

Faszinierende Prämie

Treiber hinter dem **Agio von kotierten Schweizer Immobilienfonds** |
White Paper

Von **Brice Hoffer**, Head of Real Estate Research & Strategy – DACH



Die Dynamik hinter den Agios börsennotierter Schweizer Immobilienfonds wird in Anlegerkreisen häufig debattiert. In diesem Beitrag untersuchen wir, wie mehrere interne und externe Faktoren zu Prämien auf den Nettoinventarwert (NAV) in dieser Anlageklasse beitragen.

Eine (weitgehend) rationale Prämie

Konkrete Fondsmerkmale und volatilere externe Faktoren führen dazu, dass am Markt für börsennotierte Schweizer Immobilienfonds veränderliche Aufschläge zum NAV existieren. Auch wenn Agio-Bewegungen taktische Überlegungen auslösen könnten, sollten sich Anleger eher auf die langfristige Ertragsstärke und das Diversifikationspotenzial ihrer Allokation in börsennotierten Schweizer Immobilien konzentrieren.

Was ist ein Agio?

Der Handel mit Schweizer börsennotierten Immobilienfonds erfolgt selten zu einem Preis, der dem zugrunde liegenden Nettoinventarwert (NAV) entspricht. Tatsächlich wird diese Anlageklasse in der Regel mit einem Aufschlag (Agio) oder, in seltenen Fällen, mit einem Abschlag (Disagio) zum NAV pro Anteil gehandelt (siehe Abbildung 1). In den letzten zehn Jahren betrug der durchschnittliche Aufschlag im Gesamtmarkt etwa 25 Prozent des NAV. Die fundamentale Begründung des Agios wirft in Anlegerkreisen oft Fragen auf. In diesem Beitrag untersuchen wir, wie konkrete Eigenschaften eines Fonds sowie volatilere externe Faktoren eine Prämie zum NAV am Schweizer Markt für börsennotierte Immobilienfonds hervorrufen dürften.

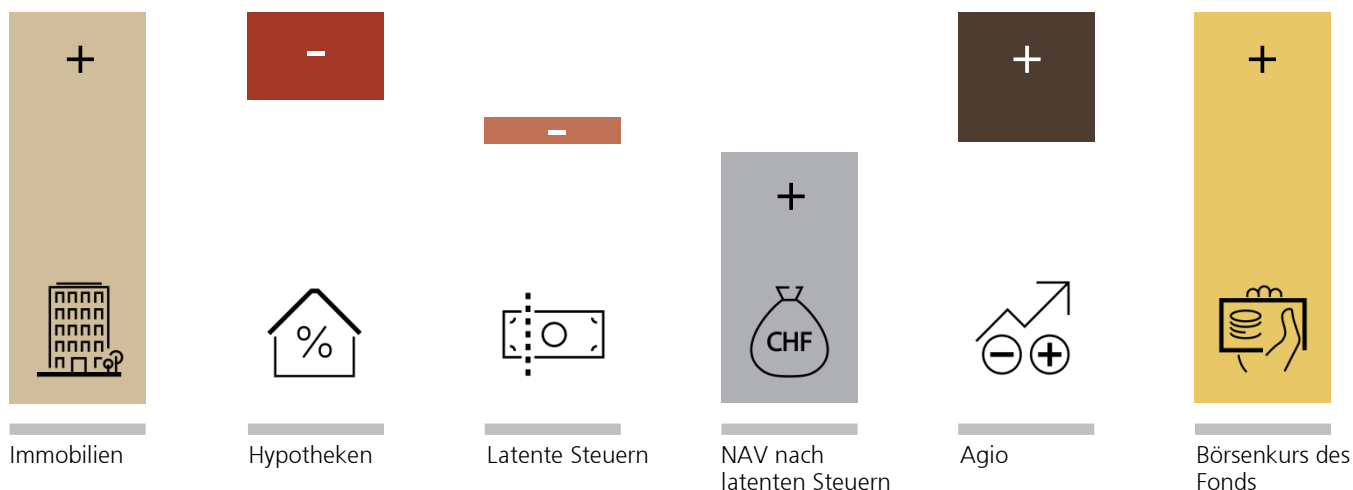
Es ist schwierig, den Einfluss isolierter Kräfte auf das Agio abzuschätzen, da viele Faktoren eine starke Kreuzkorrelation aufweisen – zum Beispiel Fondsjahrgang, Grösse, Handelsliquidität, Portfoliodiversifikation und Höhe der latenten Steuern. Zudem ist die Stichprobengrösse von börsennotierten Schweizer Immobilienfonds mit einer langen Datenhistorie eher begrenzt. Vor diesem Hintergrund beabsichtigen wir im Folgenden nicht, statistische Aussagen zu treffen, sondern versuchen vielmehr, die Existenz und Veränderlichkeit dieser Prämie anhand empirischer Beobachtungen und fundierter ökonomischer Überlegungen zu erklären.

Latente Steuern als greifbarer Einflussfaktor

Latente Kapitalertragsteuern sind wohl einer der greifbarsten Faktoren, die zur Existenz von Agios am Markt für börsennotierte Schweizer Immobilien beitragen. Während der Lebensdauer eines Immobilienfonds kumulieren die Wertzuwächse mit der Zeit und lösen im Falle einer Liquidation des Fonds erhebliche Kapitalertragsteuern aus. Dieser Aspekt wird bei der Berechnung des NAV als Kostenposition berücksichtigt (siehe Abbildung 1).

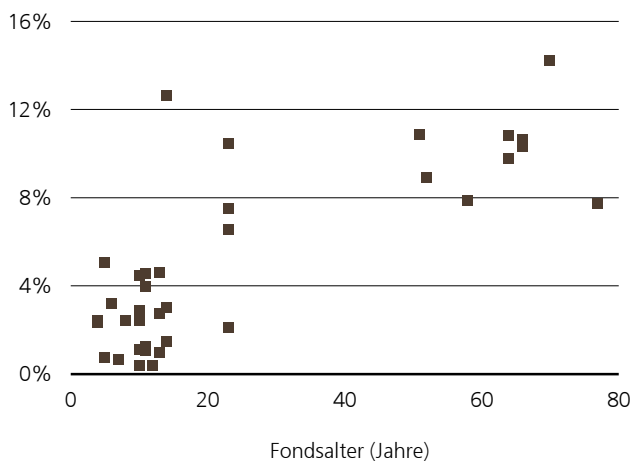
Da Buy-to-hold-Immobilienfonds in der Regel mit einer Weiterführungsstrategie (der zugrunde liegenden Annahme, dass das Produkt auf absehbare Zeit weitergeführt wird) aufgelegt werden, kann der Abzug der latenten Kapitalertragsteuern vom NAV berechtigterweise in Frage gestellt werden. Wenn also nicht zu erwarten ist, dass ein Fonds in absehbarer Zukunft liquidiert wird, können latente Kapitalertragsteuern als fiktive Kostenposition betrachtet werden, die wieder zum NAV addiert werden sollten. Latente Kapitalertragsteuern machen im Schweizer Markt durchschnittlich etwa 7 Prozent des NAV aus. Die Belastung kann mehr als 10 Prozent des NAV erreichen, insbesondere bei Fonds, die entweder vor Jahrzehnten aufgelegt wurden oder in Immobilien investiert sind, die einen starken und schnellen Kapitalzuwachs erfahren haben (siehe Abbildung 2).

Abbildung 1: Von der Immobilienbewertung zum Fondsanteilpreis



Quelle: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), Mai 2021

Abbildung 2: Latente Steuern steigen mit Produktalter
 Latente Steuern (% NAV)



Quelle: Verschiedene Fondsjahresberichte; UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), Mai 2021

Portfolio- und Fondsstruktur bietet einen Mehrwert

Zu einem grösseren Portfolio zusammengefasst, können Anlageobjekte Diversifikationsvorteile gegenüber kleinteiligen Einzelinvestitionen in Immobilien bieten. Solche Portfoliostrukturen minimieren das Risiko von Mietausfällen und objektspezifischen Risiken, indem sie die Allokation auf zahlreiche Investitionen, Mieter und oft auch Sektoren verteilen. Dieser Vorteil dürfte einen Aufschlag auf den NAV rechtfertigen, da für Anleger die Investition in ein ganzes Immobilienportfolio mehr wert ist als die Summe der einzelnen investierten Liegenschaften.

Zudem bieten börsennotierte Fondsanteile den Anlegern unkomplizierte und effiziente Handelsmöglichkeiten, im Gegensatz zur Illiquidität direkter Immobilienanlagen. So erfordert der Handel einer direkten Immobilieninvestition Zeit, einen interessierten Käufer/Verkäufer sowie umfassende Kenntnisse zur Durchführung der notwendigen Due Diligence und zum Umgang mit rechtlichen und Finanzierungsaspekten. Demgegenüber kann der Erwerb von Anteilen börsennotierter Immobilienfonds mit wenigen Klicks an einer Börse abgewickelt werden, mit unterschiedlicher Liquidität je nach Produktgrösse und durchschnittlichem täglichem Handelsvolumen. Obwohl diese Aufwandsersparnis teilweise durch die Produktgebühren abgedeckt wird, dürfte sie im Vergleich zu direkten Immobilieninvestitionen einen Aufschlag auf den NAV rechtfertigen.

Individuelle Portfoliomerkmale wie Objekt-, Standort- und Mieterqualität sollten zu unterschiedlichen Agios im Universum börsennotierter Immobilienfonds führen. Solche Faktoren wirken sich direkt auf die Ertragskraft und das Risikoniveau eines Produkts aus. Obwohl sie bei der Bewertung der Fondsimmobilien berücksichtigt werden, kann die Beurteilung dieser Eigenschaften durch Marktteilnehmer an der Börse zu einem Stimmungsauf- oder -abschlag führen. In ähnlicher Weise kann auch die Einschätzung der Anlagemanagerqualität den Preis eines börsennotierten Fondsanteils und damit das Agio-Niveau für ein bestimmtes Produkt beeinflussen.

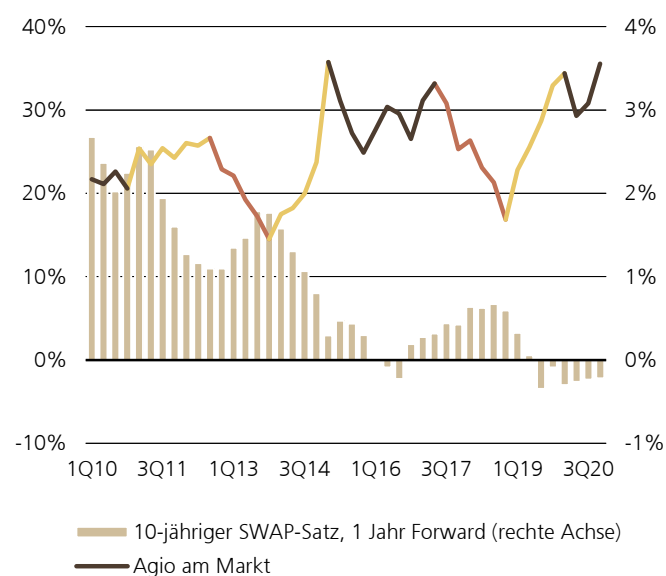
Einfluss der makroökonomischen und Nutzermarktlage

Neben langfristigen internen Eigenschaften eines Fonds sind auch volatilere externe Faktoren wichtig, um die Dynamik der Agios von börsennotierten Schweizer Immobilienfonds zu verstehen. Einen besonders starken Einfluss übt das Zinsumfeld hinsichtlich der Fundamentaldaten von Immobilienanlagen (Finanzierungskosten, Höhe des Diskontierungsfaktors bei den Bewertungen) und der Anlagealternativen (Anleiherenditen, risikofreier Zinssatz) aus. Wie Abbildung 3 zeigt, tendiert das Agio-Niveau in Zeiten sinkender Zinsen logischerweise nach oben, bei Renditen im Aufwärtstrend ist es umgekehrt.

Die Fundamentaldaten des Nutzermarktes (d. h. Leerstandsniveau, Mietwachstumsaussichten) sind ebenfalls in der Lage, das Agio-Niveau zu beeinflussen. Auf Dauer können sowohl verschlechterte als auch sich aufhellende Aussichten auf dem Vermietungsmarkt den Immobilienwert und den NAV von Immobilienfonds beeinflussen. Die Börse neigt jedoch dazu, veränderte Fundamentaldaten viel schneller einzupreisen als Immobilienschätzer. Dazu kann die Anlegerstimmung zu vorübergehenden Preisübertreibungen nach oben oder unten führen.

Dieser Effekt kann je nach Schwerpunkt eines Immobilienfonds zu Agio-Unterschieden führen, da Investoren möglicherweise bereit sind, einen Aufschlag für Sektoren und Regionen mit den besten Aussichten auf dem Nutzermarkt zu zahlen und Produkte, die in schwierigen Märkten aktiv sind, zu bestrafen. In diesem Sinne haben Fonds, die ausschliesslich in den Mehrfamilienhaussektor investieren, sowie Produkte mit Fokus auf der wachsenden Region Genfersee in jüngster Vergangenheit ein überdurchschnittliches Agio verzeichnet.

Abbildung 3: Agio-Dynamik und Zinsumfeld



Quelle: Refinitiv, verschiedene Fondsjahresberichte; UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), Mai 2021

Langfristiger Fokus auf robuste Ausschüttungen und Diversifikationspotenzial

Wie bereits erwähnt gibt es am Markt für börsennotierte Schweizer Immobilienfonds zahlreiche potenzielle Treiber für Aufschläge auf den NAV. Einige dieser Faktoren sind mit den Fondseigenschaften verknüpft und weisen eine eher langfristige Natur auf. Dafür gehen andere, volatilere Treiber aus dem externen Umfeld und der Anlegerstimmung hervor (siehe Abbildung 4).

Diese volatileren Faktoren treiben eher zyklische Bewegungen des Agio-Niveaus am Markt an, was taktische Anlageüberlegungen auslösen könnte. In der Praxis ist das Timing des Agios immer mit einem hohen Mass an Unsicherheit über die künftige Marktentwicklung verbunden. Zudem können auch Transaktionskosten die Performance beeinträchtigen.

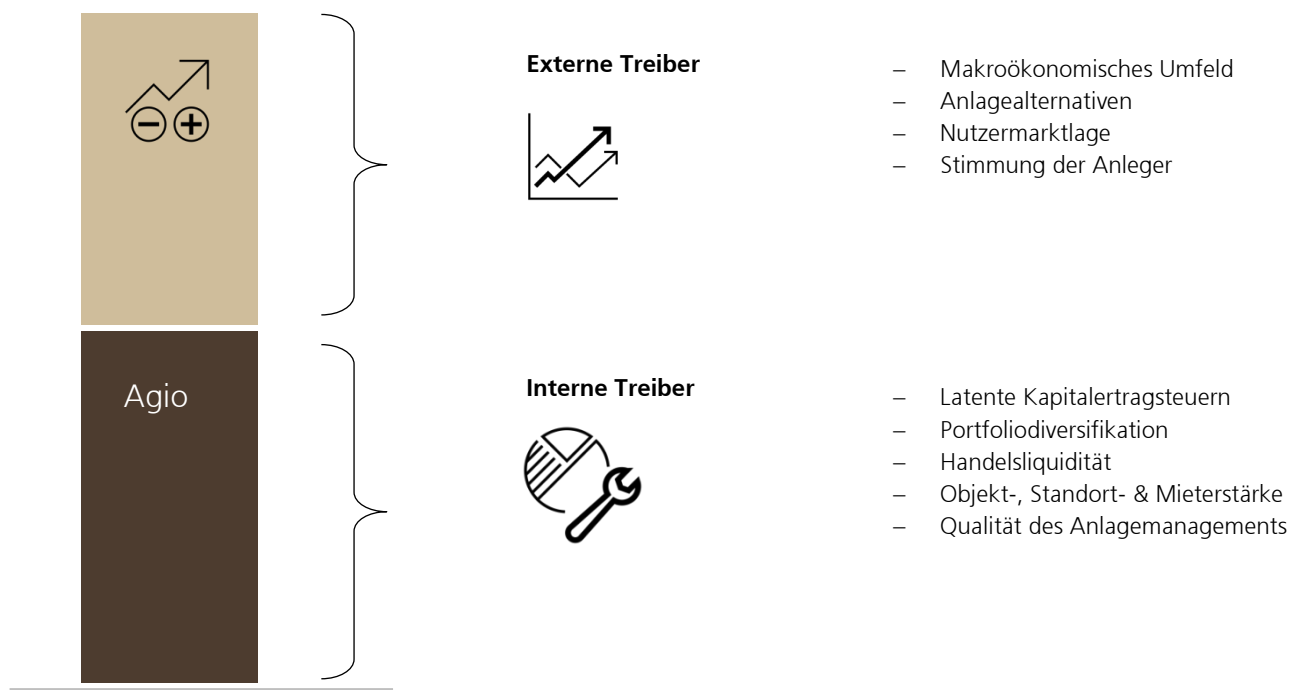
Zu den wichtigsten Vorteilen einer Allokation in börsennotierte Schweizer Immobilienfonds zählen darüber hinaus eine niedrige Korrelation mit der Performance traditioneller Anlageklassen sowie stabile Mieteinnahmen, die aus den zugrunde liegenden Immobilienanlagen erzielt werden. Diese Elemente tragen zur Diversifikation und zur Stabilität eines Multi-Asset-Portfolios bei.

Aus unserer Sicht sollten sich langfristige Investoren eher auf die Robustheit dieser Aspekte konzentrieren als auf taktische Anpassungen aufgrund kurzfristiger Agio-Bewegungen. Tatsächlich sind der Grad der Diversifikation sowie die Qualität der Ausschüttungsrendite die Haupttreiber für starke risikoadjustierte Renditen bei einer langfristigen Allokation im Markt für börsennotierte Schweizer Immobilien.

Neben der Struktur des Anlageprodukts sollten auch wichtige qualitative Faktoren wie die Stärke des Anlagemanagers und seine Fähigkeit, strukturelle Tendenzen (Digitalisierung, ESG-Aspekte) aufzugreifen, in die Beurteilung einfließen. Unserer Ansicht nach wirken diese Elemente als wesentliche Katalysatoren, um langfristig robuste Renditen und nachhaltige Produktwerte zu erzielen.

Eine niedrige Korrelation mit der Performance traditioneller Anlageklassen und eine stabile Ausschüttungsrendite sind zentrale Vorteile von börsennotierten Schweizer Immobilien.

Abbildung 4: Interne und externe Agio-Treiber



Quelle: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), Mai 2021

Weitere Informationen erhalten Sie bei:

UBS Asset Management
Real Estate & Private Markets (REPM)
Research & Strategy – DACH

Brice Hoffer
+41-44-234 91 56
brice.hoffer@ubs.com



Folgen Sie uns auf LinkedIn

Um unsere Research-Plattform zu besuchen, **bitte einscannen!**



www.ubs.com/repm-research

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten in Bezug auf die UBS AG oder ihre verbundenen Unternehmen in der Schweiz, in den USA oder in sonstigen Jurisdiktionen dar. UBS verbietet die vollständige oder teilweise Weitergabe oder Vervielfältigung dieser Unterlagen ohne ihre vorherige schriftliche Genehmigung ausdrücklich und übernimmt keinerlei Haftung für diesbezügliche Handlungen Dritter. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen zusammengestellt bzw. gebildet, die wir als zuverlässig und glaubhaft ansehen. Es wird jedoch keine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen übernommen. Alle genannten Informationen und Meinungen können sich ohne Mitteilung ändern. Bitte beachten Sie, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung ist. Bei Anlagen in Immobilien/Infrastruktur/Private Equity (über Direktinvestitionen oder geschlossene oder offene Fonds) sind die zugrunde liegenden Vermögenswerte illiquide. Die Bewertung ist eine Frage der Einschätzung von Gutachtern. Der Wert von Anlagen und die aus ihnen erzielten Erträge können sowohl steigen als auch sinken. Die Anleger erhalten möglicherweise nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Alle geäußerten Einschätzungen zu Markt und Kapitalanlagen sind nicht als Anlageresearch gedacht. **Dieses Dokument wurde nicht gemäss den Anforderungen eines Landes zur Förderung der Unabhängigkeit des Investment-Research erstellt und unterliegt keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Investment-Research.** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Verbreitung dar und sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder Fonds zu betrachten. Einige Kommentare in diesem Dokument gelten als zukunftsgerichtete Aussagen. Die tatsächlichen zukünftigen Ergebnisse können jedoch erheblich davon abweichen. Die hierin geäußerten Meinungen spiegeln das beste Urteil von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wider. Eine Verpflichtung zur Aktualisierung oder Änderung zukunftsgerichteter Aussagen aufgrund neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder aus anderen Gründen wird abgelehnt. Des Weiteren stellen diese Einschätzungen keine Prognose oder Garantie hinsichtlich der zukünftigen Wertentwicklung einzelner Wertpapiere, Anlageklassen oder Märkte im Allgemeinen dar noch sind sie dazu gedacht, die zukünftige Wertentwicklung eines Kontos, Portfolios oder Fonds von UBS Asset Management zu prognostizieren. Quelle aller Daten/Grafiken (soweit nicht anders angegeben): UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets. Die hierin geäußerten Meinungen bieten eine Übersicht zu den Einschätzungen von UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets, per Mai 2021. Alle Angaben per Mai 2021, sofern nicht anders angegeben. Veröffentlicht im Mai 2021. **Zugelassen zur weltweiten Verwendung.**

© UBS 2021. Das Schlüsselymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Andere Kennzeichen können Marken ihrer jeweiligen Inhaber sein. Alle Rechte vorbehalten.