

INTAKTES RALLY
 Der US-Aktienmarkt knackt die 20-Billionen-Dollar-Marke
Börsen-Radar, Seite 22

PROTOKOLLIERTES VERTRAUEN
 Wie Kundenschutz zum Rohrkrepiere wird
Geldanlage, Seite 23

FIRMENÜBERNAHMEN
 Manipulative Medienarbeit spart Unternehmen Millionen
Literatur, Seite 23

Swiss-Market-Index	8378.58	▼	-1.14%
10-jähriger Eidgenosse	1.01	▲	0.05
1 Euro in Franken	1.218	▲	0.29%
Goldpreis (\$/Unze)	1338.50	▼	-0.98%

WOCHENBÄNDERUNG
 STAND: 07.03.14

Immobilienaktien in der Gefahrenzone

Marktentwicklung und Verunsicherung über neue regulatorische Vorschriften belasten einstige Börsenlieblinge

Viele Jahre entwickelten sich Schweizer Immobilienaktien erfreulich, 2013 haben sie dagegen enttäuscht. Zwar sprechen nun wieder mehr Gründe für sie, vom Marktzyklus und von einer Flut regulatorischer Vorschriften droht jedoch viel Gegenwind.

Michael Schäfer

Wie geht es weiter mit den Schweizer Immobilienaktien? Lange Zeit haben sie zu den Lieblingen der Anleger gezählt. Das ist kein Wunder, haben sie doch in den vergangenen zehn Jahren eine durchschnittliche Performance (Kursentwicklung und Dividenden) von fast 9% pro Jahr erzielt und auch in schwierigen Zeiten an den Aktienbörsen, wie etwa 2008 und 2011, besser abgeschnitten als der Gesamtmarkt. Umso enttäuschender aus Investorensicht verlief 2013. In diesem Jahr legte der Markt gemessen am Swiss-Performance-Index rund 25% zu, und der SXI-Real-Estate-Index verlor fast 7%.

Günstiger nach Korrektur

Experten begründen dies damit, dass Immobilienaktien Anfang 2013 aus verschiedenen Gründen sehr teuer waren, von denen im Laufe des Jahres jedoch einige weggefallen sind oder sich zumindest abgeschwächt haben. So seien die Objekte der Immobiliengesellschaften parallel zu steigenden Transaktionspreisen und sinkenden Zinsen immer wieder aufgewertet worden. Spätestens die Ankündigung des damaligen Chefs der US-Notenbank, Ben Bernanke, im Mai vergangenen Jahres, die geldpolitischen Schleusen sukzessive zu schliessen, habe bei den Investoren aber die Furcht vor einer baldigen Zinswende ausgelöst, heisst es etwa bei den Experten von Swiss Property & Finance.

Zudem habe auch der «save haven»-Effekt nachgelassen. Anlagen in Franken seien bei ausländischen Investoren durch die sich langsam erholende Weltkonjunktur wieder weniger hoch im Kurs gestanden, zumal der erhoffte Diversifikationseffekt gering sei, solange die Schweizerische Nationalbank den Franken erfolgreich an den Euro binde. Schliesslich hätten Immobilienaktien darunter gelitten, dass sie zu den spätzylischen Werten zählen. Zwar haben die Anleger in Erwartung eines Wirtschaftsaufschwungs wieder mutiger bei Aktien zugegriffen, davon profitierten aber vorab Frühzykliker wie etwa Titel aus dem Technologiektor.

Nach der Kurskorrektur lassen sich nun wieder mehr Argumente anführen, die für Immobilienaktien sprechen. Deren Prämien (im Vergleich zum Marktwert der Liegenschaften) sind in einem Bereich angelangt, der gemäss Angaben der UBS mit rund 5% wieder unter dem langjährigen Durchschnitt von 7,5% liegt, was sie per se als wenig attraktiv einstuft. Auch läuft die Schweizer Wirtschaft immer noch runder als in vielen anderen Industrienationen, und die Nachfrage nach guten Investitionsobjekten ist weiter sehr gross. Zudem dürften zyklische und defensive Werte umso mehr in den Vordergrund rücken, je länger der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten dauert, vor allem dann, wenn die Erholung der Wirtschaft Schwung verlieren sollte.

Dennoch sehen viele Experten das Kurspotenzial für Immobilienwerte als limitiert an und gehen davon aus, dass diese einen weiteren Anstieg der Aktienmärkte nur unterproportional mitmachen würden. Angesichts des seit Jahresbeginn um gut 5% avancierten Real-



Schweizer Immobilienanlagen droht von regulatorischer Seite ein Sturm.

ILLUSTRATION KARSTEN PETRAT

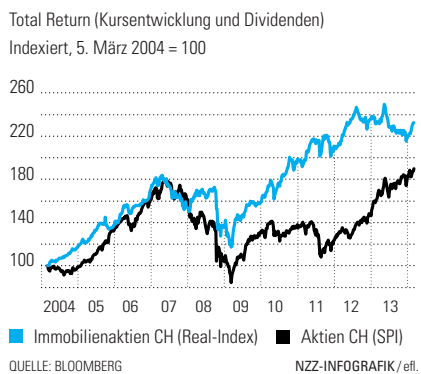
Estate-Indexes seien die genannten positiven Faktoren bereits eingepreist. Auf dem derzeitigen Stand wögen die Risiken schwerer als die Chancen, was einerseits durch die Verfassung des Liegenschaftensmarktes und andererseits durch eine lange Liste regulatorischer Verschärfungen bedingt sei, die zurzeit auf der politischen Agenda stehen.

Drohende Abwertungen

Was den Markt angeht, spricht vieles dafür, dass dieser seinen Zenit bereits überschritten hat. Die Immobilienfirmen tun sich angesichts eines sich ausweitenden Überangebots an Büroflächen zunehmend schwerer, diese zu lukrativen Konditionen zu vermieten. Dies gilt umso mehr, wenn es sich nicht um hochwertige Objekte an guten Lagen handelt. Steigende Leerstandsquoten und sinkende Mieten werden sich kaum vermeiden lassen. Und während der Mietwohnungsmarkt weiter als stabil angesehen wird, berichten Entwickler von Wohneigentum immer häufiger von harzenden Verkaufsbemühungen, besonders bei Projekten im gehobenen Segment.

Es mehren sich die Stimmen, wie etwa jene der Analytiker der Neuen Helvetischen Bank (NHB) oder der Credit Suisse, die nach vielen Jahren sterblicher Aufwertungen der Immobilienportfolios den Zeitpunkt gekommen sehen, ab dem Abwertungen wieder zunehmen. Davon dürften zunächst die Gewerbeliegenschaften betroffen sein, die bei Immobilienfirmen das Gros der Portfolios ausmachen. Dagegen halten

Immobilienaktien schneiden besser ab



Immobilienfonds überwiegend Wohnobjekte im Bestand, was auch deren im Vergleich mit Aktien markant höhere Prämien – im Durchschnitt liegen diese bei 14% – grossteils erklärt.

Wie stark allfällige Abwertungen auf die Aktienkurse durchschlagen werden, hängt auch von der Qualität des Immobilienportfolios ab. Diese beurteilt Markus Waeber von der ZKB beispielsweise beim zweitgrössten Schweizer Immobiliertitel, PSP, als gut, entsprechend bestehe ein gewisser Puffer. Dass die Bewertung einzelner Objekte nicht immer den Marktwert reflektiere, zeige sich auch daran, dass es Intershop gelungen ist, im letzten Jahr Liegenschaften zu einem Preis zu verkaufen, der 35% über dem Buchwert lag.

Nicht unerheblich ist schliesslich die künftige Entwicklung der Zinsen. Für die im Rahmen der Immobilienbewertung zentralen Diskontierungssätze seien sie zwar von geringerer Bedeutung als die erzielten Transaktionspreise und die Anfangsrenditen, die die Käufer dadurch erhalten. Sollten die Zinsen aber deutlich steigen (vom Gegenteil geht derzeit niemand aus), würde sich dies auch spürbar auf die Bewertungen auswirken. Zudem würden Immobilienanlagen allgemein im Vergleich mit Obligationen an Attraktivität verlieren. Angesichts einer Rendite für zehnjährige Eidgenossen von rund 1% und einer Ausschüttungsrendite, die bei Immobilienaktien laut Credit Suisse 4,4% beträgt, ist der Abstand jedoch noch aussergewöhnlich hoch.

Viel Ungemach droht den Immobilienanlagen von regulatorischer Seite. Bereits die jüngst vom Volk angenommene Einwanderungsinitiative dürfte die Immobilienbranche in der ganzen Breite treffen. Wie stark dies geschieht, hängt von der konkreten Ausgestaltung ab, negative Folgen für die Nachfrage nach Wohn-, Büro- und Verkaufsflächen sind aber wahrscheinlich. Noch mehr Brisanz bekäme das Thema, wenn die Ecopop-Initiative angenommen würde (Volksabstimmung frühestens 2015), mit der die Initianten das Schweizer Bevölkerungswachstum auf 0,2% pro Jahr beschränken wollen.

Viel Zündstoff enthält auch die mögliche Verschärfung der Lex Koller, die Bundesrat und Nationalrat zur Annah-

me empfehlen und die in der Sommersession vor den Ständerat kommen wird. Diese sieht vor, dass der Erwerb von Anteilen an Immobilienfonds und kotierten Unternehmensgesellschaften sowie von Geschäftsflächen durch Personen im Ausland bewilligungspflichtig wird. Abgesehen von vielen offenen Fragen zur Umsetzung (Dürfen diese Investoren bereits erworbene Titel behalten? Müssen Immobilienaktien aus den breiten Indizes genommen werden, da Ausländer sich darauf beziehende Produkte sonst nicht mehr kaufen dürfen?) darf aber bereits heute als sicher gelten, dass dieser Schritt grossen Schaden auf dem Schweizer Finanzplatz anrichten würde. Häme und Spott wären das eine, ein hoher Abgabedruck bei kotierten Immobilienanlagen das andere. Davon am stärksten betroffen sein dürften angesichts eines Anteils ausländischer Aktionäre von bis zu 50% die beiden grössten Immobiliertitel, SPS und PSP, erläutert Mario Davatz von der NHB.

Gefährlicher Cocktail

Auch die Bestrebungen, die Banken zu einer restriktiveren Vergabe von Hypotheken für Wohnobjekte anzuleiten, haben einen potenziell hohen Einfluss auf den Immobilienmarkt. Nach der Einführung der sogenannten Selbstregulierung der Banken Mitte 2012, in der Mindestanforderungen zu Eigenkapital und Amortisation festgezurr worden sind, wird nun bereits über eine Verschärfung diskutiert. Betroffen wären vor allem Firmen, für deren Erfolg die Entwicklung und der Absatz von Wohnimmobilien wichtig sind. Für ZKB-Analytiker Waeber war dies jüngst ein entscheidender Grund, die Titel von Allreal und Mobimo herabzustufen.

Wie viele seiner Kollegen sieht Waeber den regulatorischen Cocktail, der gerade zubereitet wird, als sehr gefährlich an. Unsicherheiten seien für Anleger nie förderlich und der Cocktail, je nachdem, welche Zutaten in ihn gegeben werden, könne zu unerwünschten Wirkungen führen. So gesehen erscheint es als unwahrscheinlich, dass sich die seit Jahresanfang zu beobachtende Outperformance der Immobilienaktien gegenüber dem breiten Markt noch lange fortsetzen wird.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Investieren in den Arbeitgeber

Marie-Astrid Langer · Mitarbeiter, die sich ganz mit ihrem Arbeitgeber identifizieren, wünscht sich wohl jeder Firmenchef. Im Silicon Valley will man das erreichen, indem Entrepreneurs ihre Angestellten vielfach mit Aktien oder Optionen entlohnen – und so versuchen, die intrinsische Motivation und die Loyalität gegenüber der Firma zu erhöhen. Schliesslich sind die finanziellen Mittel eines frisch gegründeten Unternehmens oft begrenzt, aber es kann Mitarbeiter mit der Aussicht locken, für das nächste Apple, Google oder WhatsApp zu arbeiten.

Im Fall des Kurznachrichtendienstes hat sich dieses Entlohnungsmodell bewährt: Gemäss Berichten dürften die dienstältesten der 55 Whatsapp-Mitarbeiter je 1% am Unternehmen halten – und somit auch 1% der Übernahme-summe von 19 Mrd. Fr. bekommen. Dass sie im Jahr 2009 an das Startup geglaubt haben, hat sich für sie ausgezahlt. Bitter wird es für die Angestellten im Silicon Valley aber, wenn es ihrer Firma so ergeht wie den meisten Neugründungen. Dann halten sie Anteile an einem insolventen Unternehmen und haben lange für wenig Geld gearbeitet.

Auch in der Schweiz sind Aktien und Optionen bei vielen Firmen gängige Lohnkomponenten – doch ist es aus Sicht eines gewöhnlichen Angestellten überhaupt empfehlenswert, Anteile am eigenen Arbeitgeber zu halten? Einerseits kann man wie die Mitarbeiter amerikanischer Startups argumentieren: Ist man nicht nur aus Gründen der Arbeitsplatzsicherheit am Erfolg der Firma interessiert, sondern auch als Aktionär, rentiert sich der Einsatz im Büro gleich doppelt. Zudem werden Belegschaftsaktien oft zu einem Vorzugskurs ausgegeben, also mit einem Abschlag auf den aktuellen Börsenkurs, was die Titel attraktiv macht. Andererseits kann sich ein Angestellter ein Klumpenrisiko aufhalsen, wenn sowohl das Einkommen als auch ein Teil des Portfolios von dem Erfolg einer einzigen Firma abhängen. Bei wirtschaftlichen Problemen wackelt dann nicht nur der eigene Arbeitsplatz, auch das Portfolio sinkt womöglich im Wert.

Die Lösung liegt wie so häufig wohl im goldenen Mittelweg: Glaubt man an das Geschäftsmodell und den Erfolg des eigenen Unternehmens, empfiehlt es sich durchaus, ein paar Anteilscheine zu erwerben. Zweifelt man hingegen aus Anlegersicht am Erfolg der Firma, drängt sich die Frage auf, ob man sich nicht mittelfristig auch nach einem anderen Arbeitgeber umsehen sollte.

ANZEIGE

NZZ Weiter gedacht.

Für kompetente Wirtschaftsbücher

nzz-libro.ch

NZZ Libro