu haben, die konstante absolute Ausschüttung operativ zu decken, wobei die Tendenz aber positiv bewertet werden kann. Während der SF Commercial in den letzten zwei Jahren die stabile absolute Ausschüttung nicht mittels der Nettoerträge decken konnte, hat dies der Polymen Fonds geschafft. Bei der Betrachtung wird auch deutlich, weshalb der Fonds die absolute Ausschüttung von 2020 auf 2021 reduziert hat, nämlich um genau dies sicherzustellen.

Die Arbeit hat untersucht zudem, wie die Lage für das gesamte Geschäftsjahr 2022 ausschauen könnte. Dafür wurden die Zahlen der Halbjahresberichte hochgerechnet, exklusive dem Immofonds, der jeweils per 30.06. seinen Jahresbericht publiziert. Sollten die Nettoerträge sich im zweiten Halbjahr gleich entwickeln wie im vorherigen Semester, würden bei gleichbleibenden Ausschüttungen fünf von sechs Fonds genügend Nettoertrag erzielen. Nur der CS Fonds würde dies nicht erreichen, da das erste Halbjahr gemessen an den Mietzinseinnahmen schwach ausfiel. Allgemein betrachtet ist die aktuelle Marktsituation herausfordernd, weshalb viele Investoren wohl die offiziellen Geschäftsberichte abwarten werden.

Zum Abschluss wurde die Gesamtperformance zwischen 2019-2022 untersucht. Es wird deutlich, wie gut die Fonds der CS, UBS und der Immofonds sich entwickelt haben. Der SF Commercial Fonds schneidet unterdurchschnittlich ab, während Helvetica und Polymen attraktiv erscheinen anhand der nachhaltigen Ausschüttung und der relativ attraktiven Börsenbewertung.

Abschliessend kann gesagt werden, dass das ökonomische Risiko nicht anhand nur einer Kennzahl betrachtet werden kann. Es braucht eine holistische Analyse und ein Vergleich zwischen mehreren Fonds. Nur so können Investoren die erwartete Rendite dem tatsächlichen Risiko gegenüberstellen.

6.2 Diskussion

Die Arbeit hat versucht, eine ökonomische Risikobetrachtung der Ausschüttungsverhalten ausgewählter Immobilienfonds zu übermitteln. Es gibt viele Anhaltspunkte, wie das Risiko betrachtet werden kann. Der Hauptnenner und Schwerpunkt dieser Arbeit liegt in der ökonomischen Erwirtschaftung der Dividende. Es sollte erwähnt werden, dass einige der Portfolios sich noch im Ausbau befinden, wodurch man annehmen kann,

dass die Erträge zukünftig tendenziell zunehmen werden. Insofern ist diese Arbeit eine Analyse der Ist-Situation und dadurch, zu einem gewissen Grad, bedingt aussagekräftig.

Ob die Immobilienfonds die relativ hohen durchschnittlichen Ausschüttungsquoten in einem anspruchsvolleren Marktumfeld halten können, wird eine interessante Beobachtung darstellen. Die Aufwertungsgewinne werden vermutlich tiefer ausfallen, was das aktuelle Dividendenniveau herausfordern wird. Auch die Ertragslage wird getestet, da es möglicherweise zu höheren Mietausfallquoten oder steigenden Kosten kommen wird. Somit werden höchstwahrscheinlich Fonds mit hohen Ausschüttungsquoten unter Druck geraten, wie man es im Markt bereits feststellen kann.

Es soll zudem erwähnt werden, dass nicht nur der Immobilienanlagemarkt hierfür eine Rolle spielen wird. Das Verhalten von institutionellen Investoren wird ebenfalls massgebend sein. Die Kurskorrekturen bei Immobilienfonds wurde zu einem gewissen Teil auch durch institutionelle Investoren herbeigeführt, die aufgrund der Verluste anderer Anlageklassen die Immobilienquote runterfahren mussten.

Mittlerweise sieht es danach auch, dass kotierte Immobilienfonds durch die Korrektur wieder attraktiver bewertet sind. Vehikel mit attraktiven und nachhaltigen Ausschüttungen sowie fairen Ausschüttungsquoten werden von Investoren weiterhin nachgefragt.

Bezogen auf diese Arbeit wäre es spannend zu untersuchen, weshalb SF Commercial sich am Markt deutlich schlechter entwickelt als die Fonds der UBS und CS. Hat dies schlichtweg mit der Bekanntheit und somit der Investorennachfrage zu tun, oder gibt es hierfür andere Gründe. Zudem würde sich die Frage stellen, ob insbesondere Helvetica und Polymen attraktiver bewertet sind als ihre Konkurrenz und somit spannende Investitionsoportunitäten darstellen.

6.3 Ausblick

Die kurz- bis mittelfristige Leistung wird für viele Fonds wegweisend sein. Die Agios werden sich wohl, zumindest kurzfristig, auf faireren Niveaus bewegen. Insofern gilt es noch genauer zu beobachten, wie sich die Ausschüttungen entwickeln werden. Man sollte beobachten, ob die absoluten Ausschüttungen sich verändern werden und wenn ja, in welche Richtung. Man würde meinen, dass diese reduziert werden sollten, wobei es ja sein kann, dass gewisse Fonds eine Erhöhung vornehmen möchten, um dem Markt ein positives Signal zu übermitteln. Noch wichtiger wird es zu beobachten sein, inwiefern die Ausschüttungen nachhaltig operativ erwirtschaftet werden. Eine solche Untersuchung in 18-24 Monaten wäre sehr aufklärend und ergänzend zu dieser Arbeit.

Literaturverzeichnis

- Albrecht, A., & Gysin, D (2021, 03 15): *Verzicht auf Immobilieninvestments im Ausland: Schweizer Pensionskassen agieren zu passiv*. Gefunden unter <https://hub.hslu.ch/immobilienblog/2021/03/15/verzicht-auf-immobilieninvestments-im-ausland-schweizer-pensionskassen-agieren-zu-passiv/>
- Alphaprop AG (2022, 06 09). Von Alphaprop Webseite: <https://alphaprop.ch/universum-der-indirekten-schweizer-immobilienanlagen-2021/>
- Arens, J. (2015). *Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren*. SpringerGabler.
- Asset Management Association (2022, 05 31): *Fachinformation Kennzahlen von Immobilienfonds*. Gefunden unter <https://www.am-switzerland.ch/de/regulierung/selbstregulierungs-standard/immobilienfonds>
- Bloomberg, 2022, Kursinformationen, Juni-Juli 2022
- Blöchliger, Staehelin & Partner (2003): *Eine Übersicht zu indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz*.
- Credit Suisse (2016-2022): *Asset Management FundGateway, CS LogisticsPLUS*. Gefunden unter <https://amfunds.credit-suisse.com/CH/en/institutional/fund/detail/CH0245633950>
- Credit Suisse (2020): *Zyklus ohne Ende - Schweizer Immobilienmarkt 2020*. Gefunden unter <https://www.google.ch/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjA6u-Ro-P6AhWAhf0HHR-GCy4QFnoECA4QAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fprivate-banking%2Fdocs%2Fch%2Fprivatkunden%2Feigenheim-finanzieren%2Fschweizer-immobil>
- Davidson , J., Kloess, S., & Steffen, D. (2022). *IZF Studie Juli 2022 - Immobilien und Hypothekaranlagen: Die Schöne oder das Biest?*
- FINMA (2022). Von FINMA Webseite: <https://www.finma.ch/de/bewilligung/asset-management/fondsleitungen/>
- Gehwald, M., & Naumann, S. (2011): *Investmentfonds - eine Branche positioniert sich*. Gabler.
- Graubündner Kantonalbank (2021, 10 22): *Indirekte Schweizer Immobilienanlagen - Eine Übersicht zu den Investitionsmöglichkeiten*. Gefunden unter <https://www.gkb.ch/de/private/anlegen-boerse/boerse-maerkte/investment-center/schweizer-immobilienanlagen->
- Helvetica Property Group AG (2016-2022). *Helvetica Swiss Commercial Fund*. Gefunden unter <https://www.helvetica.com/produkte/helvetica-swiss-commercial-fund/publikationen>
- IMMOFONDS asset management (2016-2022). *immofonds*. From Dokumente: <https://www.immofonds.ch/fonds/immofonds/dokumente>

- Kinlaw, W., Kritzman, M., & Turkington, D. (2021). *Asset Allocation*. Wiley.
- Maerki Baumann & Co. AG (2020): *IFZ - Institut für Finanzdienstleistungen Zug: Schweizer Immobilienfonds und -aktien*.
- Migros Bank (2022): *Schweizer Immobilienmarkt trotz den höheren Zinsen*. Gefunden unter <https://blog.migrosbank.ch/de/schweizer-immobilienmarkt-trotzt-den-hoeheren-zinsen/>
- MV Invest AG (2022): *MVIMMOLISTE*. Gefunden unter <https://mvinvest.ch/mvinvest/immolisten.pdf>
- Procimmo SA (2017-2022): *Polymen Fonds Immobilier*. Gefunden unter <https://procimmo.ch/de/investmentloesungen/polymen-fonds-immobilier>
- Rütter Sococo AG & pom+Consulting AG (2020). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft der Schweiz*.
- Schroder Investment Management Switzerland AG (2022, 07): *Monitoring Indirekte Immobilienanlagen Schweiz*. Gefunden unter <https://www.schroders.com/getfunddocument/?oid=1.9.2151986>
- Seip, S. (2011). Der Nutzen von Investmentfonds für Anleger, Wirtschaft und Gesellschaft. In M. Gehwald, & Naumann, S., *Investmentfonds – eine Branche positioniert sich* (pp. 13-37). Gabler.
- SFAMA (2019, August): *Immobilienfonds*. Gefunden unter https://www.am-schweizerland.ch/assets/content/files/Dokumente/Publicationen/Weitere-Publikationen/Immobilienfonds_2019_de.pdf
- SIX (2022). Von SIX Webseite: <https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/indices/real-estate-indices/sxi-real-estate-funds-broad.html/>
- Swiss Finance & Property Group (2017-2022): *SF Commercial Properties Fund*. Gefunden unter https://www.sfp.ch/produkte/sf-commercial-properties-fund/factsheet?tx_felogin_login%5Baction%5D=login&tx_felogin_login%5Bcontroller%5D=Login&cHash=279b165d221c195cda64ee940be50c47
- Trübstein, M. (2015). *Real Estate Asset Management - Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich*. Springer. Gabler.
- Trübstein, M. (2012). *Praxishandbuch Immobilieninvestments: Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich*.
- UBS (2016-2022): *UBS (CH) Property Fund - Swiss Mixed «Sima»*. Gefunden unter <https://www.ubs.com/ch/de/asset-management/distribution-partners/funds-prices/product-details/ch0014420878.html>
- UBS Asset Management (2021). *Listed Real Estate - Attraktive Anlagemöglichkeiten*.
- Winteler, E.-U. (1984). *Kapitalanlagen in der Schweiz*. Gabler Verlag.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Kotierte Schweizer Immobilienfonds – eine ökonomische Risikobetrachtung ihrer Ausschüttungsrenditen“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 17.10.2022

André Brändli