

Verhängnisvolle Abhängigkeit

Immobilienbewertungsfirmen haben einen Interessenkonflikt. Dies ist mit ein Grund, weshalb die **Immobilienpreise** noch immer steigen.

CARMEN SCHIRM-GASSER

Es gleicht einem Wunder. Immobilienanlagen waren vergangenes Jahr die einzige Anlageklasse, die nicht korrigierte, wie die neuesten Zahlen des Iazi Swiss Property Benchmarks zeigen. Schweizer Aktien waren mit 16 Prozent im Minus, Anleihen mit 10 Prozent – Immobilienanlagen hingegen lagen mit 5,9 Prozent im Plus. Dabei ist der Markt längst überhitzt. Aufgrund der ultraniedrigen Zinsen in den vergangenen Jahren haben sich Immobilien massiv verteuert. Doch die goldenen Zeiten dürften vorbei sein. Die Inflation, mittlerweile bei 3,4 Prozent, hält sich hartnäckig. Mehrmals griff die Schweizerische Nationalbank zum Zehnhänder und erhöhte den Leitzins auf 1,5 Prozent. In der Folge stiegen die Kosten für Langfristhypotheken von 1 auf 3 Prozent, und auch kurzfristige Saron-Hypotheken wurden viel teurer.

Für Investoren und Bauträger wird das Geschäft anspruchsvoller. Steigende Zinsen machen die Finanzierung teurer. Pensionskassen und Versicherer, wichtige Player am Immobilienmarkt, orientieren sich neuerdings an anderen Märkten. Es ist weniger aufwendig, das Geld zu 1,5 Prozent in einen Pfandbrief mit einem AAA-Rating zu parkieren, als direkt in die immer noch sehr hoch bewerteten Immobilien zu investieren, zu netto 2 Prozent (oder an Toplagen gar zu brutto 1,5 Prozent).

Kommerzieller Druck schafft Abhängigkeit

Doch weshalb in aller Welt steigen die Betongoldpreise noch immer? Einige Gründe dafür kennen wir bereits: Eine hohe Nachfrage und die Zuwanderung halten die Preise noch immer stabil, die schwache Bautätigkeit und das beschränkte Bauland das Angebot klein. Doch es gibt eine weitere Ursache, über die nicht gesprochen wird: «Die Bewerter stehen in einem Interessenkonflikt», sagt Marc Meili, Partner bei I-CV, einem Bonitäts- und Research-Institut in Zürich. «Sie werden vom Auftraggeber bezahlt, was eine Abhängigkeit mit sich bringt.» Auch Donato Scognamiglio, CEO von Iazi und Professor für Real Estate an der Uni Bern, kennt die Problematik und ergänzt: «Ein weiteres Problem besteht darin, dass über Jahre die gleichen Bewertungsfirmen die Portfolios bewerten und sich dadurch auch eine gewisse Stetigkeit in den getroffenen Bewertungsannahmen einschleichen kann.»

Mit anderen Worten: Die Immobilienpreise steigen, weil dies von den Auftraggebern gerne mal bestellt wird. Externe Bewerter werden vom Auftraggeber bezahlt, was eine verhängnisvolle Abhängigkeit

schaft. Denn die Hand, die einen füttert, beisst man nicht. «Angenommen, eine Liegenschaftsexpertin bewertet die Immobilien einer Pensionskasse 10 Prozent tiefer als im Jahr zuvor, dann würde sie wahrscheinlich den Auftrag verlieren», sagt Marc Meili. Denn Pensionskassenmanager stehen unter Druck, sollte das Immobilienanlagevermögen schrumpfen und sollten Versicherte bei ihnen anknöpfen.

«Wir sind in einem Dauerspagat zwischen den Wünschen der Kundschaft und einer neutralen Bewertung ihrer milliardenschweren Portfolios», bestätigt ein Insider, der nicht genannt werden will. Doch alle machen mit. Denn der Bewertungsmarkt ist ein lukratives Geschäft. Ein Handvoll Grosse der Branche teilen sich den Markt. Dazu gehören Wüest Partner, Jones Lang Lasalle, CBRE, Iazi sowie typischerweise Beratungsunternehmen wie KPMG, PwC oder EY. Es gibt aber auch viele kleine Anbieter, die lokal oder in einem speziellen Segment agieren.

Das Ziel der Auftraggeber sind möglichst attraktive Bewertungen ihrer Liegenschaften – unter anderem, um ihre eigenen Aktien an der Börse hochzutreiben. Zudem helfen Aufwertungen dabei, Fremdkapital aufzunehmen, was wiederum hilft, neue Projekte zu finanzieren, Aktienrückkäufe zu tätigen oder Dividenden auszuschütten. «Als Bewerter kann man die Fakten so steuern, wie einfach das geht. Man lässt den Kapitalisierungssatz tief oder rechnet mit maximal steigenden Mieten.»

Mit schuld sind die Rechnungslegungsstandards. Gemäss Swiss GAAP FER und IFRS müssen Vorsorgeunternehmen und kotierte Unternehmen jedes Jahr aufs Neue ihre Immobilien zu Marktwerten bewerten. «Die neuen Rechnungslegungsstandards (2004 und 2007) sollten die Unternehmen transparenter machen und stille Reserven verhindern, doch sie haben das Gegenteil bewirkt», sagt Marc Meili. «Man kann heute Eigenkapital aus dem Nichts schaffen, indem man die Immobilien aufwertet.» Denn die Differenz zwischen dem vergangenen Jahr und dem Folgejahr ist ein Aufwertungsgewinn (oder in fallenden Märkten ein Abwertungsverlust). Die Gewinne weisen die Firmen dann in den Geschäftszahlen aus, wobei es sich jedoch «nur» um Bilanzeffekte, also Buchgewinne, handelt und nicht um realisierte Gewinne.

Peach Property etwa, ein börsenkotiertes Schweizer Unternehmen, das hauptsächlich in Mietwohnungen in Deutschland investiert, wies 2021 den «höchsten Vorsteuergewinn der Unternehmensgeschichte aus», knapp 260 Millionen Franken. Die



Dank Aufwertung wird die Immobilie vergoldet.

positive Ergebnisentwicklung war insbesondere das Resultat von Neubewertungen des gesamten Portfolios der Gruppe. Die Erfolgsrechnung zeigte: Rund 288 Millionen Franken des Unternehmensergebnisses im Jahr 2021 entfielen auf buchhalterische Aufwertungen, obwohl das Unternehmen mehrheitlich an mittelmässigen Lagen Wohnungen eingekauft hatte. Das Beispiel zeigt auch: Die Problematik der Bewertung betrifft nicht nur die Schweiz, sondern auch Deutschland und ganz Europa sowie alle anderen Länder, in denen nach IFRS bilanziert wird. Anders ist es in den USA geregelt: Nach dem amerikanischen Bilanzierungsstandard US-GAAP sind keine Aufwertungsgewinne erlaubt. Dort wird das Portfolio «at cost» verbucht und über die Zeit abgeschrieben.

Der Stresstest kommt bei Verkäufen

In den vergangenen Jahren waren die Bewerter dauer-bullish. Was in guten Zeiten nicht weiter auffällt. Der Wert der Immobilie des Warenhauses Jelmoli, bestens gelegen an der Bahnhofstrasse, stieg seit der Jahrhundertwende von 350 Millionen Franken auf 824 Millionen Franken. Korrigieren jedoch die Märkte nach unten, wird nachgefragt, woher die Bewerter ihren Optimismus nehmen. Der grosse Stresstest kommt dann, wenn die Firmen Liegen-

schaften veräussern möchten. Dann zeigt sich, ob sie so viel bekommen, wie in den Büchern steht. «Dies ist mit ein Grund, weshalb aktuell wenig verkauft wird», sagt Marc Meili. «Der Markt ist seit längerer Zeit schon nicht sehr liquide, da sich die Preisvorstellungen von Käufern und potenziellen Käufern nicht decken. Es ist bei den Verkäufern noch nicht angekommen, dass sie künftig mit sinkenden Preisen rechnen müssen.»

Und noch ein paar weitere Beispiele aus der Praxis: Kürzlich gab die Immobiliengesellschaft SPS bekannt, das Warenhaus Jelmoli einzustellen. Stimmen wurden laut, die SPS aufforderten, den Mietzins für den Betrieb des Warenhauses zu reduzieren, damit dieses erhalten bleiben könnte. Aus der Warte von SPS gesehen ein No-Go. Würde diese den Mietzins in der Jelmoli-Liegenschaft nur um 4 Millionen Franken senken, wäre die Liegenschaft – statt wie jetzt knapp 830 Millionen Franken – wohl rund 100 Millionen Franken weniger wert. Es käme somit zu einem sogenannten Abwertungsverlust, der in der Erfolgsrechnung direkt in den operativen Gewinn einfließt.

Und dann gibt es da noch die Swiss Life. Der Versicherungskonzern ist der grösste Immobilienbesitzer der Schweiz und lieferte Mitte März seine Jahres-

zahlen, die recht gut waren. Was unter anderem an den Veränderungen im milliardenschweren Anlageportfolio liegt. Swiss Life wertete das gesamte Immobilienportefeuille um 800 Millionen Franken auf. Das entspricht zwar nur noch der Hälfte der Aufwertung des letzten Jahres (plus 1,6 Milliarden), ist aber dennoch erstaunlich, zumal die Risiken im (internationalen) Immobilienmarkt deutlich gestiegen sind. Denn es gilt die Regel: Höhere Zinsen führen zu tieferen Immobilienbewertungen. Dies über den Mechanismus der abdiskontierten zukünftigen Einnahmen.

Die Börse ist da unbestechlicher. Sie hat bereits vergangenes Jahr korrigiert. Die an der Börse kotierten 48 Fonds und 16 Immobiliengesellschaften mussten arg Federn lassen. Die Fonds korrigierten um minus 15 Prozent, die Immobilienaktiengesellschaften mit minus 9 Prozent. Die Investoren hatten sinkende Immobilienpreise in die Aktienbewertung

bereits mit eingerechnet, die Kurse fielen. Die Firma Hiag Immobilien ist noch immer mit einem Disagio von 21 Prozent bewertet (Rabatt des Börsenwerts gegenüber dem Fondsvermögen), Mobimo mit minus 8 Prozent.

Häufiger die Bewertungsfirmen wechseln

Was wäre die Lösung? «Es sollte eine Diskussion über die Anreize der Bewertungsfirmen geführt werden», sagt Donato Scognamiglio. Zudem wäre wünschenswert, dass die Auftraggeber die Bewertungsfirmen, ähnlich wie die Revisoren, häufiger wechseln würden. Marc Meili schlägt vor, Kapitalisierungssätze oder regelmässig einen Branchenreferenzwert herauszugeben – wie es beim Referenzzinssatz für die Berechnung der Mietzinserhöhungen der Fall ist. «Dann wäre der Spielraum für Werterhöhungen eingeschränkter.»

Welche Bankaktien nun gefragt sind

Banktitel sind dieses Jahr gefallen. Sind sie jetzt günstig? Und welche **Aktien** sind kaufenswert?

HARRY BÜSSER

Die Bankenkrise hat nicht nur die Credit Suisse (CS) in die Arme der UBS getrieben, sondern auch die Kurse vieler anderer Aktien aus dem Banksektor fallen lassen. Aber sind diese Titel jetzt günstig? Die meisten Bankaktien wohl eher nicht, aber es gibt Hinweise darauf, welche Banktitel allenfalls kaufenswert sein könnten.

Bei der UBS-Aktie gab es eine Kaufgelegenheit gleich am Montag nach dem Kauf der Credit Suisse. Diese ergab sich daraus, dass die CS kurz vor dem Verkauf noch rund 5 Milliarden Franken mehr wert war als die 3 Milliarden, die die UBS bezahlte. Daraus liess sich ein Kurspotenzial für die UBS von rund 10 Prozent errechnen, was einem Kurs von 18.80 Franken für die UBS-Aktie entspricht. Wenn die UBS darunter notiert, ist sie vielleicht noch einen Kauf wert. Andererseits hat sich die Bankenkrise weiterentwickelt, und die Sicherheitsuche der Bankkunden hat sich intensiviert.

Davon könnten die sichersten Banken profitieren. Dazu gehören die Kantonalbanken, die eine Staatsgarantie genießen. Das sind alle 24 Kantonalbanken, ohne jene in Bern, Genf und Waadt. Von den Banken mit Staatsgarantie sind zehn an der Börse kotiert: die Walliser, Glarner, Luzerner, Zuger, Thurgauer, St. Galler und Graubündner Kantonalbank sowie die Banque Cantonale du Jura. Diese Kantonalbankaktien sind tendenziell langweilig, könnten aber jetzt einen Kauf wert sein.

Liquide Kantonalbanken

Unter den börsenkotierten Kantonalbanken mit Staatsgarantie haben die Basler, Luzerner, St. Galler, Zuger und die Graubündner Kantonalbank die grössten Handelsvolumina an der Börse. Die anderen bieten zum Teil nur sehr wenig Liquidität. Das kann den Ein- und Ausstieg aus dem Trade erschweren, wie dieses Beispiel zeigt: Bei der Banque Cantonale du Jura waren am Freitag, 24. März, um 17 Uhr nur fünf Aktien zum Preis von je 54 Franken im Angebot. Wer verkaufen wollte, konnte gerade mal 19 Titel für 51.50 Franken verkaufen.

Von den fünf liquiden, börsenkotierten Kantonalbanken mit Staatsgarantie bietet die Basler derzeit die beste Dividendenrendite: 4,5 Prozent. Dabei müssen sich Anlegende beeilen: Die Aktie muss vor



Die Basler Kantonalbank bietet 4,5 Prozent.

dem 31. März gekauft werden, damit man in den Genuss der diesjährigen Auszahlung kommen will. Ausbezahlt wird die Dividende am 4. April. Entgegen dem Trend ist die Aktie der Basler Kantonalbank seit Anfang Jahr gestiegen.

Bei den grösseren, börsenkotierten Instituten stechen als sichere Banken vor allem die niederländische ING Groep, die britische Natwest Group und die schwedische SEB Bank hervor. Sie sind die sichersten Banken, gemessen an den Versicherungsprämien, die bezahlt werden müssen, wenn man sich gegen einen Konkurs dieser Institute absichern will.

Risiken der sichersten Banken

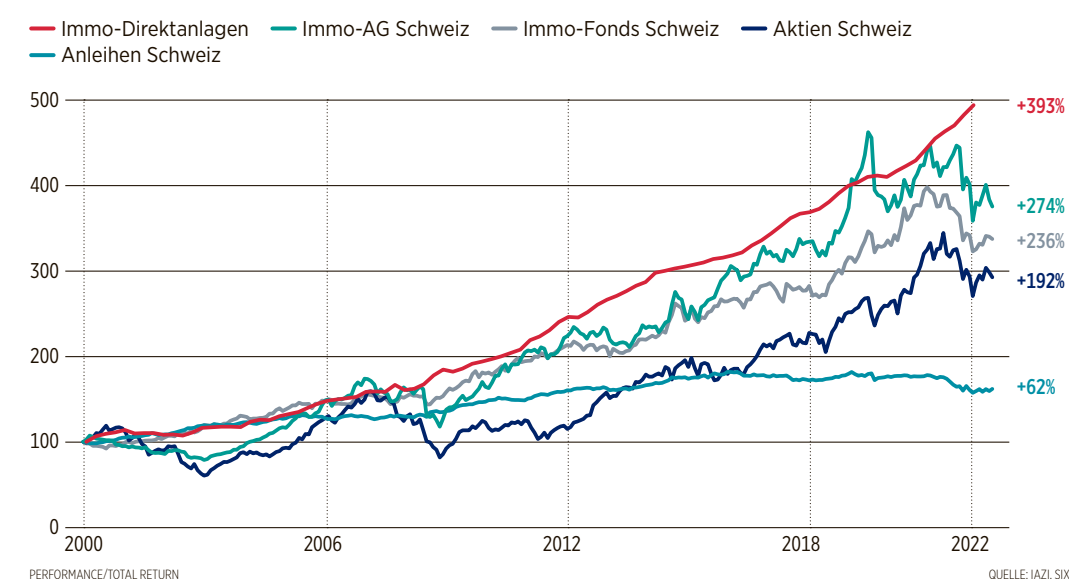
Sowohl mit den Kantonalbankaktien als auch mit den drei grösseren sichereren Instituten könnten Anlegerinnen und Anleger versuchen, von der Flucht der Kunden zur Sicherheit zu profitieren.

Das kann deren Aktien in die Höhe treiben, muss jedoch nicht. Dagegen spricht, dass die Regulierung für alle Banken härter werden dürfte. Das wird deren Gewinnpotenzial zugunsten eines sichereren Finanzsystems negativ beeinflussen. Hinzu kommt, dass die Zinsmargen unter Druck stehen, weil die Zinskurve flach ist oder gar invertiert. Wenn das so bleibt, können Banken im klassischen Zinsgeschäft nicht mehr so viel verdienen.

Ebenso kommen Banken durch neue Technologien unter Druck. Denn, reine Digitalbanken wie Revolut können ihr Geschäftsmodell mit technologisch moderner, kostengünstiger Infrastruktur betreiben. Dieser Konkurrenzdruck dürfte sich in den nächsten Jahren verschärfen. Es ist möglich, dass eine Neobank wie Revolut als Gewinnerin aus der gegenwärtigen Situation hervorgeht. Allerdings ist sie nicht börsenkotiert.

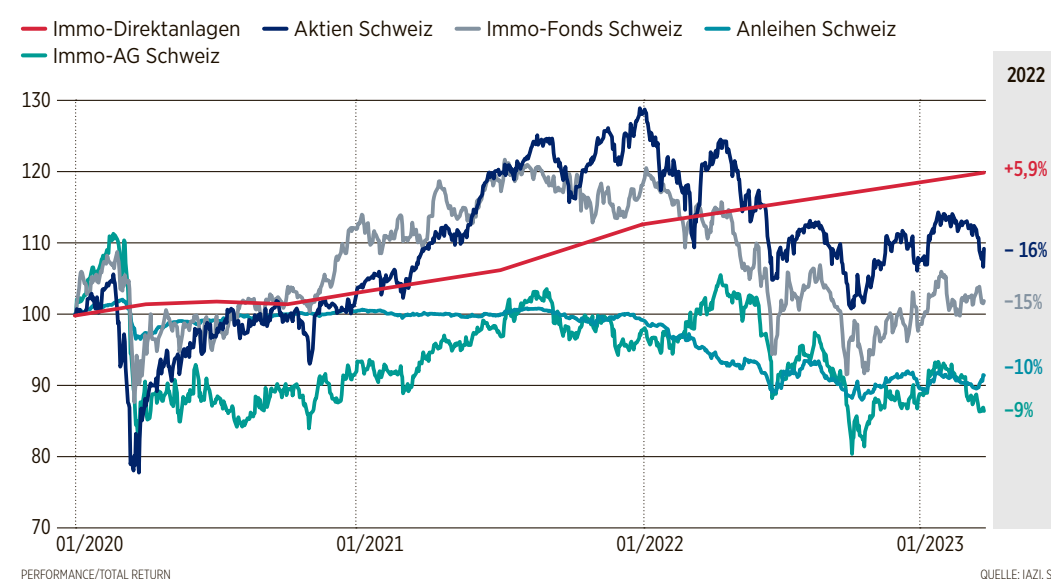
Im Langfristvergleich sind direkte Immobilienanlagen nicht zu schlagen

Anlagen Schweiz seit 2000 im Vergleich (Index 100 = Jahr 2000)



2022: Alles im Minus, ausser Immobilien

Immobilienanlagen in der Schweiz waren vergangenes Jahr die einzige Anlagekategorie im Plus (Index 100 = Jahr 2000)



Themes Trading

VERLEIHEN SIE IHREM PORTFOLIO MEHR IMPACT

Teilen Sie die Hälfte Ihrer Dividenden, um nachhaltige Projekte zu finanzieren.

Viele Fonds versprechen einen positiven Impact. Doch bei wie vielen können Sie eine echte Wirkung erzielen? Unser neues Zertifikat «Impact Investing» (erhältlich über die Schweizer Börse SIX) ermöglicht es Ihnen, an den Renditen von Unternehmen mit grosszügigen Dividenden mitzuverdienen und gleichzeitig Nachhaltigkeitsprojekte zu finanzieren. Entdecken Sie, wie Ihre Dividenden einen positiven Einfluss auf Ihr Portfolio und die Welt um Sie herum haben können.

swissquote.com/impact-investing



Zertifikat
Impact Investing
ISIN
CH1236309501
Symbol
CARESQ

Swissquote