

# Was das Agio über Immobilienfonds sagt

**Kennzahlen** Anleger, die sich für eine Investition in Immobilienfonds interessieren, müssen sich zwingend mit dem Agio auseinandersetzen.

ADRIAN SCHNEIDER

Bei hohen Zuflüssen in kotierte Immobilienfonds kann der Preis der Fonds über den Nettoinventarwert (Wert der Liegenschaften abzüglich Fremdkapital, NAV) steigen. Man spricht dann von einem Aufpreis oder Agio. Grundsätzlich gibt die Kennzahl also Informationen über den relativen Preis gegenüber dem zugrunde liegenden Wert der Liegenschaften. Für die richtige Interpretation des Agios müssen Investoren die Eigenheiten der Kennzahl kennen, um daraus abzuleiten, ob ein Aufpreis gerechtfertigt ist.

Historisch betrachtet liegen die Agios der kotierten Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich zwischen 15 und 17 Prozent. Über die letzten Jahre sowie zu Beginn des laufenden Jahres sind die Agios kontinuierlich gestiegen und erreichten teilweise Niveaus von über 40 Prozent. Die

hohen Agios haben sich während der Corona-Krise deutlich korrigiert und erreichten Ende März 2020 ein Niveau von etwa 20 Prozent. In der Zwischenzeit hat eine Beruhigung stattgefunden. Eine differenzierte Betrachtung ist jedoch erforderlich. Während der Corona-Krise konnten sich Wohnliegenschaften als defensivere Immobilieninvestition auszeichnen. Kommerzielle Liegenschaften waren von den Lockdown-Massnahmen stärker betroffen.

## Marktzinsniveau nicht unterschätzen

Das Marktzinsniveau hat einen grossen Einfluss auf die Bewertung von Liegenschaften. Eine anerkannte Form der Immobilienbewertung ist die sogenannte Discounted-Cashflow-Methode (DCF). Dabei ergibt sich der Immobilienwert aus dem Wert der künftigen Nettoeinnahmen (Mieteinnahmen abzüglich Betriebskosten und so weiter). Diese werden mittels Diskontierungssatz auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert. Bei der Bestimmung des Diskontierungssatzes spielt das Zinsniveau eine wichtige Rolle. Bei einem Rückgang der Marktzinsen wird auch der Diskontierungssatz reduziert. Dies führt zu einer höheren Bewertung der Liegenschaften, wodurch sich der NAV des Fonds

erhöht und so bei gleichbleibendem Börsenpreis das Agio entsprechend verkleinert. Gleichzeitig erhöht ein tieferes Marktzinsniveau die Attraktivität von Immobilieninvestments, da die Ausschüttungsrenditen gegenüber Nominalwertanlagen attraktiver werden. Dies führt zu höheren Agios aufgrund gesteigerter Nachfrage in diese Anlageklasse.

## Latente Liquidationssteuer

Einen grossen Einfluss auf das Agio haben die Liquidationssteuern. Bei einem gewinnbringenden Verkauf von Liegenschaften wird gemäss schweizerischem Steuergesetz eine Grundstückgewinn-

## Auch für die erhöhte Diversifikation von Fonds sind Investoren bereit, einen Aufschlag zu zahlen.

steuer fällig. Dabei wird die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis besteuert. Die Höhe dieser Steuer ist progressiv nach Besitzjahren ausgelegt. Je länger der Zeitraum zwischen Kauf und Verkauf ist, desto tiefer der Steuersatz. Dieses Prinzip führt

dazu, dass der NAV unter dem Marktwert der Immobilien ausgewiesen wird. Damit müssten die Preise für kotierte Immobilien eher mit den NAV vor latenten Steuern verglichen werden als mit Inventarwerten nach latenten Steuern. So lässt sich besser beurteilen, wie viel Aufpreis gegenüber dem geschätzten Marktwert der Liegenschaften bezahlt wird.

Die ausgewiesene Wertentwicklung der zugrunde liegenden Immobilien hinkt den Entwicklungen am Transaktionsmarkt hinterher. Folglich kann bei Immobilienfonds mit einem Immobilienbestand, der schon länger im Portfolio gehalten wird, meist eine höhere Abweichung zwischen transaktionsnaher und bestehender Bewertung festgestellt werden. So ist es nachvollziehbar, dass der Kapitalmarkt für diese «älteren», konservativ bewerteten Fonds höhere Aufpreise zahlt als für «jüngere» Fonds.

## Fungibel, liquid und transparent

Während für den Erwerb einer direkten Immobilienanlage erhebliche Transaktionskosten entstehen (Handänderungssteuern, Gebühren, Such- und Prüfkosten), kann ein Fondsanteil mit den zugrunde liegenden Immobilien einfach

und praktisch ohne Transaktionskosten an der Börse gekauft werden. Zudem sind die Anteile solcher Immobilienfonds für meist weniger als 100 Franken käuflich und somit sehr fungibel. Schliesslich finden für die Fondsanteile eine tägliche Preisstellung und eine regelmässige Berichterstattung statt. Damit ist ein Aufpreis gegenüber den zugrunde liegenden Werten der Liegenschaften gerechtfertigt. Weiter verfügt ein Fonds mit mehreren Immobilien über einen Diversifikationsvorteil gegenüber einer Investition in eine einzelne Liegenschaft. Dafür sind Investoren bereit, einen Aufschlag zu zahlen.

Das Agio ist somit eine aussagekräftige Kennzahl für die Beurteilung von Immobilienfonds. Die Kennzahl beinhaltet eine Fülle an Informationen. Für Investoren ist es wichtig, diese Spezifikationen zu kennen, sodass sie den Preis eines Fonds und die Abweichung zum Inventarwert richtig beurteilen können. Hohe Agios können ein Indiz für überhöhte Preise sein. Für eine genaue Aussage muss das Agio jedoch immer unter Berücksichtigung der Fondseigenschaften analysiert werden.

Adrian Schneider, Leiter Investment Center der Graubündner Kantonalbank, Chur.